



# **CARTA MENSAL DOS GESTORES** Fundos Compass

Agosto 2023

## ÍNDICE

	Pág.
<b>01.</b> Cenário Macroeconômico	3
<hr/>	
<b>02.</b> Fundos de Crédito	5
<hr/>	
<b>03.</b> Fundo de Ações	10

## CARTA MENSAL DOS GESTORES – FUNDOS COMPASS

### 01. Cenário macroeconômico

No mês de agosto, os mercados foram influenciados pela elevação da aversão ao risco devido à abertura da curva de juros nos EUA, resultado das crescentes preocupações com o déficit fiscal e o forte fluxo de emissões primárias de treasuries nos próximos meses. Observou-se, especialmente, uma forte correção nos vértices mais longos da curva, ultrapassando níveis vistos pela última vez há quase 20 anos. Embora o processo de aperto monetário esteja próximo do fim, a perspectiva de que as taxas de juros permanecerão elevadas por um período mais longo do que o estimado agravou a reprecificação da curva de juros. Nesse aspecto, a última ata da reunião do FOMC e o discurso proferido por Powell em Jackson Hole fortaleceram a estratégia dependente de dados implementada até então, sugerindo sua continuidade, mesmo diante de dados recentes alinhados com as projeções do FED. No entanto, há um fator crítico: a força do mercado de trabalho, que permanece apertado e sustenta a expansão do consumo das famílias.

Paralelamente, na Europa, ainda notamos uma conjuntura marcada pelo arrefecimento da atividade coexistindo com uma resistência inflacionária que mantém os índices acima da meta. A desaceleração dos preços é lenta, apesar de indicadores correntes e antecedentes (especialmente os PMIs) apontarem contração nos setores de serviços e manufatureiro. No Reino Unido, onde a situação é mais delicada, o BC optou pelo aumento da taxa de juros em 25 bps., com discordância entre membros, alguns dos quais sugeriram um aumento de 50 bps.

Simultaneamente, a economia chinesa emitiu novos sinais de preocupação, tanto conjunturais quanto estruturais. No primeiro campo, a dinâmica de preços é preocupante, pois, em contraste com as economias desenvolvidas, observou-se uma intensificação da deflação, que causa danos tão graves quanto uma inflação persistentemente acima da meta, com agravante de que seu combate é mais complexo, como demonstra a história japonesa. Nesse contexto, houve até mesmo o default da Country Garden, uma das maiores construtoras chinesas, concebendo riscos de contaminação. A resposta do BC chinês foi a redução das taxas de juros de curto prazo de referência, mantendo constante a taxa de cinco anos. Além disso, houve medidas para estimular o mercado de ações, com redução de impostos sobre a negociação de ações.

No campo estrutural, os dados reforçam a visão de que o modelo de crescimento chinês não apenas se esgotou, mas também ameaça expor o país à mesma doença econômica enfrentada pelo Japão no início da década de 90, quando embarcou em uma trajetória de baixo crescimento e deflação

devido a uma crise de balanços, especialmente corporativos, resultante da alta e insustentável alavancagem acumulada anos antes. Apesar de a China possuir as ferramentas necessárias para evitar esse rumo, há muitas considerações sobre como usá-las sem causar distorções econômicas significativas e riscos morais que podem surgir no futuro e causar estragos ainda maiores.

Finalmente, no Brasil, o BC iniciou o processo de relaxamento monetário com um corte inicial da Selic de 50 pontos-base. Em nossa análise, essa redução, que ficou acima de nossa expectativa, foi precipitada devido aos riscos locais e globais que enfrentamos, embora seja compreensível quando analisamos o nível extremamente alto dos juros reais em vigor, tanto antes quanto depois da decisão. No que diz respeito aos riscos locais, apesar da aprovação, pela Câmara, do teto final do novo arcabouço fiscal, acatando as alterações do Senado, permanecem dúvidas substanciais e cruciais sobre como a arrecadação será aumentada para cumprir as metas de resultado fiscal nos próximos anos. A situação é tão clara que até o governo reconheceu as dificuldades. Para evitar preocupações, ministros prontamente reforçaram o compromisso com a meta em 2024, para amenizar a incerteza sobre como as receitas serão ampliadas em quase R\$ 100 bilhões para cumprir a meta de 2024. O fracasso pode acabar com o apoio do mercado a Haddad, que reduziu os prêmios de risco de abril até o início de agosto.

