



SulAmérica

Investimentos

Maio 2023

Carta Mensal

Palavra do Gestor



Palavra do Gestor

O mês no mercado financeiro, por quem conhece o assunto



Destaques

Nos EUA, na medida em que o estresse bancário parece contido, os mercados reagiram ao impasse nas negociações para uma extensão do teto da dívida norte americana, o que refletiu em alta dos juros futuros e redução dos ganhos do S&P.

Crédito

O mês de maio foi um mês positivo para crédito privado. Depois de alguns meses difíceis, com muita venda de ativos dado aos resgates da indústria de fundos de crédito privado. Estas vendas pressionaram muito os preços dos ativos. Mas neste mês vemos a indústria com resgates muito mais baixos na soma das gestoras. Para nós na SulAmérica o fluxo já está positivo, com captações liquidas. Para se ter uma ideia do quanto foi a abertura de prêmios de risco, os chamados spreads, o IDA-Di, índice de debentures da Anbima, saiu de uma média aproximada de CDI + 1,70 na virada do ano para CDI + 2,66 no meio de maio. Mas na segunda quinzena do mês vimos o termino da piora e fechamento das taxas. Com isso o IDA-DI já está abaixo do CDI + 2,60. Somente este fechamento, e a seleção de nossos ativos, já foi suficiente para os fundos apresentarem retornos interessantes no mês. Cabe ressaltar que não tivemos nenhum evento de crédito nos papéis que investimos e as métricas de crédito dos ativos seguem boas.

Estamos otimistas com o mercado de crédito daqui para frente, uma vez que ao parar a onda de resgates vemos os ativos com taxas muito atrativas, o que além de ter um carregamento bem positivo para a frente, vislumbramos a continuidade de fechamento das taxas, valorizando os ativos de crédito e por consequência os fundos.

Bolsa

O Ibovespa encerrou o mês com desvalorização de +3,74%. Os demais índices tiveram as seguintes variações: S&P 500 +0,25% (USD), Euro Stoxx -3,24% (EUR) e Nikkei +7,04% (JPY). Nas commodities, o petróleo tipo Brent fechou em US \$ 72,13 -9,58% no mês) e o minério de ferro em US \$97,70 -1,66% no mês).

Maio, enquanto os mercados no Brasil foram destaque, bolsa subiu e toda curva de juros caiu, os mercados ao redor do mundo tiveram performances diferentes. Mercado americano ficou de lado com dados divergentes na economia americana. Atividade teima em desacelerar de forma lenta e inconsistente. Do lado positivo, inflação acomodou conforme expectativa do mercado e o FED aumentou os juros em 0,25% atingindo o patamar de 5%, diminuindo a possibilidade de novas altas. Entretanto, a discussão do teto de dívida americana acendeu o sinal de alerta.

No Brasil, com a aprovação do arcabouço fiscal na câmara com 372 votos e dados de inflação mais baixos reforçaram apetite ao risco, mesmo com os dados na china surpreendendo para baixo, o que tem pressionado o preço das commodities. A expectativa de corte de juros e valuation atrativo, impulsionaram vários setores na bolsa.

Renda Fixa

No mundo, os temores sobre uma crise bancária foram deixados de lado e a questão do teto da dívida americana é que guiou os mercados em maio. No período vimos dados ainda preocupantes de inflação e resiliência na atividade americana. Ainda, observamos alguma frustração com o crescimento chinês, que deve ficar mais perto de 5% do que 6% em 2023, o que mantém commodities pressionadas. Nessa conjuntura, vimos o dólar e juros americanos avançando.

No Brasil, o texto do arcabouço fiscal foi melhorado no Congresso - embora de maneira tímida ainda - e medidas de arrecadação seguem necessárias, com o mercado dando um voto de confiança ao Ministro Haddad. Do lado econômico revisões para cima em PIB e para baixo em inflação ganham força, adicionado pressão ao Banco Central, que manteve a Selic em 13,75% sem dar indícios de que um ciclo de afrouxamento seja iminente.

Assim, num movimento descolado do externo, tivemos forte descompressão de prêmios na Renda Fixa Local.

Anteriormente indicamos que não víamos grandes assimetrias na Renda Fixa Local e, portanto, não capturamos o rally do mês. Assim, entregamos retornos próximos do CDI – com o destaque ficando para o SulAmérica Capital dada a recuperação no mercado de crédito. No ano e 12 meses, superamos o benchmark.

