



# **CARTA MENSAL DOS GESTORES** Fundos Compass

Junho 2023

## ÍNDICE

	Pág.
<b>01.</b> Cenário Macroeconômico	3
<hr/>	
<b>02.</b> Fundos de Crédito	7
<hr/>	
<b>03.</b> Fundo de Ações	10

## CARTA MENSAL DOS GESTORES – FUNDOS COMPASS

### 01. Cenário macroeconômico

Nas principais economias desenvolvidas, o mês de junho foi caracterizado por uma expressiva reprecificação das taxas terminais dos ciclos de aperto monetário em curso e do início do afrouxamento subsequente. A persistência inflacionária, verificada através dos núcleos das cestas de bens e serviços dos índices, segue desafiando os bancos centrais. Nos EUA, a despeito de dados mais suaves, o mercado de trabalho segue justo e aquecido. Os balanços corporativos permanecem saudáveis, visto que as firmas mantiveram o poder de barganha nos últimos meses e conseguiram reajustar preços. O excesso de poupança acumulado na pandemia ainda não se esgotou e, em conjunto com os demais fatores, sustenta a atividade, exigindo novas altas de juros pelo FED a despeito da pausa de junho. Em alguns indicadores, já vemos uma tendência de desaceleração, como em vendas no varejo, com queda material do 1Q para o 2Q, e redução nos itens mais cíclicos de investimentos em capital fixo. As projeções de resultados corporativos mostram que as margens podem estar se enfraquecendo. São sinais de que a resiliência econômica esteja sendo vencida, com probabilidade crescente de início de uma recessão a partir de meados do segundo semestre.

Na Europa, a situação é análoga. Embora o índice de inflação cheio tenha recuado com o declínio das cotações das commodities, a disseminação do choque de oferta para outros itens da cesta tornou o núcleo do índice resiliente, demandando mais uma elevação de juros na reunião do ECB, de 25 bps. A contração no consumo privado registrada no 4Q22 e no 1Q23, conjuntamente com pesquisas de confiança evidenciando deterioração aguda no setor manufatureiro, sugerem menor poder de barganha para as firmas. Em última instância, se refletirá nos preços finais de bens e serviços, auxiliando na contenção da inflação. Todavia, o processo será gradual. Paralelamente, o inesperado aumento de 50 bps implementado pelo BoE, elevando a taxa de juros básica para 5,00%, demonstrou explicitamente o desafio que as economias desenvolvidas enfrentam para domar a inflação e, principalmente, propugnarem a credibilidade de seus banqueiros centrais. Há instituições que já projetam uma taxa terminal para o Reino Unido de 6,00%, visto pela última vez em janeiro de 2001, após o ciclo de aperto monetário implementado entre 1999 e 2000.

Em relação à China, a fala do primeiro-ministro chinês Li Qiang, afirmando que o crescimento acelerou nesse trimestre e que mais estímulos serão implementados, trouxe alento aos mercados, que estavam apreensivos após a perda de momentum da atividade. A recuperação econômica após o término do isolamento social ortodoxo tem se mostrado desigual e volátil, com perda de intensidade no 2Q. Diante desses fatores, além da fala mencionada, o PBOC inesperadamente cortou as taxas de juros em 10 bps. O Ministério do Comércio anunciou medidas suplementares, como corte de impostos e isenções, algumas direcionadas para PMEs com o intuito de reduzir os custos para empreendedores. É provável que novas medidas sejam promulgadas, especialmente caso a fraqueza

econômica não seja revertida. A reunião do Politburo em julho e seus desdobramentos devem ser monitorados, pois indicarão possíveis novas estratégias para sustentação da economia.

