



# Carta do Gestor

Junho de 2023



# BV asset

## Carta aos Cotistas

### O Cenário Macroeconômico – Junho 2023

O destaque no ambiente internacional em junho ficou por conta da continuidade do ajuste da política monetária pelos principais bancos centrais.

Embora o Fomc tenha optado por manter o *fed funds* no intervalo de 5,00%-5,25% após 10 altas consecutivas de ciclo acumulado de +500 bps, a mediana da distribuição dos cenários dos diretores e presidentes dos escritórios regionais do Fed revelou que a maioria antevê a necessidade de ao menos mais duas elevações de 25 bps até o final do ano. Agora apenas dois dos 18 dirigentes esperam estabilidade da taxa básica de juros no patamar atual em 2023. No encontro anterior, no início de maio, eles eram dez.

Na coletiva do presidente Powell, ele racionalizou a decisão de “pular” uma reunião com o intuito de acumular mais informações acerca da evolução do cenário econômico. Justificou tal estratégia a partir da velocidade de ajuste, o patamar atual e a duração da política monetária atualmente restritiva, ressaltando as longas defasagens inerentes de transmissão.

Distribuição dos votos dos Diretores e Presidentes dos Feds Regionais para o Fed Funds

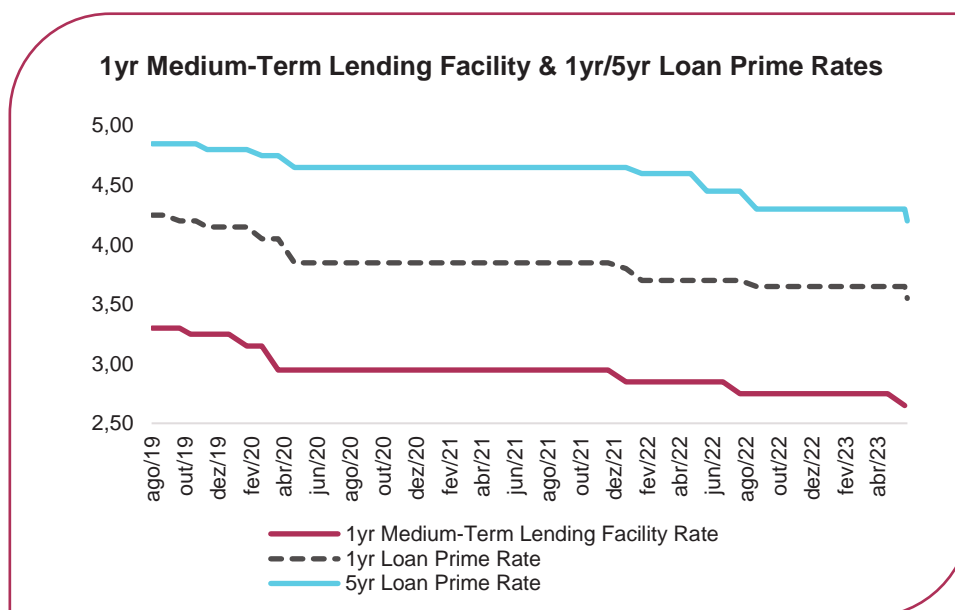
%	Final de 2023		Final de 2024		Final de 2025		Longo Prazo	
	mar/23	jun/23	mar/23	jun/23	mar/23	jun/23	mar/23	jun/23
2,25							3	
2,375					1	1	2	3
2,5							8	7
2,625					2	2	1	2
2,75								2
2,875					4	1		
3							1	1
3,125					4	3		
3,25							1	1
3,375			1		2	3		
3,625			1		1	2	1	1
3,875			2	1	1	1		
4,125			5	1	1	2		
4,375			2	6	1			
4,625			3	2		1		
4,875	1			2		1		
5,125	10	2	2	3				
5,375	3	4	1					
5,625	3	9	1	2	1	1		
5,875	1	2		1		1		
6,125		1						
Média pond. (%)	5,278	5,569	4,403	4,764	3,333	3,704	2,588	2,662
Mediana (%)	5,125	5,625	4,250	4,625	3,125	3,375	2,500	2,500

Já o Banco Central Europeu (BCE) corroborou as expectativas de elevação de +25 bps da taxa de depósito para 3,50%. Com o patamar atual ainda aquém do restritivo necessário e a inflação resiliente na região – a prévia do núcleo do CPI de junho voltou a subir em +0,2 p.p. para 5,5% a.a., apenas pouco abaixo do pico recente de 5,7% a.a. de março, a presidente da instituição, Lagarde, sinalizou outra alta de mesma magnitude para a próxima reunião, no dia 27 deste mês. Ademais, sem um instrumental a exemplo do correspondente estadunidense do “*dot plot*”, o mercado atribui elevada probabilidade de mais uma ação em setembro, a qual levaria a taxa de depósito no Velho Continente a 4,00%, o maior patamar histórico desde a criação da moeda única em 1999.

