



Carta do Gestor

Outubro de 2023

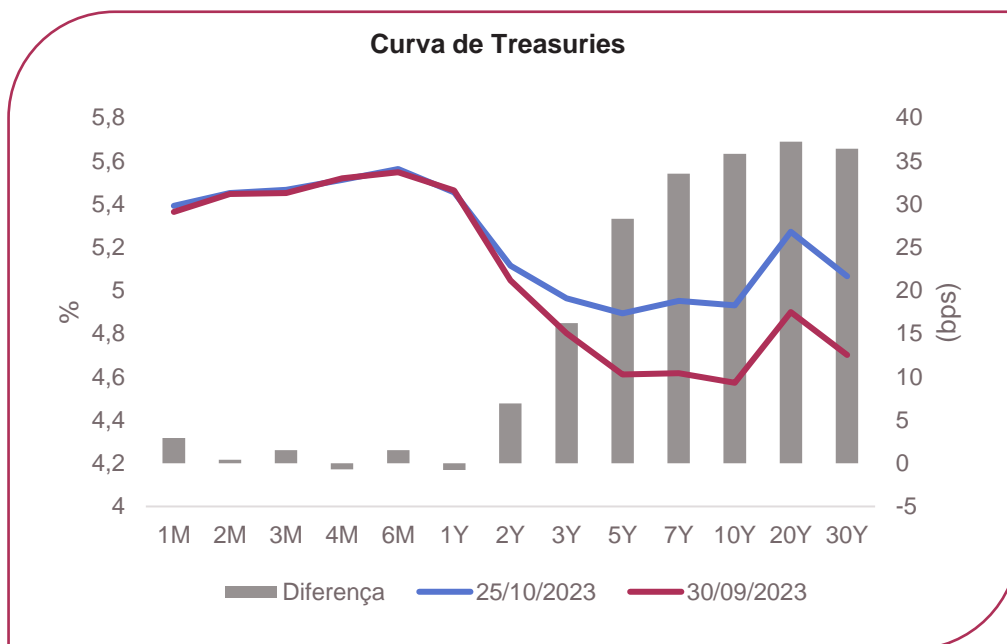


BV asset

Carta aos Cotistas

O Cenário Macroeconômico – Outubro 2023

A temática sobre o ajustamento do prêmio a termo da curva de Treasury (USTs) continuou prevalecente nos mercados em outubro. Os títulos com vencimentos de médio e longo prazo seguiram a trajetória ascendente pelo 6º mês consecutivo, com os vértices de 10 e 30 anos, superando, novamente, os 5% depois de 16 anos. Nesse mês, contudo, a expectativa sobre os próximos passos da política monetária nos EUA manteve-se, grosso modo, inalterada, com o mercado precificando apenas uma pequena probabilidade de novas ações pelo FOMC.



Conforme discutimos nas Cartas anteriores, as preocupações com a questão fiscal de médio prazo nos EUA, a maior necessidade de emissões de USTs, a redução do balanço do Fed e a atuação de outros bancos centrais, notadamente o chinês (PBoC) e o do Japão (BoJ), que estariam vendendo USTs para conter as respectivas depreciações das moedas no atual momento de divergências entre as políticas monetárias, continuam sendo apontados como os fatores responsáveis pela abertura da inclinação da curva de USTs.

Essa dinâmica impôs um novo aperto das condições financeiras por lá, com impacto estimado equivalente a quase três altas de 25bps do Fed Funds. Dessa forma, os dirigentes do Fed reconheceram, nas semanas anteriores à reunião do FOMC do começo de novembro, que a indicação dos Dot Plots de setembro, de nova alta da taxa de juros até o final deste ano, talvez, não tivesse que ser implementada. Assim, o FOMC manteve pelo segundo encontro consecutivo os Fed Funds em 5,00-5,25%.