No Brasil, tivemos a divulgação do IPCA-15 de junho corroborando o processo desinflacionário exitoso realizado pelo BC. Em 12 meses, o índice acumula alta de 3,4%, ante 4,1% em maio. Entretanto, deve acelerar nos próximos meses, rodando próximo a 5% uma vez que os efeitos não recorrentes do corte de tributos implementado em 2022 desaparecerão do cálculo. Analisando o dado, houve queda substancial do índice de difusão, recuando para 51%. O nível foi visto pela última vez em 2019 e demonstra que a alta disseminada de preços na economia foi estancada. Entretanto, a abertura do dado revela que os componentes mais inerciais estão arrefecendo morosamente. De fato, o índice tem se beneficiado da deflação de alimentos, relacionada à queda das commodities, da redução nos preços dos automóveis e dos cortes nos preços de combustíveis. Escrutinando os dados dessazonalizados e anualizados, a inflação subjacente de bens industriais e serviços segue flutuando próxima de 6%, nível incompatível com a meta de inflação para o índice cheio.

Ademais, na reunião do Copom, ficou decidida a manutenção da taxa Selic em 13,75%. O conteúdo da minuta foi hawkish, não apresentando qualquer sinalização sobre a trajetória da Selic no curto prazo e reforçando a estratégia data-dependent para execução da política monetária. Concomitantemente, houve redução significativa da inflação projetada pelo BC nos seus cenários de referência, equilibrando a ausência de indicações sobre cortes da taxa de juros. Posteriormente, na divulgação da ata, houve a adoção de um tom mais dovish, abrindo um espaço explícito, porém parcimonioso, para início dos cortes já na reunião de agosto, consistentemente com o cenário implícito na curva de juros local. Diante dessa sinalização inequívoca e da decisão do CMN pela manutenção de uma meta contínua de 3% no longo prazo, revisamos nossa projeção de Selic para esse ano, estimando que a primeira redução ocorra na reunião de agosto. Estimamos que os cortes serão graduais, em linha com o adjetivo utilizado pelo Copom para caracterizar o afrouxamento monetário vindouro. A Selic deve encerrar o ano em 12,25%.

Nesse contexto, torna-se imprescindível revisitarmos o tema da taxa de juros terminal com o intuito de avaliarmos até qual patamar o BC poderá levar a Selic sem que haja desancoragem de expectativas e aceleração nociva da inflação corrente. Conforme enfatizamos em outras cartas, a taxa de juros de equilíbrio da economia brasileira subiu nos últimos meses. Os fatores que explicam esse aumento são variados: desarranjos e turbulências provocados por medidas populistas e desconhecimento técnico do governo incumbente, perspectiva de utilização de medidas para fiscais para estímulo da atividade com consequente diminuição da potência da política monetária e aprovação de um arcabouço fiscal insuficiente para reduzir a alavancagem soberana e até mesmo para estabilizá-la. Projetamos que a taxa real de equilíbrio esteja em pelo menos 5%, concebendo uma Selic neutra de 8%.

A despeito desse resultado, é errôneo depreender que a Selic terminal possa ser igual ou inferior ao patamar neutro à medida que a atividade arrefeça e exija estímulos para que o PIB volte a expandir

em consonância com a taxa de equilíbrio. Essa condição é inalcançável pelo simples fato de que a política fiscal embutida no novo arcabouço é expansionista. Logo, a instância fiscal produzirá um impulso significativo, que demandará uma Selic superior ao nível de equilíbrio para evitar a desancoragem inflacionária. Por essa razão, estimamos que a taxa terminal do afrouxamento monetário será de 9,50%. Por essa razão, nos parece haver pouco prêmio na curva de juros, que precifica a Selic próxima a 9% já em 2025 e, assim, não incorpora qualquer prêmio de risco para compensação dos investidores.

Em relação ao mercado de crédito, no Brasil, o mês consolidou a inflexão iniciada em meados de maio. A primeira quinzena foi caracterizada por uma correção significativa dos spreads de crédito, com compressão média de 20 bps nos ativos líquidos. O movimento foi especialmente intenso nos papéis emitidos por companhias de alta qualidade de crédito, como Rede D'Or, CPFL, Iguatemi, Lojas Renner e Sabesp. Desses, o caso mais emblemático é o da Rede D'Or, cujas debêntures chegaram a negociar a CDI + 3,00% em maio, marcando o pico desde o default das Lojas Americanas, e recuaram para cerca de CDI + 2,30% no encerramento do mês.