Outros bancos centrais voltaram até mesmo a surpreender, como foram o inglês (BoE) e o da Noruega. Ambos puxaram as respectivas taxas básicas de juros em 50 bps ante o esperado de 25 bps para 5,00% e 3,75%. No 1º caso, em votação dividida de 7 a 2, houve antecipação do cenário previsto pelo mercado diante de inflação mais alta entre os países do G7. De fato, a taxa terminal precificada atualmente encontra-se em quase 6,25%, ou o maior nível desde 2001. No último, o Norges Bank revisou novamente para cima a taxa final para 4,25% ante projeção anterior, de março, de 3,50%.

Avaliamos que a extensão do aperto monetário para o 2S23 aumenta o risco de um cenário de desaceleração mais intensa da atividade econômica global à frente. A inversão das curvas de juros em diversas economias corrobora tal risco, pois usualmente é um importante indicador antecedente de um ciclo econômico baixista.

Na contramão, a autoridade monetária chinesa (PBoC) reduziu as principais taxas referenciais de juros em -10 bps: no dia 12 de junho, após 10 meses estável, a taxa de operações compromissadas de sete dias foi para 1,90%; dois dias depois, a taxa de operações de linhas de 1 ano foi reduzida para 2,65%; e, por fim, no dia 19, as taxas de empréstimos de qualidade para os prazos de 1 e 5 anos foram para 3,55% e 4,20%, respectivamente.



No caso em questão, a inflação no país sob controle e certa decepção em relação à retomada da atividade econômica a partir da reabertura pós-pandemia no final do ano passado permitem a implementação de uma política econômica mais estimulativa. Acreditamos que ações adicionais por parte do governo chinês que visem estimular captações das províncias para gastos em infraestrutura e/ou flexibilização para a comercialização de imóveis possam suportar a atividade econômica no 2S23.

No ambiente doméstico, destaca-se o avanço da aprovação do arcabouço fiscal no Congresso, com apenas poucas alterações que não desvirtuaram o processo de consolidação fiscal no médio prazo.

Ademais, o presidente da Câmara, Arthur Lira (PP-AL), parece imbuído da tarefa de deixar um legado de seu mandato com as discussões sobre a reforma tributária. Neste sentido, o relator dela na Casa, o deputado Aguinaldo Ribeiro (PP-PB), apresentou o substitutivo à Proposta de Emenda à Constituição nº 45.

Em linhas gerais, ele propõe a substituição de um emaranhado de tributos federais e regionais, como PIS, Cofins, IPI, ICMS e ISS, por apenas um federal, ou a Contribuição Social sobre Bens e Serviços (CBS), e outra subnacional (IBS), além de um Imposto Seletivo sobre a produção, comercialização ou importação de bens e serviços prejudiciais à saúde ou ao meio ambiente – federal. A transição para o novo modelo dar-se-ia em oito anos a partir de 2026, iniciando apenas pela CBS com uma alíquota teste de 1%. A transição federativa para o destino dar-se-ia em 50 anos a partir de 2029.

É importante destacar que as alíquotas diferenciadas incidentes nos setores, ponto nevrálgico de resistências de estados e atividades econômicas, seriam definidas posteriormente, por Lei Complementar, no caso do CBS, e determinadas pelos respectivos entes federativos, para o IBS. Mas o texto já prevê, por exemplo, como ponto de partida para destravar as complexas negociações, alíquotas reduzidas em até 50% para produtos agropecuários *in natura*, alimentos, itens de higiene pessoal, serviços médicos e de educação, atividades artísticas e culturais nacionais, além da possibilidade de isenções para transporte público e medicamentos.