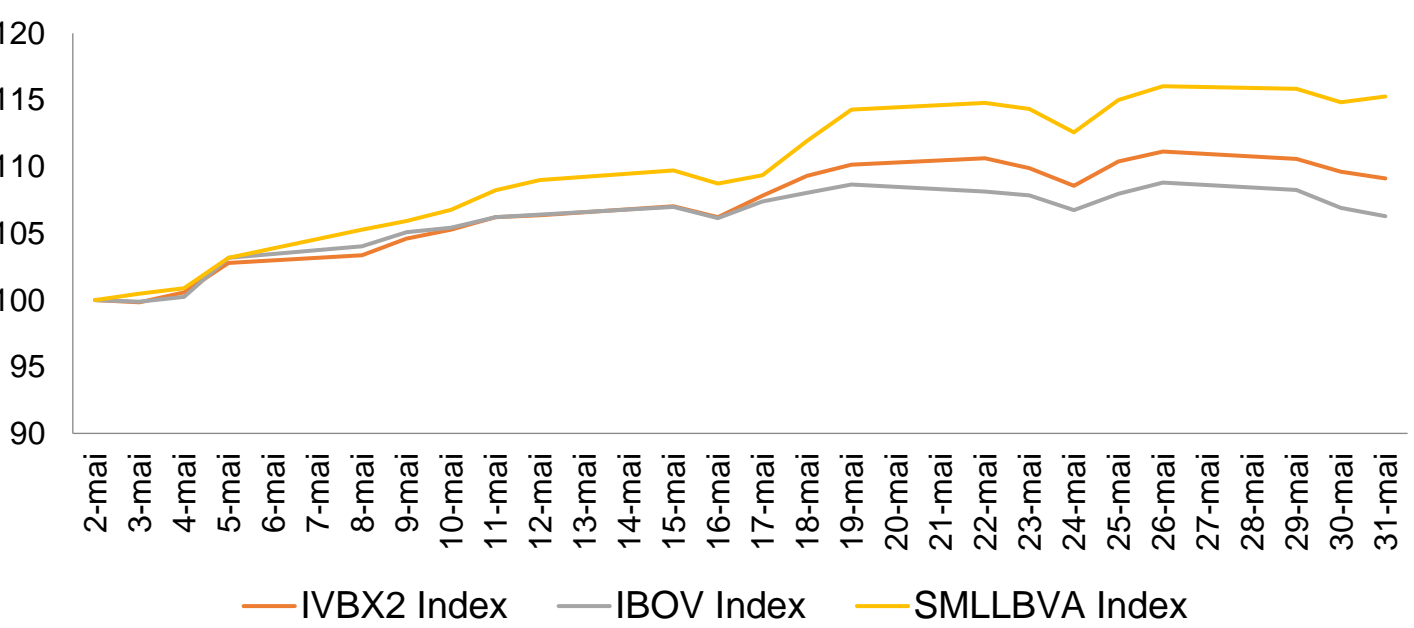
Nossa leitura sobre a Renda Fixa Internacional mostrou-se acertada a medida que dados de inflação foram conhecidos levando a reprecificação nos juros americanos, e agora entendemos que os riscos estão mais balanceados. Isso não altera nosso cenário de juros estáveis por um período prolongado nos EUA.

No Brasil, fomos surpreendidos pelo forte desempenho dos ativos, dado o descolamento com os títulos americanos. Hoje vemos certo exagero no otimismo, com certa complacência com os riscos à frente – execução das medidas de arrecadação, reunião do CMN, entre outros. Assim, iniciamos posições, ainda pequenas, tomadas em juros entre 1 e 2 anos, onde o mercado já precifica Selic novamente em 1 dígito. Também carregamos estruturas de opções na direção da postergação do ciclo de corte de juros.

Ainda, algumas das posições de valor relativo tiveram seus objetivos atingidos e assim, no momento, a estratégia foi reduzida.

Sobre a parcela de crédito do SulAmérica Capital, ampliamos ela para 39% do portfólio, o período recente adicionou convicção a leitura de normalização deste mercado e de ganhos potenciais nos próximos meses.