Não obstante esses ganhos, estamos distantes dos patamares verificados no ano passado. De fato, o Idex-JGP ainda opera com um spread médio aproximadamente 100 bps superior. Em nossas projeções, estimamos que a convergência para aqueles níveis não ocorrerá no curto prazo. O cenário mais provável é de que os spreads gradualmente caminhem para um nível intermediário, pois, mesmo com esse respiro, o cenário de crédito ainda é desafiador. De fato, concomitantemente a esses fechamentos, observamos diversos emissores cujas debêntures deterioraram no mês. Para fins de ilustração, salientamos os casos de Pão-de-Açúcar, Assaí, Unipar, Magalu, Aeris, Kora Saúde e CSN. Essa heterogeneidade continua exigindo uma gestão ativa e diferenciando os fundos de crédito entre si.

Na faixa mais high yield do espectro de crédito, as ocorrências em junho corroboraram o acerto na cautela com a qual procedemos na alocação de nosso fundo D180. O evento mais crítico abrangeu a gestora Empírica, que enfrentou problemas de crédito em dois de seus FIDCs, desencadeando o fechamento de fundos de varejo para resgates devido às volumosas solicitações. Paralelamente, circularam notícias de uma aguda deterioração no perfil de crédito da Agrogalaxy, companhia que emitiu CRAs no passado ainda presentes no mercado. Felizmente, nenhum desses eventos nos impactou, porém confirmou a importância de seguirmos prudentes em um ano desafiador para a indústria.

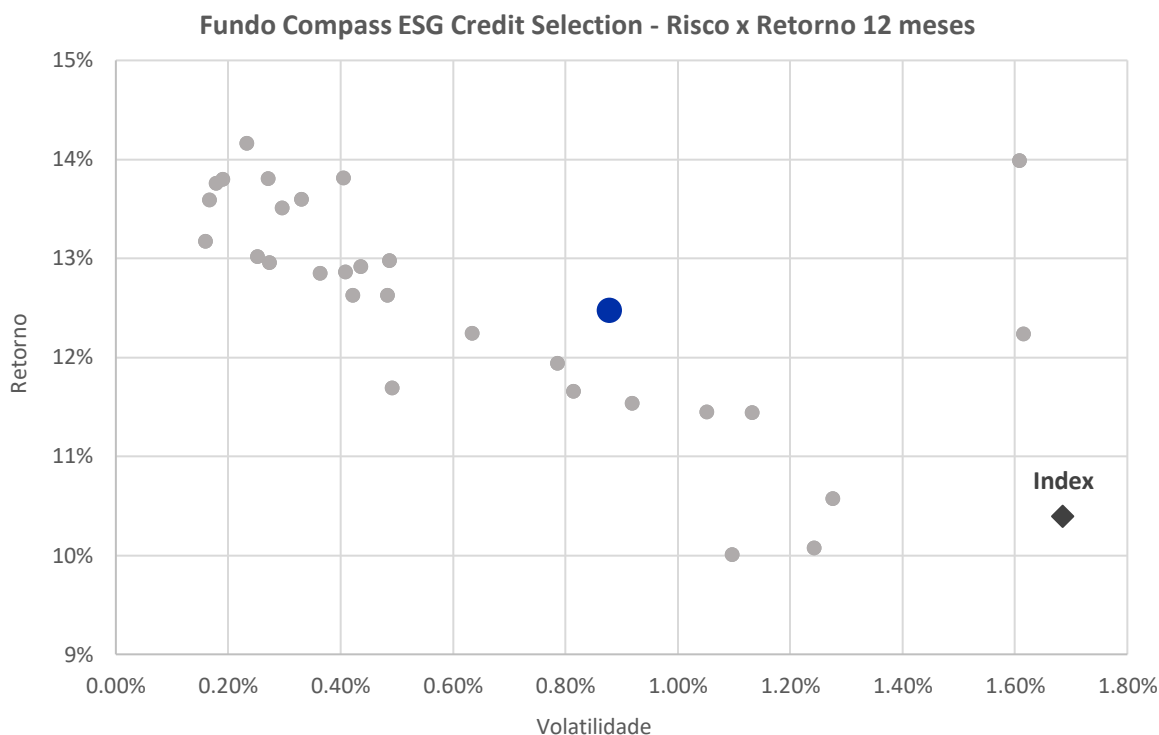
No mercado de crédito offshore, o CEMBI registrou performance positiva, com o CEMBI Broad HY passando por uma compressão de spreads de 57 bps, para 622 bps, e o IG de 16 bps, para 167 bps. No estrato da América Latina, as variações foram de -22 bps e -43 bps nos ativos IG e HY, respectivamente. Permanecemos convictos de que os spreads de ativos high yield estão mal precificados, tornando esse segmento mais vulnerável em caso de concretização dos riscos identificados nos mercados internacionais. Independentemente do grau da recessão vindoura nos

