



# CARTA MENSAL DOS GESTORES Fundos Compass

Novembro 2023

## ÍNDICE

	Pág.
<b>01.</b> Cenário Macroeconômico	4
<hr/>	
<b>02.</b> Fundos de Crédito	7
<hr/>	
<b>03.</b> Fundo de Ações	13

*“A hipocrisia é uma homenagem que o vício presta à virtude.”*

***François de La Rochefoucauld***

## CARTA MENSAL DOS GESTORES – FUNDOS COMPASS

### 01. Cenário macroeconômico

O mês de novembro foi caracterizado por relaxamento das condições financeiras globais. Após superarem 5,00% em outubro, as taxas de juros longas norte-americanas recuaram intensamente em novembro, com fechamento da ordem de 75 bps. Assim, retornaram aos níveis de setembro, com alívio proporcionado por dados de inflação mais benignos, indícios de arrefecimento do mercado de trabalho e desaceleração da atividade após um forte avanço de 5% do PIB do terceiro trimestre. Diante desses fatores, o FOMC implementou uma guinada em sua comunicação, acenando para a possibilidade de cortes de juros caso a inflação siga desacelerando, de modo a manter o nível das taxas reais.

Na Europa, foram intensificadas as apostas de antecipação e aprofundamento da flexibilização monetária do BCE após uma rodada de surpresas inflacionárias favoráveis nas principais economias da UE. Nesse momento, precifica-se com certeza uma redução de 25 bps em abril e com probabilidade de 50% uma redução da mesma magnitude já em março. Mês passado, o primeiro corte de 25 bps era esperado para junho. No acumulado, são quatro cortes para 2024 implícitos na curva de juros, ante três embutidos em outubro. Embora o quadro seja benigno, ainda constatamos uma inflação subjacente, que exclui itens voláteis como alimentos e combustíveis, persistindo acima de 3%, justificando, assim, comedimento.

Paralelamente, na China, houve o anúncio de medidas visando à estabilização do setor imobiliário, merecendo ênfase o programa de revitalização de aldeias urbanas e suporte financeiro a construtoras sem colateral. O programa representará cerca de 0,8% do PIB. Os dados macroeconômicos divulgados no período também proporcionaram um respiro, especialmente no setor de serviços, mas não afastam os riscos mais estruturais. Em conjunto, o fluxo de notícias do mês serviu para atenuar as apreensões sobre o país, ao menos momentaneamente. No entanto, a queda do dinamismo da atividade econômica permanece como uma ameaça em horizontes mais longos.

No Brasil, o maior apetite a risco global repercutiu no cenário doméstico. Houve compressão dos prêmios da curva de juros, em todos os vértices. Voltou-se a precificar uma Selic inferior a 10% ao final de 2024, consistente com nossa visão e com a do restante dos investidores. Nesse sentido, projetamos mais um corte de 50 bps na próxima reunião do BC, levando a Selic para 11,75% ao final do ano. A inflação implícita também recuou para diversos horizontes. Embora o movimento seja compreensível diante da nova realidade internacional, os vértices mais longos da curva operam agora em patamares pouco atrativos diante dos riscos fiscais futuros, havendo maior valor relativo em posições intermediárias na curva de juros reais.

Nesse sentido, os desenvolvimentos recentes na arena fiscal demonstram nenhum comprometimento do governo federal em atacar com responsabilidade os dilemas orçamentários da União e conter gastos, quem dirá cortá-los. Vale recordar que, durante o anúncio do novo arcabouço, em março de 2023, as autoridades projetavam um déficit primário para o governo central de 0,5% do PIB para o ano. Nesse momento, caminhamos para um resultado de -1,6%. É um reflexo não apenas da dinâmica perniciosa de variáveis exógenas, mas também do comportamento perdulário do governo federal, que reluta em compreender a impossibilidade da consolidação fiscal sem um enxugamento profundo do orçamento da União e um enfrentamento do parasitismo corporativista que molesta o estado brasileiro.