Retornos Renda Variável



Cenário Macro

Economia Brasileira

A atividade econômica brasileira teve um começo de ano mais forte que o inicialmente esperado. A melhora pode se ser resumida no dado do PIB do 1º trimestre, que teve variação de 1,9% T/T contra mediana de expectativas do mercado de 1,2% T/T. A variação em 4 trimestres do PIB subiu entre o final de 2022 e o começo de 2023, de 2,9% para 3,3%, ou seja, a recuperação após o fim dos efeitos da pandemia parou de desacelerar, como estava fazendo desde o final de 2021, e voltou a acelerar.

No entanto, essa aceleração foi concentrada em alguns setores. A agropecuária foi o maior destaque, com crescimento de 21,6% T/T e 18,8% A/A. Boa parte desse crescimento foi devido à safra recorde de alguns produtos, como soja, que teve aumento de 24,7%, e milho (8,8%). A extração mineral também teve ganho considerável, com crescimento de 7,7% A/A.

Esse crescimento forte de alguns componentes da oferta contrasta com o desempenho da demanda interna. A absorção doméstica, a soma de consumo das famílias, investimento e gastos do governo, teve queda de -0,4% T/T na margem e seguiu desacelerando nas comparações A/A. O crescimento da absorção doméstica passou de 4,0% A/A no 2º e 3º trimestre de 2022 para 3,4% A/A no 4º trimestre de 2022 e 2,6% A/A no 1º trimestre de 2023. O destaque negativo da demanda interna foi a formação bruta de capital fixo, que teve queda de -3,4% T/T no 1º trimestre de 2023, após já ter contraído -1,5% T/T no 4º trimestre do ano passado. O consumo das famílias também desacelerou, de 0,4% T/T para 0,2% T/T no mesmo período.

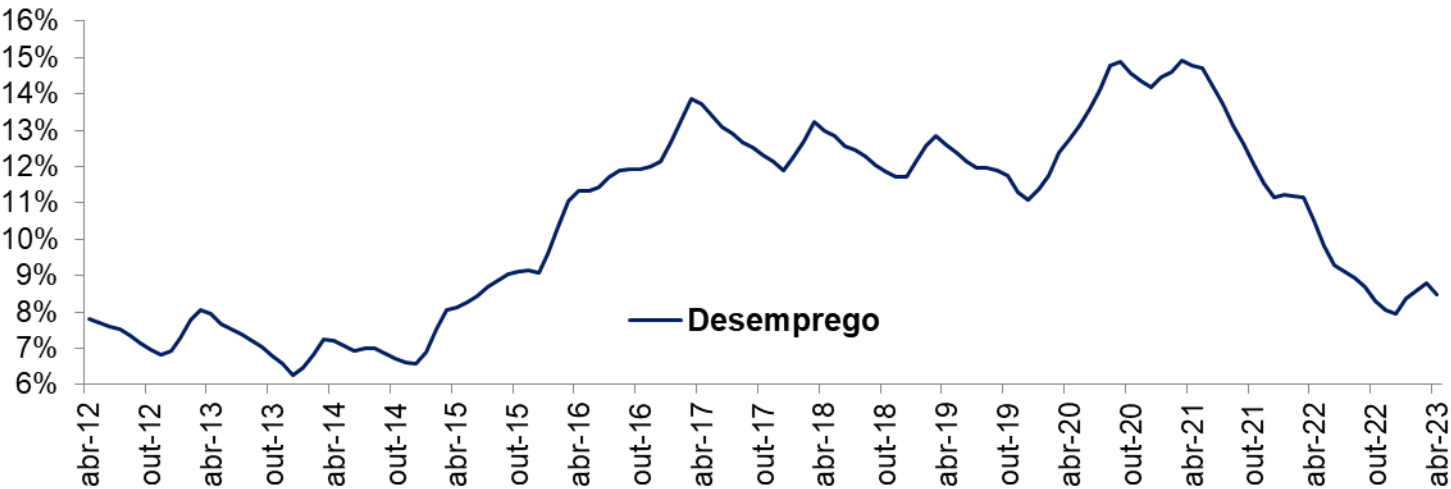
O carregamento estatístico para o PIB de 2023 subiu, de 0,9% antes da divulgação desse dado para 2,4% após ele. Uma desaceleração mais lenta do PIB, passando de 2,9% em 2022 para algo entre 1,5% e 2,5%, não pode ser descartada, mesmo

não sendo o cenário base da SulAmérica Investimentos.