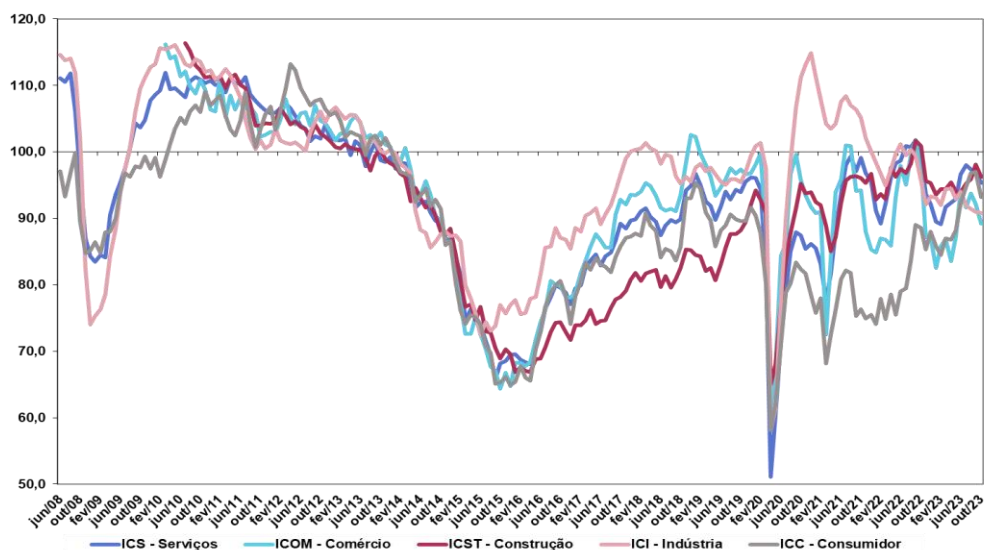
Embora o comitê tenha deixado a possibilidade de altas adicionais, caso sejam necessárias, avaliamos que o ciclo monetário convencional tenha chegado ao seu término. Não apenas o Fed, mas os demais bancos centrais de economias avançadas como, Austrália (RBA), Canadá (BoC), Reino Unido (BoE) e Zona do Euro (ECB) elevaram a barra para ajustar, novamente, a taxa básica de juros, optando por mantê-la em patamar restritivo e aguardar informações mais compreensivas sobre atividade e inflação. Concomitantemente, a redução do balanço dessas instituições por meio do vencimento de títulos sem reposição integral segue enxugando liquidez no sistema.

Mantemos o cenário de que a restrição das condições monetárias levará à desaceleração da atividade econômica mundial, com riscos de recessão ainda presentes. Tal processo deverá ajudar o processo de desinflação ora em curso.

Em dinâmica distinta das economias e regiões anteriormente citadas, a China anunciou novos estímulos, dessa vez, vindos do lado fiscal. Com restrições para flexibilização ampla da política monetária, em contexto de taxas de juros globais altas, o governo aprovou ampliação do déficit público em Rmb 1 trilhão, ou +0,8% PIB, com ½ dedicado ainda para o 4T23 e o restante a ser despendido em investimento em infraestrutura para 2024. Ademais, o comitê do Congresso Nacional do Povo renovou a autorização para emissões antecipadas de governos locais antes da reunião formal de março do ano que vem.

No cenário doméstico, destacam-se os dados econômicos mais recentes, sugerindo uma leve retração do PIB no 3T23. As sondagens de confiança dos agentes do começo do último trimestre do ano também trouxeram um quadro de perda de dinamismo da atividade, mesmo com a resiliência do mercado de trabalho e início do processo de distensão monetária.

Sondagens da Confiança – Média simples das principais pesquisas (FGV)



Esse quadro pode estar por trás da sinalização por parte do presidente Lula, preocupado com o potencial impacto na popularidade de seu governo de uma eventual desaceleração mais pronunciada da atividade doméstica, dada em entrevista no dia 27 de outubro sobre o cumprimento da meta fiscal para 2024.

Entre cumprir o equilíbrio das contas primárias, mesmo com o Novo Marco Fiscal estipulando uma banda inferior possível de -0,25% do PIB para o próximo ano, e gastar bilhões em obras prioritárias, o mandatário explicitou o desejo pelo último, minando ainda mais a credibilidade do objetivo proposto pelo próprio governo e aprovado pelo Congresso.

O ministro da Fazenda, Haddad, ainda tentou atenuar tais impactos negativos no mercado ao associar a decepção das receitas do governo em um ambiente de crescimento do PIB à erosão da base arrecadatória em anos anteriores, e à possibilidade de antecipar o anúncio de medidas previstas para 2024 de tal forma a atingir a meta fiscal naquele ano. A princípio, não colou.

Agora, será necessária celeridade do Congresso para aprovar projetos ainda pendentes de apreciação nas Casas e as potenciais que poderão vir. Mesmo que haja correção de rumo, certamente, os ruídos gerados no atual momento de preocupações fiscais em outras economias não foram bem recebidos e devem seguir por certo período, até maior clareza do compromisso do governo com o arcabouço fiscal.

Conforme amplamente esperado, o Copom cortou novamente a taxa Selic em 50bps para, agora, 12,25% a.a. Novamente, a decisão foi unânime.

No comunicado, o comitê qualificou o ambiente externo como adverso, em função da elevação das taxas de juros de prazos mais longos nos EUA, da resiliência dos núcleos de inflação em níveis ainda elevados em diversos países e de novas tensões geopolíticas. Avaliou-se que o cenário exige atenção e cautela por parte de países emergentes.