Somam-se aos riscos o malabarismo intelectual utilizado para distorcer e desmoralizar a LRF e o arcabouço fiscal, que nos remetem às pirotecnias desastrosas de governos precedentes que tentaram ampliar gastos e escamoteá-los mediante criatividade contábil, germinando crises futuras. Nos referimos especialmente à interpretação torta da regra de crescimento mínimo de gastos, que implica uma conveniente soberania dessa em relação às demais regras e demonstra novamente como o vício de gastar continua sendo o mote da política fiscal brasileira, mascarado pelos compromissos inalcançáveis e insuficientes, porém ainda assim virtuosos, do arcabouço fiscal. A proposta de financiamento da Poupança do Ensino Médio é outra medida que fragiliza o arcabouço ao permitir gastos fora do escopo desse, também relembrando a contabilidade criativa de outrora.

Do lado da arrecadação, o Senado aprovou a PEC da Reforma Tributária e o projeto de lei de taxação de offshores e fundos exclusivos aguarda sanção presidencial. Tributação de apostas esportivas e limitação do JCP são outras medidas em discussão. Sobre a MP 1.185, encerramos o período sem avanços concretos, pois não foi alcançado acordo sobre a subvenção do ICMS. O SFT também autorizou a abertura de crédito extraordinário sem descumprimento das regras fiscais para equacionamento do exponencial passivo com precatórios, um legado da malfadada e populista PEC de 2021, promulgada à época para viabilizar gastos federais mirando a eleição de 2022.

No curto prazo, alguns indicadores macroeconômicos brasileiros proporcionam alívio e um contraponto aos ruídos fiscais. O mercado de trabalho dá sinais de aquecimento através da sustentação do crescimento dos salários nominais e a forte geração de postos formais. As taxas de participação deprimidas pelo aumento das transferências governamentais a partir do 2S22 alicerçam taxas de desemprego inferiores ao patamar neutro. Para o restante do ano e 2024, projetamos que esse quadro permanecerá.

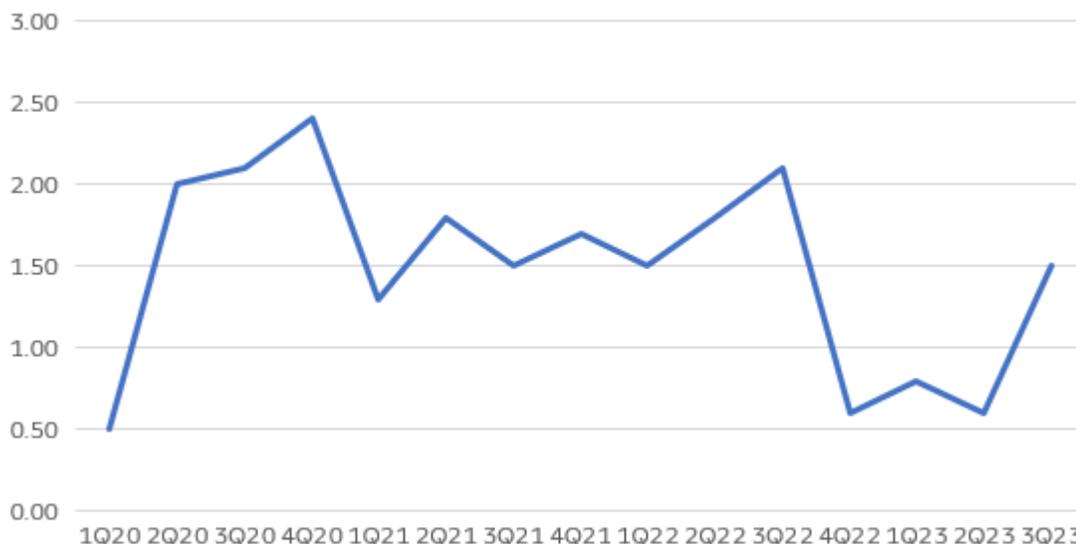
Paralelamente, a atividade pode surpreender, recuperando-se mais rapidamente nessa fase de relaxamento monetário em decorrência de múltiplos fatores. Um deles é o impulso fiscal proveniente do pagamento de precatórios, cujo teto foi revogado após aprovação de medida que concede ao governo federal o direito de uso de crédito

extraordinário para liquidação desses passivos. A regra de reajuste anual do salário mínimo também contribuirá, pois estima-se um crescimento real de 3% para 2024, reduzindo o endividamento das famílias e, assim, permitindo a volta do consumo mais adiante, a partir do 2S24.