Mas, mais importante que o PIB, a atenção talvez devesse se concentrar no mercado de trabalho, que ainda mostra sinais de força. A taxa de desemprego dessazonalizada segue diminuindo, tendo ficado em 8,2% em abril, uma queda de 2,0 pp em relação ao nível visto um ano antes, de 10,2%. Isso é reflexo em sua maior parte do aumento do pessoal ocupado (PO). A taxa de crescimento do PO está desacelerando, como era de se esperar devido ao aperto monetário e diminuição de fôlego da recuperação pós-Covid com a normalização de mobilidade, passando de 10,3% A/A em abr/22 para 4,5% A/A em abr/23. Mas essa taxa de expansão ainda é muito forte, e tem resultado na taxa de desemprego atingindo níveis não vistos desde 2015. Os dados de emprego formal do CAGED também mostram isso, com desaceleração ainda muito tímida dos postos de trabalhos criados (700 mil nos primeiros quatro meses de 2023, contra 816 mil no mesmo período de 2022).

O crescimento mais forte da atividade geral no começo de 2023 e a resiliência do mercado de trabalho atrapalham um pouco o cenário de antecipação dos cortes de juros pelo Banco Central para, por exemplo, a reunião de junho. A preocupação que membros do COPOM mostraram com a possibilidade de hiato do produto e crescimento potencial menores, como vista na última ata, faz sentido. O cenário da SulAmérica Investimentos segue sendo de corte de juros iniciando no 3º trimestre de 2023, quando a desaceleração econômica poderá ser vista de forma mais inconteste, sem a “contaminação” do dado mais forte de agropecuária ou quando o mercado de trabalho der sinais mais claros de enfraquecimento.

Brasil – Taxa de desemprego dessazonalizada



Cenário Macro

Economia Internacional

O FOMC (Comitê de Mercado Aberto do Federal Reserve, o banco central dos EUA) terá reunião no dia 14 de junho e há grande incerteza sobre qual será sua decisão. Um cenário muito incerto, com choques de tamanho desconhecidos de uma crise bancária fazem com que haja chance de um cenário antes considerado improvável poder ocorrer: uma pausa no ciclo de aperto monetário em junho, seguida de retomada de altas nas reuniões seguintes.

Diversos membros do FOMC indicaram que aceitariam esse cenário. Dos atuais membros votantes, pelo menos dois (Phillip Jefferson, provável indicado a vice-presidente do Fed, e Patrick Harker, presidente do Fed de Filadélfia) fizeram discursos mostrando defender esse curso de ação. As principais razões para adotar essa postura seria poder conhecer mais dados econômicos antes de fazer uma decisão sobre a necessidade de aperto monetário adicional.

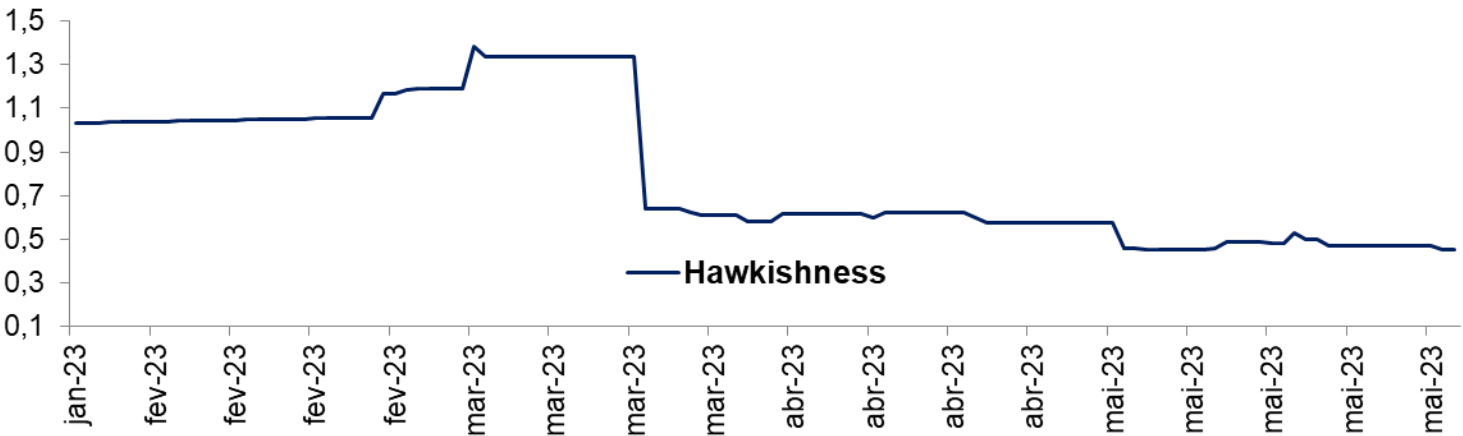
A crise bancária americana teve início na metade de março, e seus efeitos ainda não são plenamente conhecidos. Há uma suspeita de que ela deve ocasionar um aperto na concessão de empréstimos bancários, mas há poucos dados mostrando se isso ocorreu ou não. Apenas uma pesquisa de condições de empréstimo (SLOOS, Senior Loan Officer Opinion Survey) foi divulgada, referente ao final de março. Ela mostrou piora nessas condições de crédito, mas apenas seguindo a tendência que já estava sendo determinada pelo aumento de juros básico feito nos 12 meses anteriores. A decisão por uma pausa condicional, portanto, seria feita para indicar que os membros do FOMC aguardariam mais dados antes de tomar uma decisão. Harker, em especial, falou que estaria disposto a voltar a subir os juros em 25 pb uma vez a cada duas reuniões do FOMC, como foi feito no ciclo de 2018-2019, ao invés do que ocorreu nesse último ciclo, em que 500 pbs de aumento ocorreram em 14 meses.