países desenvolvidos, em particular nos EUA, em momentos similares no passado, esses ativos operavam com prêmios mais elevados, justificando nosso ceticismo. A análise fundamentalista também suscita cautela, uma vez que as projeções para as taxas de default corporativos foram sistematicamente revisadas para cima nas últimas semanas. Assim, em termos relativos, enxergamos maior valor em emissores investment grade, embora, na comparação com ativos de crédito domésticos, ainda visualizemos maior valor nessa última classe.

## 02. Fundos de Crédito

No mês, o fundo Compass ESG Credit Selection rendeu significativamente acima de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +1,31%, equivalente a 122% CDI, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de +12,53% (93% CDI). Em junho, o mercado de crédito firmou a inflexão positiva observada em maio. Os spreads prosseguiram na tendência de compressão, mais intensa nos papéis de maior qualidade de crédito. A liquidez do mercado se ampliou, estreitando os bids e asks de vários ativos. Nesse ambiente, as ofertas primárias ganharam mais tração. Seguimos otimistas com a classe e esperamos que esse ambiente favorável se mantenha nos próximos meses. Encerramos o mês com carregamento bruto de CDI + 2,1% a.a., duration de 2,1 anos, rating médio local AA+ e caixa próximo a 21% do PL.

No período, não houve posições com contribuições negativas para o portfólio. Os principais ganhos foram provenientes das exposições a Aura Minerals, Aegea, Autoban, Cemig, Metrô SP, Movida, Smart Fit e Vamos.

