



# Carta do Gestor

Setembro de 2023



# BV asset

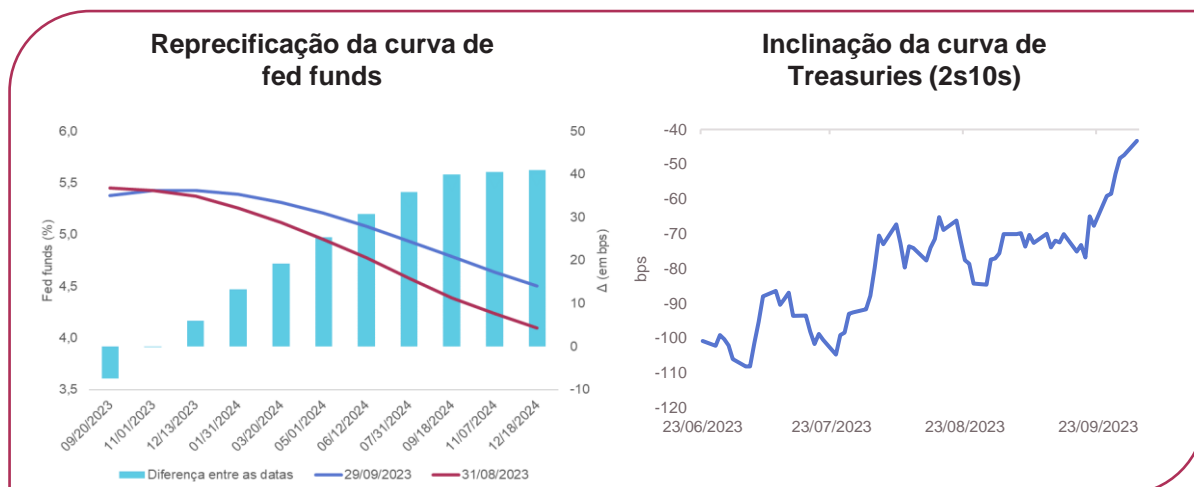
## Carta aos Cotistas

### O Cenário Macroeconômico – Setembro 2023

O ajuste altista na rentabilidade dos títulos públicos de diversos países seguiu-se em setembro. Passada nova rodada de reuniões de política monetária dos principais bancos centrais, a qual parece corroborar, grosso modo, a tese de encerramento do ciclo de juros em território restritivo, a temática prevalecente agora situa-se na duração desse estágio corrente e nas causas do comportamento recente das curvas de juros.

As autoridades monetárias mostraram-se divididas entre elevações marginais e sinalizações moderadas, como o caso mais emblemático no mês sendo o Banco Central Europeu, que subiu a taxa de depósito em +25 bps para 4,00%, mas descreveu que o patamar atual, mantido por tempo suficiente, contribuirá substancialmente para a inflação retornar ao objetivo, passando por manutenções com votações não consensuais, como o Banco Central da Inglaterra, e promessas de novas altas marginais de juros por outros bancos centrais (Fed, RBA, BoC).

Nos EUA, o Fomc optou novamente por “pular” uma reunião e manteve o fed funds no intervalo entre 5,00% - 5,25% a.a. Todavia, o comitê sinalizou nova alta até o final do ano e ajustou o cenário de cortes para 2024 de 4x-25 bps para apenas dois, acarretando certo ajustamento na precificação de mercado para os próximos encontros. Mas o que tem chamado mais a atenção é a abertura em maior intensidade das taxas das partes intermediária e longa da curva de Treasuries, dinâmica contrária à usualmente observada nesse estágio do ciclo monetário.



Dos possíveis fatores que a justificam, já anteriormente citados nesse espaço, estão (i) a questão fiscal de médio prazo nos EUA; (ii) maior necessidade de emissões de Treasuries (USTs); (iii) processo de redução do balanço do Fed; e (iv) atuação de outros bancos centrais, notadamente o chinês (PBoC) e o do Japão (BoJ), que poderiam estar vendendo USTs para conter as respectivas depreciações das moedas no atual momento de divergências entre as políticas monetárias.