Além disso, a última leitura da inflação surpreendeu negativamente, ficando acima do consenso do mercado. Mesmo com uma dinâmica mais favorável nos preços de serviços, o número alertou sobre a importância de conduzir cuidadosamente o relaxamento monetário atual. No lado positivo, o PIB do segundo trimestre surpreendeu, principalmente devido a uma contração menor do que o projetado no setor agropecuário. Os riscos e dados macroeconômicos, combinados com a abertura da curva de juros nos Estados Unidos, pressionaram todos os vértices da curva local e levaram a uma redução nas apostas de aceleração no ritmo de cortes da Selic, que esperamos que permaneça em 50 pontos-base. Nos próximos meses, a transmissão da volatilidade global para o mercado local, o comportamento da inflação e a implementação de medidas para aumentar a arrecadação federal serão vitais para começar a traçar o cenário de 2024.

## 02. Fundos de Crédito

Em agosto, observamos a continuidade do movimento de compressão de spreads no mercado secundário, com intensificação em relação a junho e julho. No entanto, nota-se que, agora, a reprecificação se concentrou nos ativos de emissores com rating na faixa AA, justificada pelo fato de que, até então, as empresas AAA haviam se beneficiado mais da recuperação do mercado. Esse processo era esperado, pois em crises anteriores, como a pandemia do Covid-19 e em 2015-16, a revitalização do mercado primeiro afetou os títulos de melhor qualidade de crédito e liquidez, já que a aversão ao risco diminui gradualmente. Quando os mercados voltam a níveis normais, a segunda etapa do processo é a compressão dos spreads de ativos mais arriscados, mas ainda conservadores, como as debêntures corporativas na faixa AA. Com base nessa experiência passada, conseguimos obter ganhos significativos através de emissores como Aegea, Omega, Movida, Orizon, Aura Minerals, Oncoclínicas, entre outros, explicando o forte excesso de retorno obtido pelos nossos fundos neste mês.

Naturalmente, a última etapa da normalização do mercado será a reprecificação dos ativos high yield, que ainda não começou. Por essa razão, repetidamente mencionamos aos nossos clientes as oportunidades existentes nesse mercado, pois ainda conseguimos originar ativos com spreads e colaterais comparáveis aos encontrados durante a crise avassaladora e generalizada do primeiro semestre deste ano. Dada a estabilidade das condições atuais, o valor relativo dos ativos high yield cresceu em relação ao high grade e, em algum momento no futuro, haverá uma compressão dos spreads relativos. Essa última etapa é lenta, pois o nicho high yield, devido à falta de liquidez e à atuação de um número limitado de gestores, reage mais gradualmente às melhorias nas condições financeiras. Além disso, abrangendo empresas menores, geralmente mais alavancadas e com menos fontes de financiamento, a situação de crédito delas melhorará apenas em meados de 2024, quando o relaxamento monetário começar a afetar a atividade. No entanto, apesar dessa defasagem, o momento mais vantajoso para o posicionamento é agora, para garantir spreads, termos e condições favoráveis no médio e longo prazo.

Quanto ao desempenho de nossas carteiras, relatamos um desempenho relativo forte devido ao posicionamento descrito nos ativos high grade e à alocação bem-sucedida em ativos high yield que fizemos no início do ano. Aproveitamos a crise para reprecificar e fortalecer as garantias das transações que estavam em nosso pipeline. Essa atuação estratégica e tempestiva proporcionou um retorno elevado para o fundo high yield, justificando o desempenho mensal que o portfólio tem exibido nos últimos meses. Com base em nossos monitoramentos regulares, não identificamos

nenhuma deterioração nos ativos da carteira deste fundo e permanecemos confiantes neles, especialmente agora que entramos em uma fase econômica relativamente mais favorável.