Por fim, ressalta-se a criação de um Conselho Federativo, que seria responsável pela gestão do IBS, porém ainda enfrentando muita resistência por parte dos governadores pelo receio de perda de autonomia, e de um Fundo Nacional de Desenvolvimento Regional, integralmente custeado pela União, com um volume de aportes estipulado em R\$ 40 bilhões ao ano a partir de 2033. Os governadores demandam maiores recursos.

Embora de difícil estimativa dos impactos potenciais, a simplificação tributária certamente influiria positivamente para o crescimento do país no médio prazo. Há muitas incertezas sobre o encaminhamento da proposta na Câmara antes do recesso parlamentar, em meados de julho, conforme desejado por Lira. Caso as barreiras sejam transpostas, acreditamos que os ativos domésticos antecipariam um cenário mais auspicioso doravante.

Em relação à política monetária local, o Copom manteve a taxa Selic em 13,75% a.a. pela 7ª reunião seguida.

Nos documentos justificando a estratégia atual de política monetária, com manutenção da taxa básica de juros por período prolongado, o comitê avaliou que a conjuntura atual é caracterizada por um estágio do processo desinflacionário que tende a ser lento e por expectativas de inflação ainda desancoradas, a qual requer cautela e paciência. Houve um abrandamento da linguagem prospectiva, com a retirada do trecho de que o Copom não hesitaria em retomar o ciclo de ajuste, substituindo-o pela dependência da evolução da dinâmica inflacionária, das expectativas de inflação para prazos maiores, das projeções e do balanço de riscos.

De fato, a ata do Copom, divulgada logo na semana seguinte após a reunião, revelou que a avaliação predominante era de que a desinflação corrente com impactos sobre as expectativas poderia permitir um corte inicial já na próxima reunião, em agosto. Por outro lado, outros membros ainda se mostravam cautelosos, pois gostariam de observar maior reancoragem das expectativas longas antes de se iniciar o ciclo de afrouxamento.

Com essa sinalização, passamos a considerar agora uma possibilidade ligeiramente maior para uma redução de 25 bps já no próximo encontro, embora não se possa descartar a possibilidade de ação apenas na reunião subsequente, em setembro, caso o processo de ancoragem das expectativas nas metas seja interrompido. A manutenção da meta central de inflação em 3% pelo CMN deve ajudar nesse processo.

# Juros e Inflação

Em junho, o mercado de renda fixa registrou queda nos juros futuros e nas NTN-Bs. Vários fatores explicaram esse movimento, sendo os principais: os dados de inflação, que continuaram abaixo das expectativas de mercado, contribuindo para aumentar as chances de uma flexibilização monetária pelo Banco Central do Brasil ainda este ano; o comunicado do Copom, que indicou a possibilidade de um corte já na próxima reunião e decisão de manter a meta de inflação de 3% pelo CMN.

Esses eventos permitiram um fechamento ainda maior da curva futura de juros em comparação com o mês anterior. A parte longa da curva caiu cerca de 90 pontos e, olhando para um horizonte de três meses, a queda total foi de aproximadamente 170 pontos na parte média/longa da curva. As NTN-Bs fecharam em média 30 pontos, e as inflações implícitas recuaram cerca de 40 pontos, considerando até a NTN-B 2027.

Uma grande parte dos choques de preços decorrentes da pandemia e da invasão russa na Ucrânia se dissipou, especialmente no que diz respeito a bens. Além disso, um ambiente doméstico mais favorável, com maior clareza em relação à política fiscal, também é um fator importante para a reancoragem das expectativas inflacionárias. Esse processo é considerado essencial pelo Banco Central para iniciar a flexibilização monetária. Aceitamos os riscos e acreditamos que as condições são favoráveis para o início desse processo, seja ele em agosto ou em setembro. Nossa estratégia atual envolve posições em juros nominais na parte intermediária e longa da curva, bem como uma posição em juros reais de médio prazo.

# Crédito Privado

O movimento de fechamento dos *spreads* no mercado secundário, observado na segunda quinzena de maio, continuou impactando positivamente os fundos de crédito privado ao longo do mês de junho. Como consequência desse movimento, observamos também um reaquecimento gradativo do mercado primário, com destaque para o setor de infraestrutura, que reflete a necessidade de investimentos além do refinanciamento de dívida tomada para pagamento de outorga (e.g. setor de saneamento). Destacamos também que em meados de julho inicia a temporada de resultados do 2T23, que de maneira geral deve confirmar nossa visão positiva sobre o fundamento das companhias. É esperado que eles indiquem não só que os níveis dos *spreads* no mercado secundário continuam atrativos, mas também que os carregos dos nossos fundos se mantêm interessantes.