Entrementes, discute-se o possível deslocamento para cima da taxa neutra de juros por lá, dada a resiliência demonstrada, por ora, pela economia estadunidense. De fato, mesmo com os juros reais da USTs de 10 anos atualmente superando os +2%, o Fomc revisou para cima as projeções para o PIB e, conseqüentemente, para baixo as da taxa de desemprego.

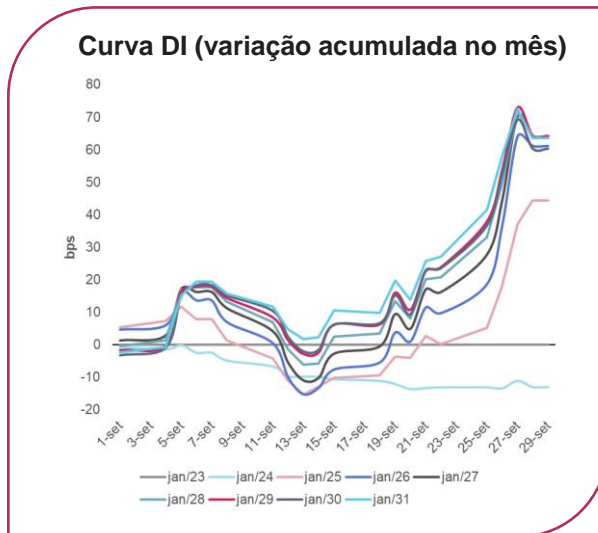
Embora reconheçamos os méritos das hipóteses acima mencionadas, ainda acreditamos que os efeitos defasados da política monetária restritiva far-se-ão sentir na atividade econômica nos próximos trimestres. Na verdade, vemos esse aumento atual das taxas como risco adicional para correção dos ativos financeiros.

Esse contexto global determinou a dinâmica dos ativos locais.

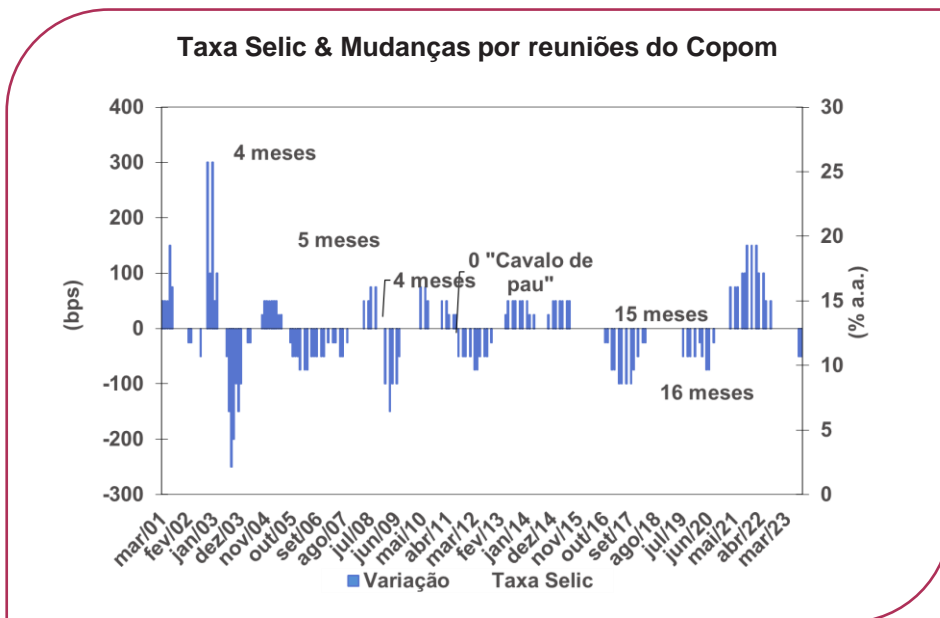
Diante das incertezas sobre o impacto arrecadatário das medidas fiscais anunciadas, mesmo com a aprovação de algumas delas pelo Congresso e outras ainda pendentes de apreciação e, portanto, sujeitas a alterações, com os resultados concretos nas contas públicas sendo conhecidos apenas ao longo do tempo, as preocupações com o cumprimento do novo marco fiscal, que prevê equilíbrio do resultado primário já para 2024, vieram novamente à tona.