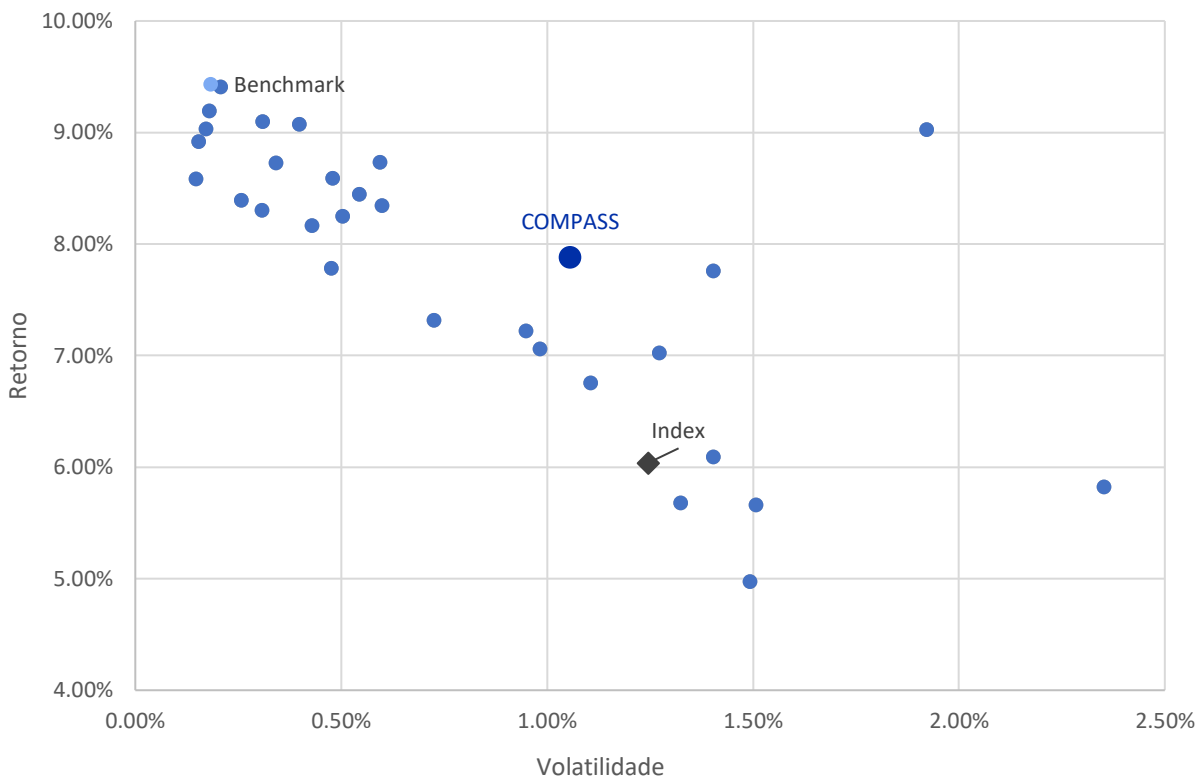
Apesar do otimismo com o mercado de crédito, enfatizamos que não adotaremos uma postura arrogante e procuraremos evitar ao máximo o excesso de confiança, pois, ao examinar o cenário, vemos que as condições continuam mais desafiadoras do que aquelas experimentadas antes da crise das Lojas Americanas. Sabemos de eventos de crédito que afetaram o mercado high yield nos últimos meses e, em agosto, após a publicação dos resultados do segundo trimestre, que confirmaram nossas projeções e cartas mensais anteriores, observamos uma deterioração nos spreads de algumas empresas dos setores domésticos cíclicos, como varejo, e dos setores de commodities. Exemplos incluem GPA, Minerva, Braskem, entre outras empresas. Portanto, a seletividade e a gestão serão fatores críticos de sucesso, bem como uma alocação setorial conservadora. Nesse sentido, nossa estratégia atual é assumir incrementalmente mais risco e prolongar a duração em setores conservadores, nos quais identificamos prêmios atraentes e empresas cujos fluxos de caixa operacionais serão fortalecidos pela queda da Selic.