No ambiente doméstico, destacou-se que o conjunto dos indicadores de atividade econômica segue consistente com o cenário de desaceleração da economia nos próximos trimestres. Já a inflação manteve trajetória de queda, mas tanto o índice cheio quanto os núcleos continuam acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta de inflação.

Com relação à projeção para o IPCA no cenário de referência, ela apresentou queda de -0,3 p.p. para 4,7% (23), e aumento de +0,1p.p., tanto para 2024 (3,6%) quanto para 2025 (3,2%).

No balanço de riscos, foram mantidos os mesmos da reunião anterior: para baixo, (i) uma desaceleração mais acentuada da atividade econômica global e (ii) os impactos do aperto monetário sincronizado; para cima, (i) uma maior persistência das pressões inflacionárias globais; e (ii) uma maior resiliência na inflação de serviços em função de um hiato do produto mais apertado. Ademais, reforçou-se, novamente, a importância da execução das metas fiscais para a ancoragem das expectativas de inflação.

Dessa vez, avaliou-se que a conjuntura apresenta incerteza acima do usual, em particular advinda do cenário internacional, exigindo cautela na condução da política monetária.

Assim, esperamos que o Copom siga com ajustes dessa magnitude. Com apenas mais um encontro até o final do ano, a taxa Selic encerraria 2023 em 11,75%. Antecipamos ainda que ela vá para um dígito até meados de 2024.

Juros e Inflação

No mês de outubro, o mercado de renda fixa continuou condicionado, em boa parte, a dinâmica das Treasuries e também ao aumento das incertezas fiscais no cenário local. A abertura das taxas dos títulos americanos, como comentado no cenário macro, registrou novas máximas no mês com os títulos de 10 anos, atingindo um pico de um pouco mais de 5% e a curva inclinando significativamente. O impacto nos ativos locais foi direto, a curva de juros nominais abriu cerca de 40pts, especificamente, os vencimentos intermediários, enquanto os vencimentos mais longos abriram cerca de 30pts. Mesmo com dados de inflação mais benignos, a dinâmica internacional, mais as incertezas com relação ao fiscal, colocaram em dúvida se o Copom manteria o ritmo dos cortes, bem como o nível da Selic terminal. Vemos assimetria na curva de juros nominal, principalmente, nos vencimentos intermediários/longos, por acreditar que a Selic terminal será menor 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

A magnitude do fechamento dos *spreads* de crédito no mês de outubro foi mais moderada. Continuamos observando um nível de *spread* no mercado secundário mais alto para o setor de varejo, consumo e indústrias, elevando o nível de *spread* consolidado. Por outro lado, os setores financeiro e de infraestrutura continuam mostrando fechamentos significativos, o que evidencia a seletividade dos investidores demandando mais papéis nessas esferas. A temporada de resultados das companhias do 3T23 iniciou no fim do mês e estamos acompanhando, de perto, para identificar oportunidades ou possíveis deteriorações nos fundamentos. Os fundos de crédito da BV asset continuam apresentando bom nível de carregamento e boas perspectivas de resultado para os próximos meses.

O movimento dos *spreads* de crédito impactou positivamente a rentabilidade dos ativos de crédito privado em outubro. Na amostra de 402 debêntures precificadas pela Anbima, verificamos um fechamento de aproximadamente 3bps nos ativos indexados ao CDI+¹. A taxa média da amostra, como um todo, é de, aproximadamente, CDI+ 2,15% a.a. e a *duration* média é de 2,44 anos.

Mais um mês que os índices IMA-B e IMA-B 5 tiveram retornos negativos e, conseqüentemente, o resultado das debêntures indexadas ao IPCA não é bom. Em contrapartida, no nosso acompanhamento de 387 ativos indexados ao IPCA+¹, observamos um movimento de fechamento de 3bps nos *spreads* de crédito. A taxa média destes papéis está em, aproximadamente, IPCA + 7,27% ante IPCA + 6,96% no fechamento do mês anterior, e a *duration* média atual é próxima de 4,85 anos.

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 capturar a rentabilidade de alguns títulos bancários que fecharam de maneira importante ao longo do último mês.

Moedas

No mês de outubro, o índice DXY valorizou 0,5%, o dólar ganhou valor frente as principais moedas dos países desenvolvidos, com exceção do franco suíço, que foi única moeda do G10 na contramão dos pares. A escalada da Treasury, como comentado no cenário macro, mais a eclosão do conflito entre Israel e Hamas levou à valorização do dólar, que já seguia numa trajetória ascendente desde o mês passado, dado os indicadores econômicos mais fortes da economia americana.