Ainda sem ajustes significativos do lado das despesas, agora condicionadas à expansão das receitas líquidas, o cenário de atingimento das metas fiscais mostra-se, de fato, desafiador. O engessamento das despesas obrigatórias e o pouco empenho do governo em reformas como a administrativa, essa potencialmente substituída apenas por projetos de lei e portarias para temas como abertura de concursos e limitação de supersalários de determinadas categorias, resultam na necessidade de busca de receitas extraordinárias e eventual contingenciamento de gastos discricionários ao longo do próximo ano.

Assim, a curva doméstica de juros acabou por apresentar movimento similar aos pares internacionais, com abertura de taxa em toda sua estrutura, mas principalmente em seus vértices de vencimentos mais longos.



Do lado monetário, o Copom cortou novamente a taxa Selic em 50 bps para agora 12,75% a.a. Diferentemente da reunião anterior, quando se iniciou o ciclo de flexibilização monetária e quatro diretores votaram por um ajuste menor, desta vez a decisão foi unânime.



Nos documentos que justificaram a decisão, o comitê qualificou o ambiente externo como mais incerto, com continuidade do processo de desinflação, embora com os núcleos ainda elevados e mercados de trabalho resilientes.

Notaram-se a elevação das taxas de juros de longo prazo dos EUA e a perspectiva de menor crescimento na China. No primeiro caso, a dinâmica estaria relacionada a fatores anteriormente mencionados, como a questão fiscal com déficits persistentes, a menor demanda externa pelos países estrangeiros e a redução do balanço do Fed. No último, discutiu-se sobre o caráter estrutural da desaceleração, atenuada pelas respostas contracíclicas do governo chinês.

No cenário local, observou-se maior resiliência da atividade econômica, porém se antecipando uma desaceleração da economia nos próximos trimestres. Destacou-se, como esperado, a elevação da inflação no acumulado em doze meses, porém com queda das medidas subjacentes na margem, ainda que se situem acima da meta.

O comitê reforçou a necessidade de perseverar com uma política monetária ainda contracionista até que se consolide tanto o processo de desinflação como também da ancoragem das expectativas em torno das metas.

Dessa forma, antecipamos que o Copom siga, por ora, com ajustes nessa magnitude, evitando movimentos que exacerbem a precificação por cortes mais intensos. Condicionado à evolução de consolidação das contas públicas primárias, tal estratégia aumenta as chances de reancoragem das expectativas de inflação para o centro da meta. Conseqüentemente, com mais dois encontros do Copom até o final do ano, a taxa Selic encerraria 2023 em 11,75%.

# Juros e Inflação

A retórica que dominou o mercado de renda fixa no mês de setembro foi a abertura abrupta das taxas de juros globais tanto dos países desenvolvidos como dos países emergentes, mais especificamente, os títulos de vencimentos mais longos. Como mencionado no cenário macro, a resiliência da economia americana, combinada com uma possível paralisação do governo americano e um FED mais agressivo, pesou sobre o sentimento do mercado, o que levou a Treasury de 10 anos atingir o maior patamar desde 2007, encerrando o mês em 4,57%, +40 pontos. Olhando para os países desenvolvidos, os rendimentos de 10 anos europeus atingiram as máximas de 12 anos, os rendimentos de 30 anos do Reino Unido atingiram as máximas desde o "miniorçamento" proposto ano passado, e os títulos japoneses de 10 anos aproximaram-se do limite de referência do BoJ de 1%. Dos mercados emergentes, os títulos de 10 anos do México abriram 70 pontos depois do anúncio do orçamento expansionista, e os juros brasileiros dos vencimentos mais longos abriram 48 pontos. Do cenário local, ainda permaneceram as incertezas sobre o fiscal, o que acentuou o movimento nos juros de prazos mais longos, como comentado anteriormente.