No mês, o fundo **Compass ESG Credit Selection** rendeu **significativamente acima** de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +1,67%, equivalente a **146% CDI**, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de +13,23% (97% CDI). O comportamento do mercado em agosto foi uma repetição do mês anterior, com fechamento generalizado de spreads, porém agora mais intenso em papéis da faixa de rating AA, nos beneficiando após a rotação das carteiras implementada em junho e julho. A liquidez do mercado segue alta, estreitando os bids e asks de vários ativos. As ofertas primárias continuam criando oportunidades de geração de alfa. Permanecemos otimistas com a classe e esperamos que esse ambiente favorável se mantenha nos próximos meses. No período, os principais ganhos foram provenientes das exposições a Aura Minerals, Aegea, Autoban, Cemig, Copel, Cosan, Localiza, Metrô SP, Omega, e Rede D'Or. **Não houve contribuições negativas** no período.

Os spreads vantajosos também permitem uma alocação mais conservadora sem comprometimento dos retornos para os cotistas. Encerramos o mês com carregamento bruto de **CDI + 1,8% a.a.**, duration de **2,1 anos**, **rating médio local AA+** e caixa próximo a 20% do PL.



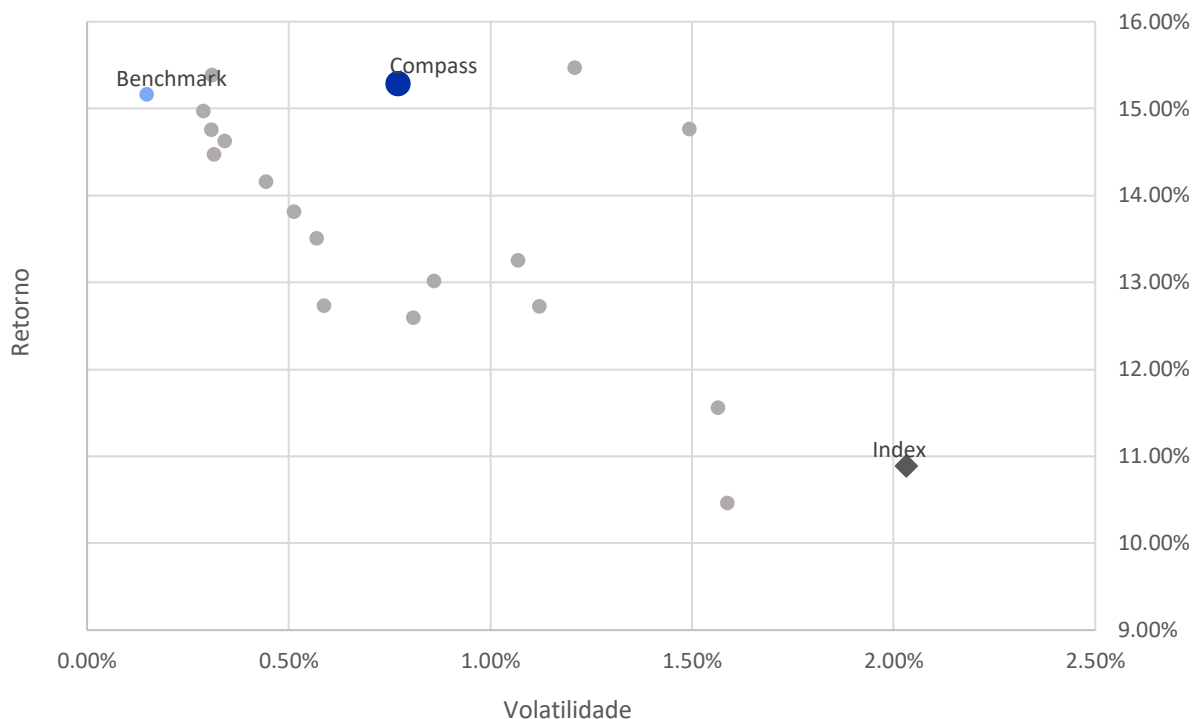
### Compass ESG Credit Selection - Risco x Retorno YTD