O destaque do mês foi a moeda japonesa, que ultrapassou 151 pela primeira vez em um pouco mais de um ano. Os principais fatores foram a abertura das taxas das Treasuries e a reunião de política monetária do Banco Central Japonês, que manteve a política monetária “ultrafrouxa” e eliminou o Cap de 1% dos títulos de 10 anos. Outro destaque foi o franco suíço, que valorizou em momentos de *risk-off*, dado a guerra entre Israel e Hamas.

Das moedas europeias, o euro conseguiu terminar o mês no zero a zero, à medida que os rendimentos das Treasuries recuavam do pico de 5%. A libra sofreu com os dados mais fracos de atividade e do mercado de trabalho, a moeda ainda tentou se sustentar depois que um membro do Banco Central Inglês fez comentários agressivos sobre a política monetária, mas não conseguiu.

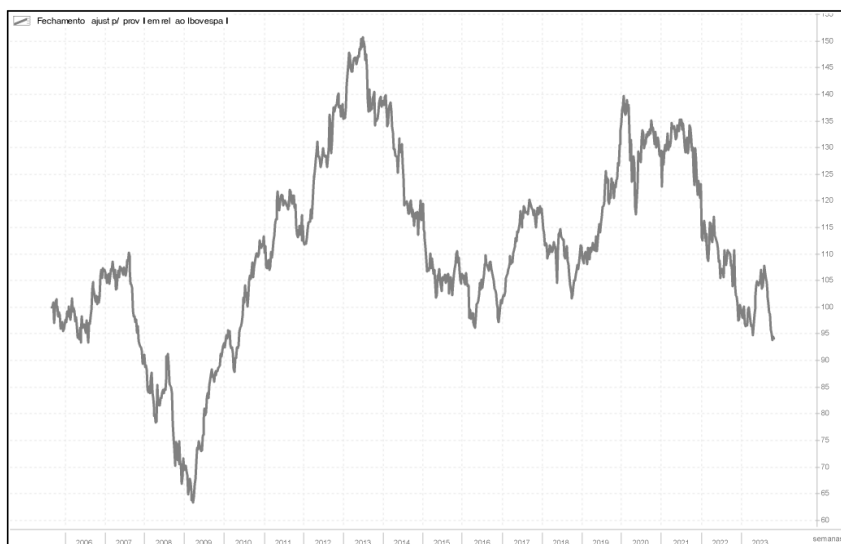
Apesar da recente valorização do dólar, continuamos a acreditar que os juros, nesses patamares se mantendo mais alto por mais tempo ou mais alto do que se encontram hoje, levará a uma contração da economia americana, com efeitos sobre o mercado de trabalho que acarretará na desvalorização do dólar.

Renda Variável

A resiliência da economia americana, somada à deterioração fiscal, seguem pressionando as taxas de juros longas ao redor do mundo e, conseqüentemente, os ativos de risco. A guerra entre Israel e Hamas é o novo elemento de incerteza no cenário internacional. Nem mesmo um começo de temporada de resultados mais fortes para as empresas americanas foi capaz de suportar o S&P500, que fechou o terceiro mês consecutivo em queda, com resultado de -2,2%.

No Brasil, as preocupações quanto ao cenário fiscal se intensificaram no final do mês, após o presidente Lula se posicionar contra o corte de gastos, caso seja necessário para manter a meta primária em 2024. A entrevista do ministro Fernando Haddad, no dia seguinte, trouxe ainda mais ruído, fazendo com que o mercado já passe a considerar a mudança da meta ainda esse ano, enfraquecendo o arcabouço fiscal. Dentro desse contexto, o que vimos em outubro foi uma performance muito negativa dos ativos cíclicos domésticos. Enquanto o Ibovespa fechou o mês em queda de 2,94%, o SMLL, que concentra mais empresas voltadas à dinâmica local, teve um resultado de -7,4%. O cenário de *risk-off* e a abertura de juros que temos visto desde agosto têm impactado principalmente essas ações, levando a uma performance muito mais negativa do SMLL frente ao Ibovespa. Essa relação do SMLL/Ibovespa se encontra, atualmente, em um patamar até mesmo abaixo do maior período recessivo do Brasil entre 2015 e 2016, o que entendemos ser uma distorção no mercado. O gráfico abaixo mostra essa relação.

Small Cap (02/09/2005 a 03/11/2023)



Sob a ótica do *valuation*, também enxergamos uma grande oportunidade de investimento nas empresas domésticas que, na média, hoje, negociam a 8,7 x P/E forward, um desconto de mais de 36% frente ao múltiplo histórico (P/E 13,7x) e 20% abaixo do P/E de 2015 - 2016, quando o *valuation* desses negócios girava em torno de 11 x.



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. 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. 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&P¹:

AMP-1

Signatory of:



¹Publicado no site www.standardandpoors.com, em junho de 2022.