Vemos assimetria na curva de juros nominal, principalmente nos vencimentos intermediários/longos, por acreditar que a Selic terminal será menor do que a precificada atualmente pelo mercado com a adição de que a economia americana irá desacelerar no final do ano. Mantemos posições aplicadas em juros nominal e juro real na parte intermediária da curva com hedge nas Bs de vencimento mais curto.

# Crédito Privado

O mês de setembro foi um mês positivo para os fundos de crédito privado. Observamos que os principais ativos que apresentaram fechamento foram os indexados ao CDI, nas maiores escalas de rating e nos setores de infraestrutura e financeiro. Os ativos com ratings mais penalizados e em setores que ainda não tiveram uma recuperação importante (e.g. varejo, indústria) continuaram precificados com spreads mais abertos e sem sinalização de fechamento no curto prazo. Os fundos continuam apresentando bom nível de carregamento e boas perspectivas de retorno para os próximos meses. Acreditamos que a velocidade de fechamento dos spreads daqui para a frente deve desacelerar, a despeito do nível de spread dos ativos CDI+ ainda estar acima dos níveis observados no final de 2022.

O movimento dos spreads de crédito impactou positivamente a rentabilidade dos ativos de crédito privado em setembro. Na amostra de 384 debêntures precificadas pela Anbima, verificamos um fechamento de aproximadamente 6 bps nos ativos indexados ao CDI+<sup>1</sup>. A taxa média da amostra como um todo é de aproximadamente CDI+2,23% a.a. e a duration média é de 2,38 anos.

Os índices IMA-B e IMA-B 5 tiveram um retorno menor que o CDI em setembro. A abertura da curva real de juros nas partes média e longa da curva explica essa diferença. Além desse movimento negativo, os ativos de crédito indexados ao IPCA também apresentaram uma leve abertura dos spreads de crédito. Em nosso acompanhamento de 365 ativos indexados ao IPCA+<sup>1</sup>, observamos um movimento de abertura de 3 bps nos spreads de crédito. A taxa média destes papéis está em aproximadamente IPCA + 6,96% ante IPCA + 6,69% no fechamento do mês anterior, e a duration média atual é próxima de 4,88 anos.

# Crédito Privado

Nosso portfólio de crédito permanece com boa diversificação de nomes em empresas high grade. Seguimos equilibrando os portfólios entre emissões bancárias e corporativas, buscando de maneira gradativa aumentar a duration do portfólio com objetivo de capturar o cenário mais benéfico de taxa de juros que enxergamos para os próximos meses.



# Moedas

No mês de setembro, o DXY valorizou 2,75%, maior patamar no ano, fechando o mês no 106. Com exceção do SEK e do NZD, as outras moedas dos países do G10 perderam valor frente ao dólar, com destaque negativo para a libra e o franco suíço, que tiveram o pior desempenho entre os pares. Entre os fatores que apoiaram a valorização do dólar, estão os dados de mercado de trabalho e os números do PPI acima do esperado e, como comentado no cenário macro, a reunião do Fomc, que alterou a mediana dos dot plots para o final de 2024 e 2025, implicando um ritmo mais lento de cortes nas taxas.

A libra caiu quase 4% no mês, devolvendo quase todos os ganhos no ano. Além do fator EUA, os dados de inflação subjacentes mais fracos também pesaram na libra, em conjunto com a decisão do Banco da Inglaterra, o qual, em uma decisão inesperada, manteve as taxas de juros em 5,25%. O euro também perdeu valor à medida que a divulgação dos dados de atividade na Zona do Euro mostrava um crescimento anêmico, o qual, aliado com as projeções de crescimento do Banco Central Europeu para 2023, 2024 e 2025 sendo revistas para baixo, levou o euro para os patamares de 1,05. O dólar australiano ficou boa parte do mês estável, mas perdeu força depois dos dados mais fracos de vendas no varejo. O iene ultrapassou 149 por dólar pela primeira vez desde o ano passado, acompanhando a abertura das Treasuries e os dados mais fortes de atividade nos EUA.