O fundo **Compass Yield 30** rendeu significativamente **acima** de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +1,75%, equivalente a **153% CDI**, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de +15,22% (111% CDI). O comportamento do mercado em agosto foi uma repetição do mês anterior, com fechamento generalizado de spreads, porém agora mais intenso em papéis da faixa de rating AA, nos beneficiando após a rotação das carteiras implementada em junho e julho. A liquidez do mercado segue alta, estreitando os bids e asks de vários ativos. As ofertas primárias continuam criando oportunidades de geração de alfa. **Permanecemos otimistas** com a classe e esperamos que esse ambiente favorável se mantenha nos próximos meses. No período, os principais ganhos foram provenientes das exposições a Autoban, Aegea, Aura Mineral, Cemig, Desktop, Orizon, Metrô SP, Omega, Rede D'Or e Vamos. Os FIDCs e LFs subordinadas também agregaram valor graças ao alto carregamento. **Não houve contribuições negativas no período**. Encerramos o mês com carregamento bruto de **CDI + 2,6% a.a.**, duration de **2,6 anos** e **rating médio local AA+**. Apesar de o mandato permitir, não

carregamos exposição a bonds offshore devido à maior atratividade dos ativos locais nesse momento.

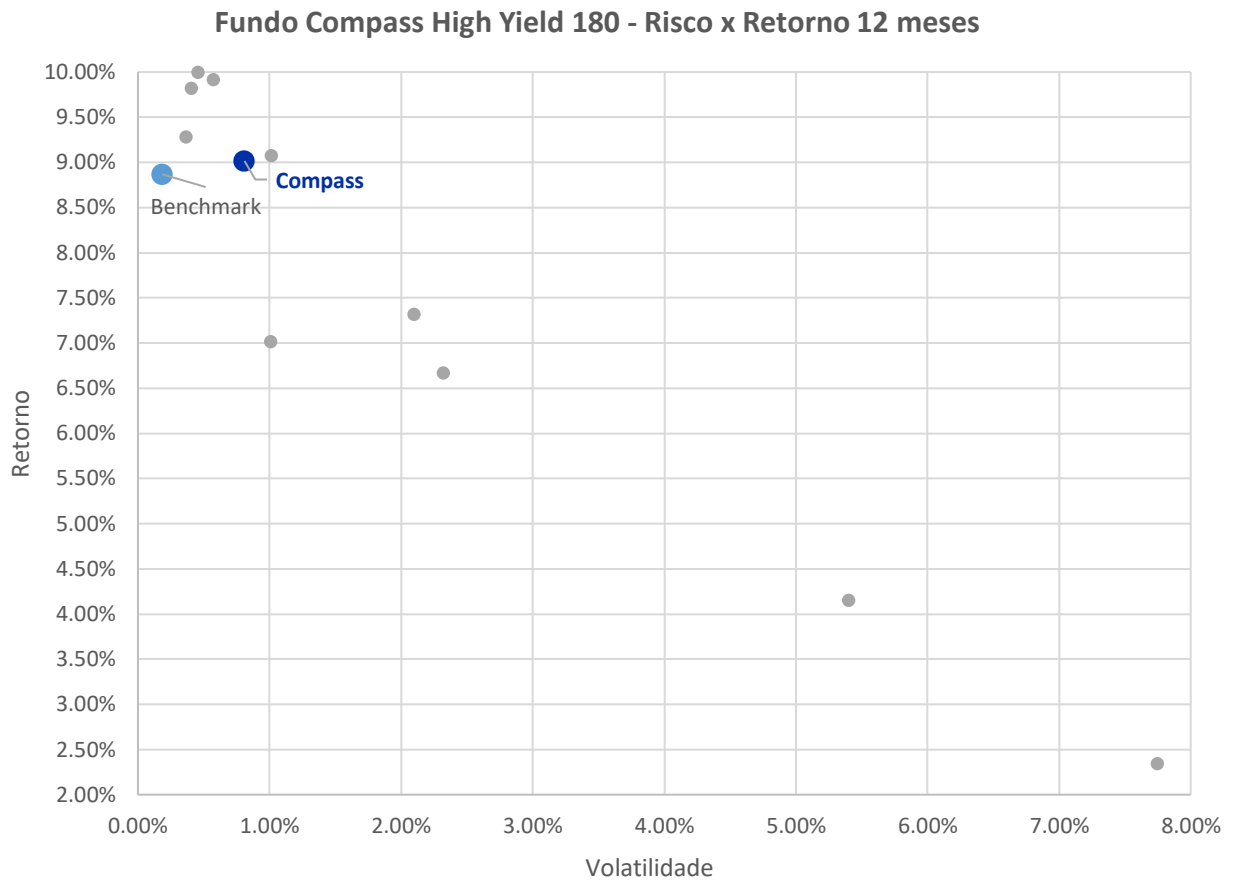
**Fundo Compass Yield 30 - Risco x Retorno 12 meses**