O fechamento dos *spreads* de crédito impactou positivamente a rentabilidade dos ativos de crédito privado em junho. Na amostra de 359 debêntures precificadas pela Anbima, verificamos um fechamento de aproximadamente 3 bps nos ativos indexados ao CDI+<sup>1</sup>. A taxa média desses ativos é aproximadamente CDI+ 2,49% a.a. e a *duration* média é de 2,44 anos.

Os ativos em IPCA+<sup>1</sup> tiveram um retorno maior que o CDI devido ao movimento de fechamento das taxas das NTN-Bs nos vértices de médio e longo prazo. Em nosso acompanhamento de 353 ativos indexados ao IPCA+, observamos um fechamento médio de 15 bps nos *spreads* de crédito. Este movimento, somado ao fechamento da curva real de juros, contribuiu para performance positiva. A taxa média destes papéis está em aproximadamente IPCA + 6,90% ante IPCA + 7,35% no fechamento do mês anterior, e a *duration* média atual é próxima de 4,84 anos.



# Crédito Privado

Nosso portfólio permanece com boa diversificação de nomes em empresas *high grade*. Seguimos equilibrando os portfólios entre emissões bancárias e corporativas, priorizando setores defensivos com foco no topo da escala de *rating* e alocação em ativos de *duration* mais curta. Em estratégias com prazo de resgate mais longo, posicionamos a maior parte do portfólio em crédito corporativo, buscando alocar nas melhores empresas entre seus pares, além de alocar em papéis de *duration* mais longa.

# Moedas

No mês de junho, o dólar se enfraqueceu em relação a todas as moedas do G10, exceto o iene japonês. O índice DXY, que mede o valor do dólar em relação a uma cesta de moedas, teve uma queda de 1,4% no mês. Do ponto de vista do dólar, embora os dados dos EUA continuem surpreendendo positivamente, os dados mais fracos do índice ISM de manufatura e o aumento do desemprego pressionaram o DXY para baixo. Isso foi agravado pelo Banco Central Europeu, que elevou as taxas de juros em 25 pontos-base e adotou uma postura mais agressiva, contribuindo para a desvalorização do dólar. Vale mencionar também a reunião do Fomc, na qual as taxas de juros foram mantidas e houve alterações nos *dot plots*, como mencionado no cenário macro, mas não foram suficientes para mudar a trajetória de queda do dólar.

O iene foi a única moeda do G10 que se desvalorizou em relação ao dólar. As diferenças nas taxas de juros continuaram a favorecer o dólar após a decisão do BoJ (Banco Central do Japão) de manter o controle da curva de juros inalterado, adotando uma postura mais *dovish*. Durante o mês, houve algumas intervenções verbais por parte do MoF (Ministério das Finanças) para conter a desvalorização da moeda, que caiu mais de 3% em relação ao dólar neste mês.

Contrariando a tendência da moeda asiática, o dólar canadense e o dólar australiano tiveram um desempenho positivo. O dólar australiano subiu pouco mais de 2% após o Banco Central australiano (RbA) aumentar as taxas de juros em 25 pontos-base, para 4,1%, surpreendendo as expectativas de mercado, que não precificavam mais altas após a manutenção dos juros na reunião anterior. A decisão foi influenciada pelos dados de inflação recentes e pelos dados mais robustos do mercado de trabalho. O dólar canadense também se valorizou depois que o Banco Central do Canadá (BoC) surpreendeu os mercados com um aumento de 25 pontos-base, justificando que a política monetária ainda não estava suficientemente restritiva devido ao excesso de demanda na economia.

# Moedas

Entre as moedas europeias, a libra esterlina se destacou, com o Banco Central da Inglaterra (BoE) elevando as taxas em 50 pontos-base após dados mais fortes do mercado de trabalho e da inflação. No entanto, a libra não teve a performance esperada devido aos temores de que mais aumentos poderiam levar a uma recessão econômica. O euro foi outra moeda que se valorizou devido ao posicionamento mais *hawkish* do Banco Central Europeu (ECB). A presidente Lagarde, em um discurso após a decisão sobre as taxas de juros, mencionou que esperava mais duas altas ainda este ano.