Ao mesmo tempo em que esses membros

defendem pausa (e alguns até algo mais próximo do fim do ciclo, como Austan Goolsbee, presidente do Fed de Chicago), outros indicaram que seguiriam votando por aumentos de juros em junho. Dos membros votantes do FOMC, Christopher Waller, Neel Kashkari (presidente do Fed de Minneapolis) e Lorie Logan (presidente do Fed de Dallas) deram indicações que estariam nesse campo. Outros membros não votantes nesse ano também defendem essa posição, como Loretta Mester, do Fed de Cleveland, e James Bullard, do Fed de St Louis. O principal ponto para eles é a desinflação estar ocorrendo de forma mais lenta do que era esperado ou desejado, com aumento da inflação de serviços na margem, além do mercado de trabalho ainda dar sinais de estar apertado, com a taxa de desemprego no nível mais baixo desde 1969.

Ao final, a decisão do FOMC da próxima reunião parece que deve ser bem dividida, com argumentos bons para os dois lados. Na opinião da SulAmérica Investimentos, o comitê não subirá a taxa de juros em junho, com um comunicado indicando que poderá subir a taxa de juros novamente em uma próxima reunião. Esse tipo de comunicação foi usado por quase todos os bancos centrais que pararam de subir juros nos últimos meses, com poucas exceções (como o México). O efeito aumento nas reuniões seguintes, como em julho, deve depender dos dados que serão divulgados até lá. Nas projeções da SulAmérica Investimentos, a inflação deve cair de forma mais lenta no segundo semestre de 2023 e primeiro semestre de 2024, mas não a ponto de tornar o cenário de voltar a subir (skip a reunion) como mais provável. O cenário mais provável segue sendo o FOMC manter a taxa de juros de 5,00% estável por período prolongado para desinflacionar a economia, demorando mais tempo para iniciar o ciclo de corte (na segunda metade de 2024 no cenário da SulAmérica).

EUA – Discursos FOMC – Gráfico Hawkishness (+ alto = + hawk)



Comportamento do mercado

Nos EUA, na medida em que o estresse bancário parece contido, os mercados reagiram ao impasse nas negociações para uma extensão do teto da dívida norte americana, o que refletiu em alta dos juros futuros e redução dos ganhos do S&P. Por outro lado, o movimento de aversão a risco fez o dólar se fortalecer frente a outras moedas. A inflação ao consumidor teve variação de 0,4% M/M em abril, superior à do dado anterior e consistente com alta de 4,9% na comparação interanual. O núcleo da inflação medida pelo PCE avançou para 4,7%, acima da meta de 2% perseguida pelo Fed. No front da atividade, os dados têm se mostrado, no todo, resilientes. O PIB do 1º trimestre foi revisado para cima, de 1,1% T/T anualizado para 1,3%, ao passo que os dados referentes ao mercado de trabalho seguem aquecidos. Em termos de política monetária, o Fed elevou o intervalo da taxa básica de juros em 25 pb para 5,0%-5,25%, conforme o esperado. A sinalização do comunicado teve tom compatível com uma diminuição da possibilidade de novas altas de juros, indicando que o ciclo de aperto estaria próximo do fim. Discursos recentes de membros do Fed sugerem um comitê possivelmente dividido e decisão da próxima reunião ainda não é consensual.