Paralelamente, o fundo **Compass High Yield 180**, rendeu **significativamente acima** de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +1,49%, equivalente a **130% CDI**, acumulando desde o início um retorno de +10,00% (99% CDI). O comportamento do mercado em agosto foi uma repetição do mês anterior, com fechamento generalizado de spreads, porém agora mais intenso em papéis da faixa de rating AA. O segmento high yield segue saudável e com oportunidades atrativas em termos de spreads e garantia. A liquidez do mercado segue alta, estreitando os bids e asks de vários ativos. As ofertas primárias continuam criando oportunidades de geração de alfa. Permanecemos otimistas com a classe e esperamos que esse ambiente favorável se mantenha nos próximos meses. No período, **não houve posições com contribuições negativas** para o portfólio. As principais contribuições positivas foram provenientes de produtos estruturados e instrumentos



corporativos, com destaque para os ativos de maior carregamento, como Mottu e FIDC Capim. Encerramos o mês com carregamento bruto de **CDI + 6,2% a.a.** e duration de **2,2 anos**



### 03. Fundo de Ações

O fundo **Compass Long Biased** retornou no período de agosto -2,09%, **abaixo de seu benchmark** IPCA + Yield IMA-B. O Ibovespa caiu 5,1% em agosto (8,8% em dólares), refletindo principalmente o aumento das taxas de juros nos EUA, as preocupações sobre a situação fiscal do Brasil e dado de inflação ligeiramente pior do que o esperado. O aumento das taxas dos EUA pressionou o real, que caiu 5% em agosto, aumentando os receios de que uma moeda mais desvalorizada pudesse impactar nas perspectivas de inflação. Além dos mercados globais mais difíceis e das pressões inflacionárias de curto prazo, discussões sobre a situação fiscal do Brasil voltaram ao centro das atenções. Para que o quadro fiscal recentemente aprovado no Brasil funcione, as receitas fiscais devem aumentar. No entanto, isso está se mostrando um desafio. Algumas das medidas propostas pelo governo enfrentam oposição no Congresso e, mesmo que aprovadas, podem ser diluídas, gerando menos receitas do que o esperado. Dado esse cenário descrito acima, as taxas de juros de longo prazo no Brasil subiram um pouco em agosto, encerrando a tendência de queda observada desde março. Acreditamos que se as medidas do governo para aumentar as receitas fiscais forem aprovadas no Congresso e se mostrarem eficazes, pelo menos na redução do hiato fiscal de 2024, melhorando as perspectivas fiscais do Brasil, as taxas de longo prazo irão retomar a sua tendência de queda e a bolsa de alta.

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 julho, terminamos próximo a 74% no final de agosto, vindo de aproximadamente 70% no final de julho. Ao longo do mês, aumentamos a posição comprada no setor de bancos, serviços financeiros e energia elétrica; e diminuímos a posição comprada no setor de agronegócio e alimentos. O maior ganho no mês foi na posição comprada em GPS; as maiores perdas do mês foram nas posições compradas em Assai, Anima e Arezzo.