## 02. Fundos de Crédito

O mercado de crédito local prossegue em trajetória positiva. No que tange aos fundamentos corporativos, encerrada a divulgação dos resultados do terceiro trimestre, constatamos uma notória inflexão no padrão em vigor até o trimestre passado, quando a frustração de expectativas era a norma em face de um cenário macroeconômico claudicante, juros elevados e atividade em queda. O gráfico seguinte evidencia essa reversão de tendência. A redução da Selic começa a fornecer alento para as companhias e os indicadores do mercado de crédito reforçam nossa convicção de que a inadimplência esteja no seu auge, devendo recuar a partir do início de 2024.

### **Evolução da Razão entre o Número de Empresas do Ibovespa com Resultados Acima do Consenso e o Número de Empresas com Resultados Abaixo do Consenso**



Fonte: BofA e Compass.

A despeito da conjuntura mais favorável para investimento em crédito que se avizinha, a cautela na alocação setorial ainda se justifica, embasando a decisão de manter concentração em setores defensivos nos portfólios sob gestão. Embora os resultados corporativos tenham surpreendido, ainda há demasiada vulnerabilidade entre as companhias de setores mais cíclicos, como o varejo. A recuperação nesses setores será mais lenta, pois depende do retorno do consumo das famílias. Por sua vez, essas ainda sofrem com endividamento elevado, que consome parcela expressiva do orçamento familiar e, portanto, diminui a renda disponível para consumo discricionário.

Paralelamente, notamos que o secundário continua saudável, com bid-asks estreitos para a vasta maioria dos papéis e tendência de compressão de spreads. No encerramento do mês, o Idex-JGP se encontrava com carregamento médio de CDI + 2,20%. A

despeito do quadro positivo, houve recentemente a desvalorização aguda dos papéis da Braskem após notícias sobre o risco de colapso em uma de suas minas em Maceió, reacendendo temores sobre novas ações indenizatórias para ressarcimento dos moradores deslocados de bairros afetados. Já foi anunciada uma ação civil de R\$ 1 bilhão associada ao novo evento, porém os valores finais podem ser maiores. Vale recordar que, desde as rachaduras identificadas em 2018, a Braskem provisionou R\$ 14,4 bilhões e, do montante, desembolsou R\$ 9,2 bilhões. São valores expressivos para uma empresa com market cap atual de aproximadamente R\$ 14 bilhões e alavancagem líquida projetada superior a 10,0x (excluindo Idesa), impactada pelo forte declínio dos spreads petroquímicos desde 2022.