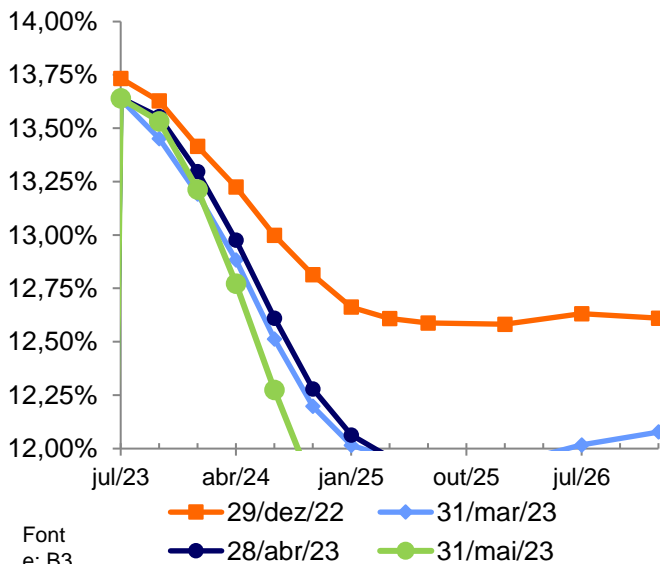
Na Zona do Euro, o foco permanece sobre a persistência da dinâmica inflacionária, o que tem mantido o ECB na direção de continuidade do ciclo de aperto de juros. O núcleo da inflação ao consumidor tem se mantido em patamares historicamente elevados (5,6% A/A em abril) e incompatíveis com o cumprimento do regime de metas, tendo os preços de serviços ainda pressionados. O ECB elevou as taxas referenciais em 25 pb na reunião de maio, em linha com o esperado pelos mercados, enquanto membros do comitê têm mantido o tom hawkish e sinalizado que ainda há trabalho a ser feito em termos de aperto monetário, indicando que uma pausa do ciclo

não deve ser iminente. Por outro lado, os dados de atividade começam a mostrar desaceleração.

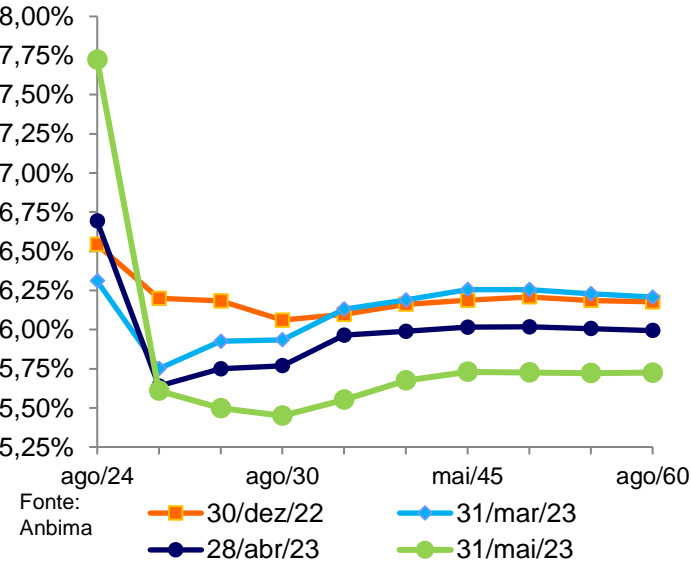
Na China, com surpresas baixistas de inflação e ausência de pressões no panorama inflacionário, o foco permanece sobre a recuperação da atividade no pós-reabertura e a calibragem dos estímulos para o crescimento de 2023. A bateria de dados de atividade referentes a abril, divulgada neste mês, surpreendeu negativamente as expectativas de mercado ao mostrar a produção industrial, as vendas no varejo e os investimentos em ativos fixos mais fracos do que o esperado. Os PMIs também desaceleraram em maio, ainda que o setor de serviços siga em campo expansionista. Assim, o foco maior das autoridades deve ser sobre estímulos fiscais e monetários mais calibrados, a exemplo de novos cortes de reservas bancárias compulsórias.