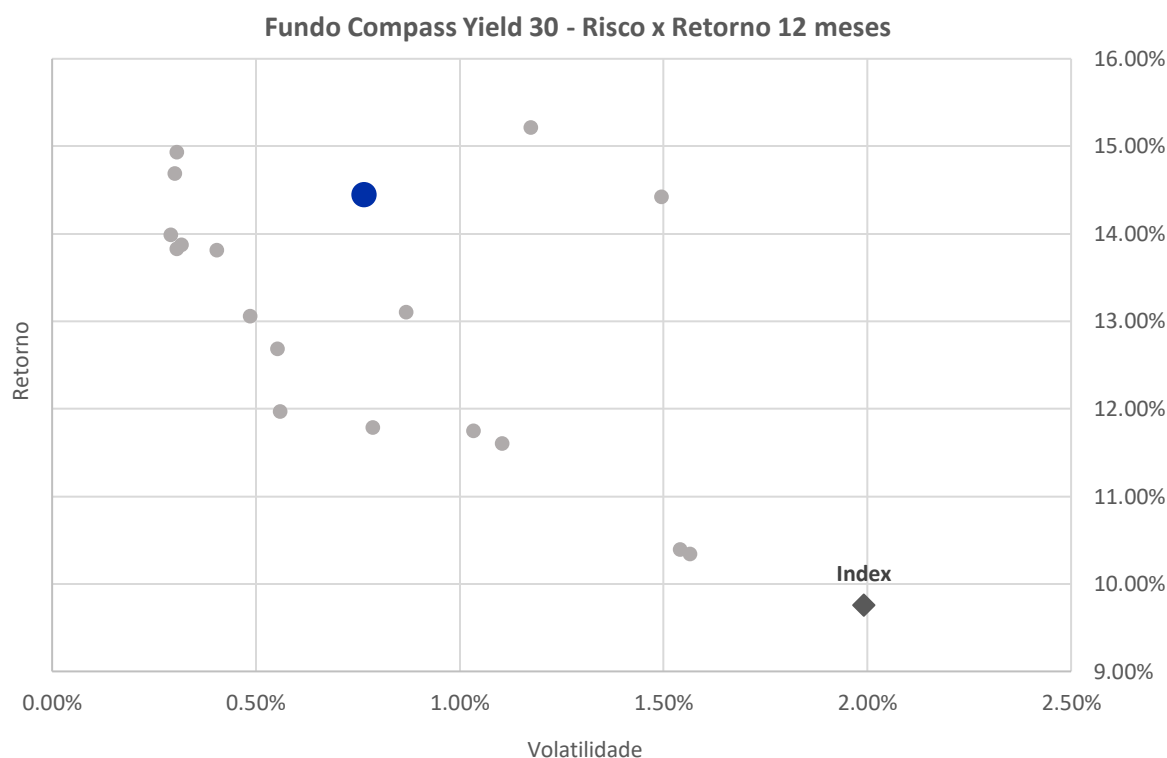


No mês, o fundo Compass Yield 30 rendeu significativamente acima de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +1,42%, equivalente a 132% CDI, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de +14,50% (106% CDI). Em junho, o mercado de crédito firmou a inflexão positiva observada

em maio. Os spreads prosseguiram na tendência de compressão, mais intensa nos papéis de maior qualidade de crédito. A liquidez do mercado se ampliou, estreitando os bids e asks de vários ativos. Nesse ambiente, as ofertas primárias ganharam mais tração. Seguimos otimistas com a classe e esperamos que esse ambiente favorável se mantenha nos próximos meses. Encerramos o mês com carregamento bruto de CDI + 2,9% a.a., duration de 2,6 anos e rating médio local AA+.

No período, não houve posições com contribuições negativas para o portfólio. Os principais ganhos foram provenientes das exposições a Aura Minerals, Aegea, Agasus, Alubar, Autoban, Cemig, Metrô SP, Movida, Smart Fit e Vamos. Os FIDCs também agregaram valor graças ao alto carregamento.

Não houve alterações relevantes em nenhum dos fundos acima em relação ao mês anterior. Apesar do maior otimismo dos investidores com o mercado brasileiro e a consequente compressão dos prêmios de risco de diversos ativos domésticos, seguimos cautelosos diante dos desafios que o mercado de crédito ainda enfrenta. Os spreads vantajosos também permitem uma alocação mais conservadora sem comprometimento dos retornos.



Em junho, o fundo Compass High Yield 180 entregou um retorno mensal de +1,37% (127% CDI), superando confortavelmente o seu benchmark (CDI). Desde o início, o fundo acumula um retorno de +6,87% (90% CDI). No mês, o fundo continuou se beneficiando da conclusão da alocação dos recursos



captados no final do ano passado. O portfólio está rodando com um carregamento próximo a CDI + 6% a.a., consistente com o seu mandato e suficiente para produzir um retorno líquido de CDI + 4% a.a. para seus cotistas, que é a meta do produto. A duration, de 2,2 anos, é curta, limitando o risco de mercado.

A despeito dos desafios que o mercado de crédito ainda impõe aos gestores, o portfólio do fundo está investido majoritariamente em operações estruturadas esse ano, com termos e condições que já refletem esse cenário mais árduo. Eventos que impactaram o mercado, como o caso da gestora Empírica, e a deterioração de alguns créditos no secundário, como Agrogalaxy, Aeris e Kora Saúde, não afetaram o fundo de qualquer maneira.