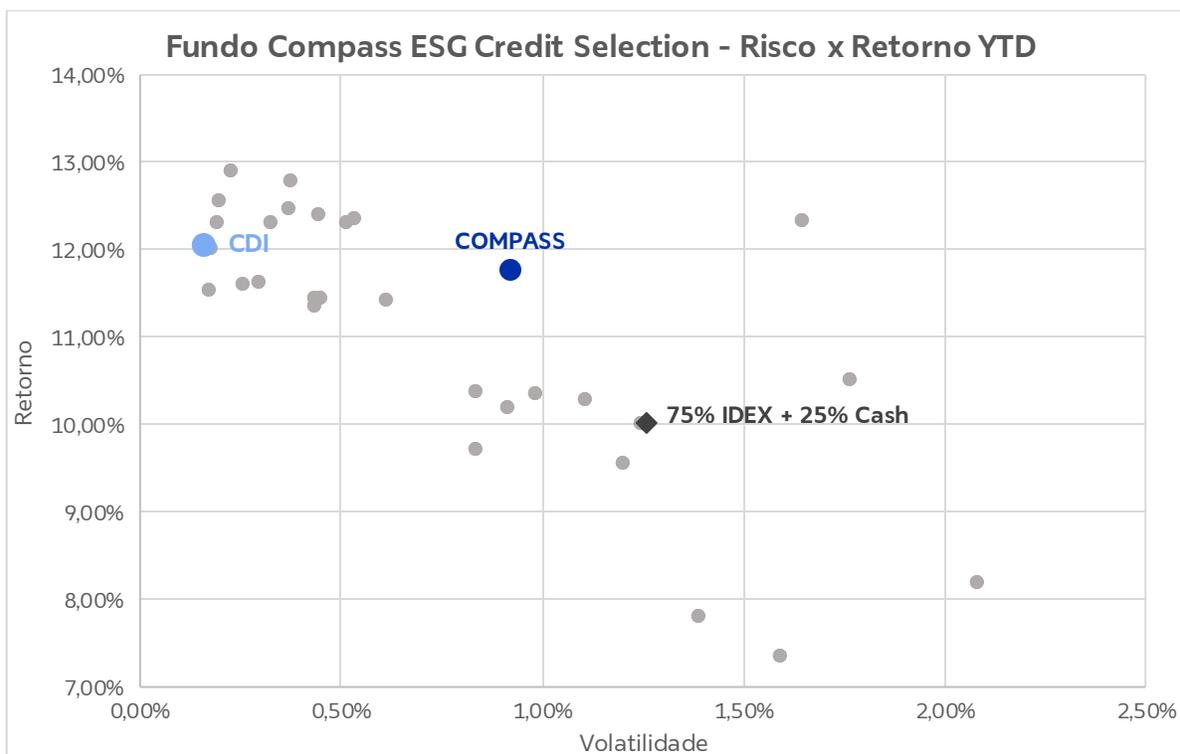
Em comparação com pares do setor, como Unipar e Dow, a estrutura de capital da Braskem está completamente desbalanceada, pois os comparáveis, mesmo nesse ambiente desafiador, seguem com alavancagem líquida inferior a 2,0x. A desalavancagem da Braskem deve ocorrer apenas a partir de 2025, e com certo gradualismo. Nessa conjuntura, os pilares da tese de crédito são a liquidez e o cronograma de amortização alongado, que aliviam as pressões sobre o fluxo de caixa operacional advindas da fase desfavorável do ciclo dos spreads. Os controladores da companhia e as notícias sobre players interessados em adquirir a companhia também sustentam o crédito.

Ainda assim, desde a divulgação da referida notícia, os spreads abriram cerca de 400 bps e as debêntures perderam liquidez. Nesse momento, os papéis mais longos negociam entre CDI + 6,50% e CDI + 7,00%, nível bem superior ao justificável para um emissor AAA local. Logo, os preços precificam uma probabilidade não desprezível de downgrade adiante, fruto do alto ônus financeiro de prováveis ressarcimentos. Devido às incertezas citadas, não carregamos exposição à empresa e, mesmo após o movimento descrito, não acreditamos que os spreads precifiquem adequadamente o risco de ampliação das indenizações, que é de difícil mensuração. O aspecto positivo desse evento é observar como se revelou inócuo para o secundário: em meio à deterioração dos spreads da Braskem, o mercado continuou operando normalmente, sem qualquer contágio.