#### **Maior Ganho:**

**GPS:** As ações de GPS tiveram um bom desempenho em agosto, subindo aproximadamente 6% com a empresa entregando mais um resultado positivo no 2º trimestre de 2023, mesmo com o ambiente econômico brasileiro ainda desafiador. O resultado corrobora nossa visão sobre o segmento de serviços terceirizados, que por possuir um perfil relativamente inelástico de demanda,

historicamente é mais resiliente em períodos de crise. Além disso, a companhia tem sido vocal na entrega de novas aquisições em 2023, na ordem de R\$1bn de faturamento, o que acreditamos ser factível e em linha com o histórico de execução da companhia. Acreditamos que a confiança do mercado com a empresa tem se fortalecido a cada resultado positivo o que vem gerando reajustes no valuation da companhia, o qual ainda vemos com uma assimetria positiva.

### **Maiores Perdas:**

**Assai:** Agosto foi um mês mais desafiador para as ações do Assai. Vemos a queda justificada pela manutenção de um cenário operacional ainda desafiador por conta do impacto da deflação de alimentos na receita da empresa, combinado com uma deterioração nas perspectivas macroeconômicas e retomada de discussões sobre aumento de imposto que podem trazer efeitos negativos para o setor como um todo. Apesar do cenário desafiador, seguimos com a percepção de que se trata de questões mais temporárias do que estruturais e que em grande parte já estão refletidas no atual valuation de 11x P/E 2024. Nesse contexto matemos uma posição ajustada a esses riscos e vislumbramos uma possível inflexão positiva nas expectativas futuras de resultados.

**Anima:** As ações da Anima tiveram um baixo desempenho no mês de agosto. A Anima apresentou o resultado do segundo trimestre e, apesar da companhia ter endereçado a questão da alavancagem, alongando seu perfil da dívida e aumentando sua posição de liquidez, um baixo crescimento de ticket médio (reflexo de um maior crescimento de cursos híbridos) e principalmente a notícia sobre o aumento da retenção do fundo garantidor FG-FIES, impactaram negativamente o papel. Apesar da reação extrema do mercado, o impacto do FG-FIES nos parece limitado, dado que ele representou apenas 5% da receita da companhia em 2022, 1,5% dos alunos atuais e grande parte desses alunos advindos da Inspirali (alunos de medicina historicamente tem uma taxa de inadimplência menor) o que mostra que o movimento foi em grande parte reflexo da má comunicação sobre o impacto no setor. Continuamos confiantes na tese, e acreditamos que ao longo dos próximos meses esse assunto será superado e o foco voltará para a recuperação das companhias do setor.

**Arezzo:** Arezzo é a principal varejista de calçados femininos no Brasil, operando mais de 5 marcas relevantes, 1.000 lojas e venda de mais de 7 milhões de pares de sapatos, bolsas e itens de vestuários por trimestre. Desde seu IPO em 2011, a Arezzo entregou uma sólida performance operacional, sendo capaz de capturar significantes ganhos de market share com uma robusta rentabilidade. Em 2021 a companhia adquiriu a marca Reserva, cujo mercado endereçável está

relacionado ao vestuário de moda masculina. Desde a aquisição, as receitas da Reversa dobraram, tornando a marca uma das principais avenidas de crescimento para a companhia.

Em agosto as ações da Arezzo apresentaram uma desvalorização de aproximadamente 14%, mas em termos relativos foi um dos ativos mais resilientes do setor. Vemos a performance muito relacionada a deterioração do cenário macroeconômico, preocupação com o arrefecimento das vendas no varejo e potencial impacto de mudanças regulatórias relacionadas a benefícios tributários. Apesar do cenário desafiador, vemos a Arezzo dentro de um seleto e enxuto grupo de empresas que tem conseguido sustentar uma dinâmica operacional positiva. Temos aumentado a nossa exposição a tese por se tratar de um player mais defensivo dentro do setor, com momento operacional positivo, operando em um nicho mais resiliente dentro do varejo e com capacidade acima da média para compensar em preços potenciais impactos de mudanças regulatórias.



**Alexandre Theoharidis, CFA**  
Portfólio Manager de Crédito

Compass High Yield 180

Compass ESG Credit Selection

Compass Yield 30



**Daniel Saraiva**  
Portfólio Manager de Ações

Compass Long Biased

**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/).