Apesar da recente valorização do dólar, continuamos a acreditar que os juros nesses patamares se mantendo mais altos por mais tempo, ou mais altos do que se encontram hoje, levarão a uma contração da economia americana, com efeitos sobre o mercado de trabalho, os quais levarão à desvalorização do dólar.

# Renda Variável

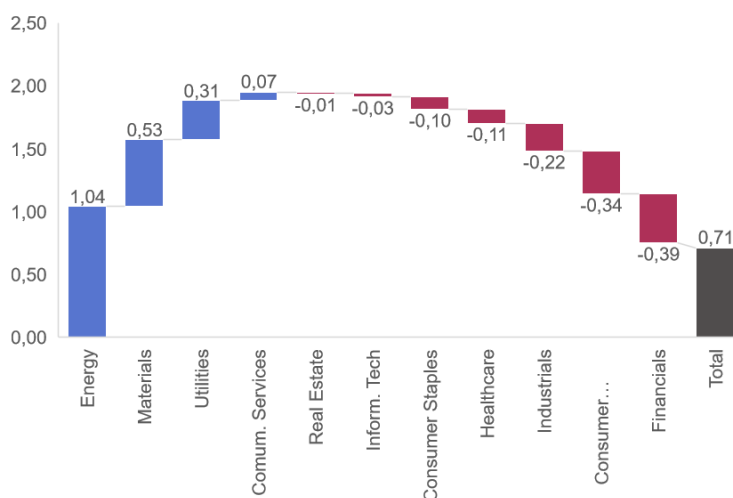
A continuidade do movimento de forte alta nas taxas de juros longas americanas contaminou a curva de juros de outras economias, configurando um cenário bastante adverso para ativos de risco. O movimento recente de alta do petróleo, beirando novamente o patamar de US\$ 100/barril, trouxe ainda mais pressão nesse contexto. O S&P fechou o mês em queda de 4,9%, no pior resultado de 2023.

No Brasil, as preocupações fiscais ganharam força, dadas as incertezas de medidas arrecadatórias, além de nenhuma sinalização de ajustes significativos de despesas. Esse cenário, somado ao contexto internacional adverso, fez com que a curva de juros mais longa apresentasse forte abertura ao longo do mês. Com relação à política monetária, o Copom reduziu a taxa Selic em 50 bps, entretanto indicou que não há espaço para uma aceleração do ritmo de corte no contexto atual, frustrando a expectativa de parte do mercado.

O Ibovespa fechou o mês em alta de 0,71%, puxado especialmente pelas empresas de petróleo, em especial Petrobras, dada a alta do barril em setembro. Setorialmente, vimos performances muito distintas no mês, sendo o Ibovespa beneficiado pela forte participação das empresas de commodities, que sustentaram o índice. Empresas mais ligadas à dinâmica doméstica e mais sensíveis à curva longa de juros tiveram desvalorizações relevantes em setembro. O SMLL, um índice que reflete mais essas empresas, apresentou queda de 2,84% em setembro. O gráfico abaixo mostra a contribuição de resultado de cada setor no índice Ibovespa em setembro.

# Renda Variável

**Contribuição de cada setor no índice Ibovespa – Setembro/2023**



O movimento de forte realização de preços que temos visto em ativos ligados à economia local tem gerado oportunidades muito interessantes de alocação, respeitando nossos filtros de qualidade e focando em empresas desalavancadas, com entrega consistente de resultado e líderes de mercado. Não temos como prever o timing de recuperação de preço dos ativos, mas nos sentimos muito confortáveis em aumentar as posições nesses níveis de preço.



## 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.