Em termos de alocação estratégica, o fundo está concentrado em setores mais defensivos e, portanto, com menos exposição à conjuntura macroeconômica. Por tipo de risco, o portfólio divide-se quase igualmente entre produtos estruturados e riscos corporativos puros. Por prudência, para fins de gestão de liquidez, estamos alocando o fluxo de caixa das operações do fundo em ativos high grade, que asseguram um retorno atrativo em conjunto com um nível de liquidez compatível com o horizonte de resgate que o fundo oferece aos investidores.

### 03. Fundo de Ações

No mês de junho, o fundo superou confortavelmente o seu benchmark (IPCA + Yield IMA-B) apresentando um retorno de +7,36% frente a +0,46% do benchmark. Após o forte desempenho do Ibovespa em junho (alta de 9,0% em reais e 15,9% em dólares), o índice acumula alta de 7,6% no ano em reais e 18,7% em dólares, tornando-se o 3º mercado com melhor desempenho na região, depois de Argentina e México. A menor percepção de risco político/fiscal, iniciada em maio após a aprovação do novo arcabouço fiscal pela Câmara dos Deputados e continuada em junho, derrubou os juros reais de longo prazo, que por sua vez impulsionaram o mercado acionário. Dados macroeconômicos recentes também sinalizam atividade econômica mais forte do que o esperado e inflação mais baixa. A inflação abaixo do esperado e os cortes nas expectativas de inflação reforçaram as perspectivas de o Banco Central começar a cortar as taxas em agosto, com um corte de 25pb amplamente esperado pelo mercado. A pesquisa Focus agora mostra o mercado prevendo um corte de 150pb neste ano (Selic 12,25% para o final de 2023) e outro 275bps no ano que vem (9,50% para o final de 2024). O forte desempenho em junho naturalmente elevou o valuation das ações. Vemos agora as ações brasileiras sendo negociadas a 10x P/L (excluindo Petrobras e Vale). Embora os valuations tenham subido, as ações brasileiras ainda estão sendo negociadas em níveis atraentes, negociando um desvio padrão abaixo de sua média histórica de 12,4x. Vemos espaço para que as taxas continuem caindo, especialmente se o governo conseguir mostrar, de forma clara, maneiras de aumentar as receitas, e com isso melhorar as perspectivas fiscais do país. Se as taxas de juros reais de longo prazo continuarem em queda, vemos espaço para o Ibovespa continuar subindo.

Os principais riscos que continuamos vendo para as ações brasileiras no curto/médio prazo são: anúncios de medidas para aumento da arrecadação do governo e discussão da reforma tributária; tamanho da queda na atividade econômica nos Estados Unidos; crescimento da China. Em relação ao fundo Compass LB, aumentamos o Net Long ao longo do mês de junho, terminamos próximo a 60% no final de junho, vindo de aproximadamente 48% no final de maio. Ao longo do mês, aumentamos a posição comprada no setor de petróleo, bancos, construção, varejo, consumo e logística; e diminuímos a posição comprada nos setores de agronegócio, educação e energia elétrica. Os maiores ganhos no mês foram nas posições compradas em Anima, Assai, GPS e Raizen; e não tivemos nenhuma perda relevante no mês de junho.

#### **Maiores Ganhos**

**Anima:** As ações da Anima performaram bem no mês de junho, subindo 40,1% com uma continuação do momento positivo do mercado, em geral mais otimista com um possível início da queda de juros no segundo semestre de 2023, que por sua vez tem um impacto relevante no setor de educação, especialmente em companhias mais alavancadas, como é o caso da Anima. Além disso, a sinalização da companhia sobre uma possível capitalização para acelerar a desalavancagem (potencialmente reduzindo sua participação na Inspirali, o segmento de medicina do grupo) foi bem recebida pelo mercado. Devido à forte performance das ações nos últimos dois meses, resolvemos diminuir parte

da nossa exposição, apesar de ainda vermos a empresa com um valuation descontado em relação ao histórico e à qualidade dos seus ativos.