No Brasil, a performance dos ativos domésticos em maio foi associada a componentes idiossincráticos e a uma percepção mais construtiva dos mercados quanto ao novo arcabouço fiscal, o que refletiu em ganhos em bolsa local e descompressão de juros futuros. A inflação medida pelo IPCA-15 de maio registrou alta de 0,51% M/M, abaixo do esperado pela SulAmérica Investimentos e pelo consenso de mercado (0,64% M/M). A surpresa baixista no headline foi acompanhada por uma composição qualitativa mais positiva, corroborando a leitura de continuidade de um processo de desinflação volátil. No front da atividade, a divulgação do PIB do 1º trimestre mostrou crescimento acima do esperado (4,0% A/A vs. 3,2%), mas com composição mista. Do lado da oferta, o setor agropecuário teve crescimento robusto e acima do esperado, enquanto do lado da demanda, os componentes associados à absorção interna, como consumo e investimentos, indicaram desaceleração.

Curva de Juros Nominais



Curva de Juros Reais



Índices de mercado

Variação	Maio	Ano	Variação	Maio	Ano
CDI	1,12%	5,37%	IGP-M	-1,84%	-2,58%
IBOV	3,74%	-1,28%	IPCA-15	0,51%	3,12%
IBX-50	2,92%	-3,51%	IRF-M	2,20%	7,34%
IBX-100	3,59%	-2,09%	IMA-B 5	0,57%	5,93%
US\$	1,90%	-2,33%	IMA-B	2,53%	8,76%

Economia Brasileira
Projeções

		2018	2019	2020	2021	2022	2023(p)
PIB - crescimento real	Var %	1,8	1,4	-3,3	4,6	2,9	1,3
IPCA	% ao ano	3,8	4,3	4,5	10,1	5,8	5,4
Meta IPCA	% ao ano	4,5	4,3	4,0	3,8	3,5	3,25
IGP-M	% ao ano	7,6	7,3	23,1	17,8	5,4	0,1
Juro Selic - média ano	% ao ano	6,6	6,0	2,8	4,8	12,5	13,5
Juro Selic - dezembro	% ao ano	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	12,25
Tx Câmbio - média ano	R\$/US\$	3,65	3,95	5,16	5,39	5,16	5,05
Tx Câmbio - dezembro	R\$/US\$	3,88	4,11	5,15	5,65	5,28	5,00
Risco País (CDS)	bps	208	99	143	205	254	225
Resultado Fiscal Primário	% do PIB	-1,5	-0,8	-9,5	0,7	1,3	-1,0
Dívida Líquida	% do PIB	52,8	54,6	63,0	57,3	57,5	60,6
Dívida Bruta	% do PIB	75,3	74,3	89,2	80,3	73,5	78,0

(p) projeções

Disclaimer

Taxa de administração: é apropriada diariamente sendo paga mensalmente até o 10º dia útil do mês subsequente ao vencido. Taxa de Performance: O valor devido como taxa de performance será pago semestralmente, por períodos vencidos, ou no resgate de cotas, o que ocorrer primeiro. Este documento foi produzido pela SulAmérica Investimentos, com fins meramente informativos não se caracterizando como oferta ou solicitação de investimento ou desinvestimento de ativos; Apesar do cuidado utilizado tanto na obtenção quanto no manuseio das informações apresentadas, a SulAmérica Investimentos não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem tampouco por decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste documento, as quais podem inclusive ser modificada sem comunicação; RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDA DE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO FGC. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. LEIA A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. ESTE FUNDO UTILIZA ESTRATÉGIAS QUE PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS, PODENDO INCLUSIVE ACARRETAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO E A CONSEQÜENTE OBRIGAÇÃO DO COTISTA DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS, PARA COBRIR O PREJUÍZO DO FUNDO. Não há garantia de que o fundo terá tratamento tributário para fundos de Longo Prazo. MANTENHA SEMPRE SEUS DADOS CADASTRAIS ATUALIZADOS. A ATUALIZAÇÃO CADASTRAL É FUNDAMENTAL PARA UMA COMUNICAÇÃO MAIS EFICIENTE, SEGURA E CONTÍNUA. EM CASO DE DÚVIDAS, LIGUE PARA NOSSA CENTRAL DE RELACIONAMENTO PELO NÚMERO 0800 0178700 OU ENVIE E-MAIL PARA investimentos@sulamerica.com.br. Ouvidoria: 0800 725 3374. SAC I Reclamações, Cancelamentos e Informações Institucionais: 0800-722-0504.

Para mais informações, acesse: www.sulamericainvestimentos.com.br