Acreditamos que o dólar perderá força à medida que os efeitos defasados da política monetária começarem a ser sentidos no mercado de trabalho e no setor imobiliário. Também acreditamos que a economia do Reino Unido não será capaz de controlar a inflação sem prejudicar o seu crescimento econômico. Mantemos posição em uma cesta de moedas contra o dólar e posições em pares relativos.

# Renda Variável

Em junho, vimos uma continuidade da melhora dos ativos locais. A volta de fluxo do investidor estrangeiro foi importante para a valorização de 9% do Ibovespa. Destaca-se, principalmente, a performance de Petrobras, com alta de 13,05% no mês. Apesar do ruído político, tanto Petrobras como Banco do Brasil têm entregado um resultado muito forte em 2023, com valorização de 42,24% no ano contra 7,61% do Ibovespa.

No cenário doméstico, o Banco Central decidiu pela manutenção da taxa Selic, apesar dos indicadores de inflação já sinalizarem um cenário mais benigno. Dessa forma, a expectativa é que o processo de corte de juros se inicie em setembro. Dentro desse contexto, o Ibovespa teve um rally de mais de 20% frente aos níveis mais baixos do ano. Além disso, vimos recentemente um aumento do número de ofertas de ações (*follow on*), com demandas aquecidas, o que corrobora nossa visão de melhora de cenário para renda variável.

Ao longo do mês, reforçamos nossa posição em cíclicos domésticos com o investimento em Arezzo. Em nosso processo de investimento, a qualidade do ativo é condição indispensável para a alocação. Nossa decisão de aumentar a exposição do fundo em players ligados à dinâmica local e que tendem a se beneficiar de um processo de corte de juros necessariamente vem acompanhada de uma rigorosa seleção de empresas, que passam tanto pelos nossos filtros qualitativos como quantitativos. Enxergamos em Arezzo uma boa oportunidade de investimento em uma empresa premium no varejo local, com baixíssima alavancagem, crescimento anual acima de 10%, retorno sobre capital empregado (ROIC) na faixa 15% e negociando com um desconto de P/L acima de 30%.



## Conheça mais sobre a gente



Escaneie o QR Code



ou

**Clique aqui**

### Aviso importante

Este material foi preparado pela BV Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("BV asset"). As informações aqui apresentadas têm como única intenção fornecer um panorama da situação atual do mercado, estando baseadas em dados de conhecimento público, não significando, portanto, quaisquer compromissos e/ou recomendações de negócios por parte da BV asset, seus acionistas e demais empresas coligadas. As informações contidas neste material são de caráter meramente informativo. Este conteúdo não deve ser reproduzido no todo ou em parte, redistribuído ou transmitido para qualquer outra pessoa sem o consentimento prévio da BV asset.

É recomendável que as decisões de investimento sejam tomadas com plena compreensão dos riscos envolvidos. Este material não deve ser considerado como recomendação de investimento nem deve servir como única base para tomada de decisão. A BV asset se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material, de seu conteúdo e da realização de operações com base neste material.

Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Estes documentos podem ser encontrados no site [www.bancobv.com.br/web/site/pt/vam](http://www.bancobv.com.br/web/site/pt/vam). Leia previamente as condições de cada produto antes de investir. Os investimentos apresentados podem não ser adequados aos seus objetivos, situação financeira ou necessidades individuais. O preenchimento do formulário QPI – Questionário de Perfil de Investidor ou *Suitability* é essencial para garantir a adequação do perfil do cliente ao produto de investimento escolhido.

A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Para avaliação da performance de fundo(s) de investimento(s), é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Créditos (FGC). Os Fundos de Investimento apresentados neste material utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos Fundos de Investimento.

Dúvidas, sugestões e reclamações, entre em contato com o Serviço de Atendimento ao Cliente pelo telefone 0800 728 0083 ou pelo e-mail [sac@bv.com.br](mailto:sac@bv.com.br). Pessoas com deficiência auditiva e de fala: 0800 701 8661. Se desejar entrar em contato com a Ouvidoria, ligue para 0800 707 0083 (pessoa com deficiência auditiva e de fala: 0800 701 8661).

RATING S&P<sup>1</sup>:

**AMP-1**

Signatory of:



<sup>1</sup>Publicado no site [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), em junho de 2022.