**Assai:** Junho foi um mês de forte alívio para as ações do Assai, com uma apreciação de 28%. Apesar de o cenário operacional continuar desafiador por conta do impacto da deflação de alimentos para o crescimento do SSS (venda mesmas lojas), a melhora nas expectativas macroeconômicas, combinada com a venda final do antigo acionista controlador, e consequente fim do overhang, foram as principais justificativas para a outperformance no mês. Seguimos com uma posição reduzida no papel frente aos desafios de curto prazo e mantemos o viés mais construtivo de que se trata de questões temporárias e não estruturais. Vemos a empresa negociando a um valuation próximo a 12x P/E 2024, com possibilidade de inflexão positiva nas expectativas futuras e nos resultados, além de negociar em um valuation mais atrativo que outros papeis domésticos.

**GPS Participações:** As ações de GPS Participações tiveram um bom desempenho em junho, subindo 13,5% com a companhia retomando seu plano de crescimento inorgânico com o anúncio da aquisição da TSLV (~R\$100mn receita bruta) que, apesar de representar apenas 5% do plano anual de aquisições, sinalizou ao mercado que a companhia deve retomar as aquisições, sempre com a sua forte disciplina de alocação de capital. Apesar do forte retorno apresentado, 41,8% no ano de 2023, não reduzimos nossa posição. Na nossa visão, o segmento de serviços terceirizados é resiliente, ainda bastante fragmentado e a GPS um consolidador natural, por possuir uma estrutura organizacional diferenciada, maior escala e acesso a capital do que seus concorrentes, fato que está aos poucos sendo precificado pelo mercado.

**Raizen:** A boa performance da Raizen neste mês pode ser atribuída à nova política de preços da Petrobras, que visa proporcionar maior estabilidade aos preços dos combustíveis. Essa medida beneficia a empresa, melhorando o abastecimento e a precificação dos seus produtos. Além disso, os preços do açúcar permaneceram em níveis elevados, confirmando a perspectiva de uma safra 23/24 com estoques mais ajustados, sendo outro ponto positivo para seus resultados. Ao final do mês de junho, decidimos reduzir nossa exposição à Raizen devido ao bom desempenho das ações e aproveitando também o fato de que a safra da Índia está vindo melhor do que o esperado, exercendo uma pressão baixista sobre o preço do açúcar. Apesar da redução, mantemos nossa confiança na recuperação da produtividade e rentabilidade da empresa nos próximos anos, o que justifica nossa posição comprada nas ações.

**DISCLAIMER: LEIA O PROSPECTO E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR.** Este material de divulgação não constitui uma oferta e/ou solicitação de aquisição de quotas de fundos de investimento, e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º da Instrução CVM nº 598. Este material é confidencial e pretende atingir somente aos destinatários. Este material não pode ser reproduzido ou distribuído no todo ou em parte para nenhuma outra pessoa. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. As informações contidas neste documento não necessariamente foram auditadas. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC. Para avaliação da rentabilidade do fundo é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses de histórico. A rentabilidade obtida no passado não representa qualquer tipo de garantia quanto aos resultados futuros do fundo de investimento. Os fundos podem ter suas cotas comercializadas por vários distribuidores, o que pode gerar diferenças no que diz respeito às informações acerca de horários e valores mínimos para aplicação ou resgate e telefones para atendimento ao cliente. Os fundos de crédito privado estão sujeitos a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência, recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo. A rentabilidade divulgada não é líquida de imposto. Demais informações sobre o fundo podem ser obtidas através da Lâmina de Informações Essenciais, Prospecto e no Regulamento do fundo, disponíveis no site do administrador, CVM e pelo site [www.cgcompass.com](http://www.cgcompass.com). Leia a Lâmina de Informações Essenciais, se houver, e o Regulamento antes de investir. É recomendada a leitura cuidadosa da Lâmina de Informações Essenciais, se houver, e do Regulamento do fundo de investimento pelo investidor antes de aplicar seus recursos. A CG Compass Brazil não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. Para maiores informações, acesse o site [www.cgcompass.com/brasil/](http://www.cgcompass.com/brasil/).