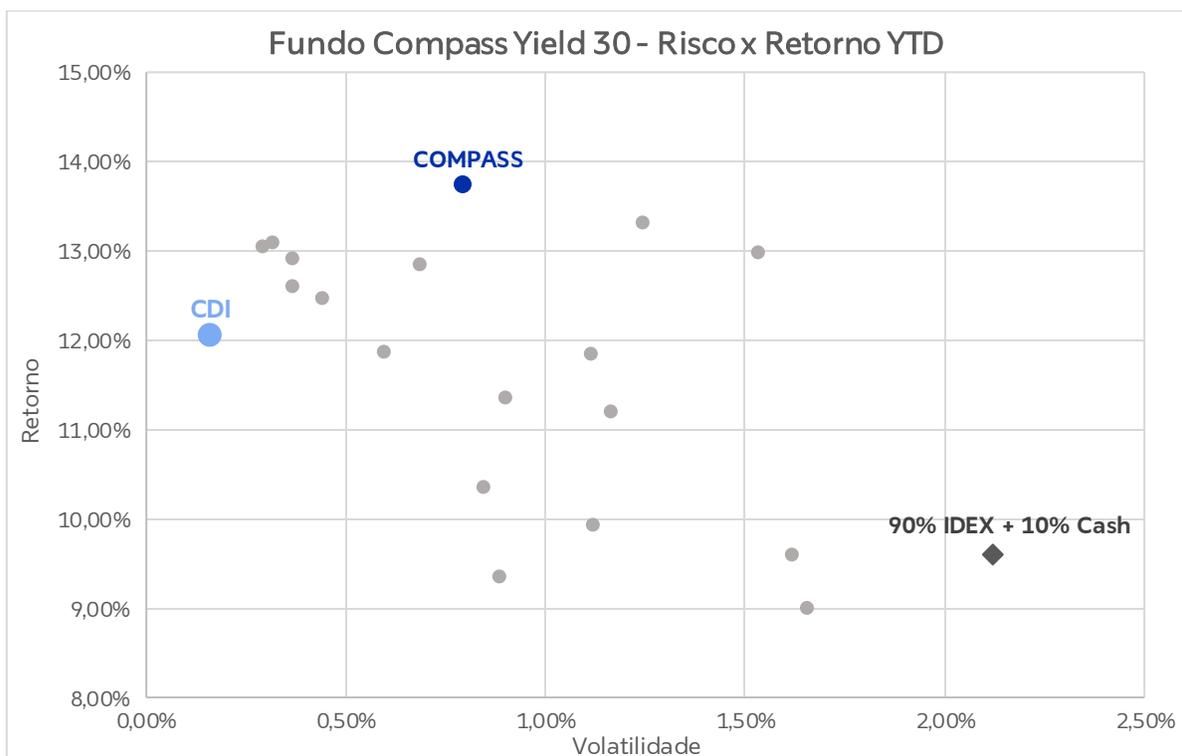
No segmento high yield, a originação de ativos cresce aceleradamente como consequência da maior demanda dos investidores e da queda da Selic, que abre espaço para as companhias mais alavancadas acessarem o mercado e refinanciarem suas amortizações. Nesse momento, o fluxo de operações que recebemos está repleto de transações com retornos entre CDI + 5% e CDI + 8%, de diferentes setores e naturezas, concebendo uma oportunidade única de diversificação dos portfólios e incremento dos retornos. Aproveitando essa conjuntura, fechamos o investimento na cota sênior de um FIDC de precatórios alimentares estaduais a uma remuneração de CDI + 8%.

Para os portfólios investment grade geridos pela casa (**ESG e D30**), no mês de novembro auferimos ganhos especialmente através das posições detidas em Ambipar e Viveo, que atravessaram uma compressão de spreads que, desde meados de outubro, supera 100 bps. Carregávamos posições de quase 3% em cada um dos emissores, no limite superior do intervalo gerencial de exposição por emissor, porque enxergávamos a distorção nos spreads dos papéis vis-à-vis o risco de crédito. Ademais, o mercado primário foi também fonte de retornos importantes, com ênfase para as alocações feitas em Compass e Ecorodovias. Também fizemos investimento nas debêntures da Vitru, desembolsadas agora em dezembro e com um prêmio vantajoso comparativamente a empresas do mesmo setor e mesmo nível de rating.

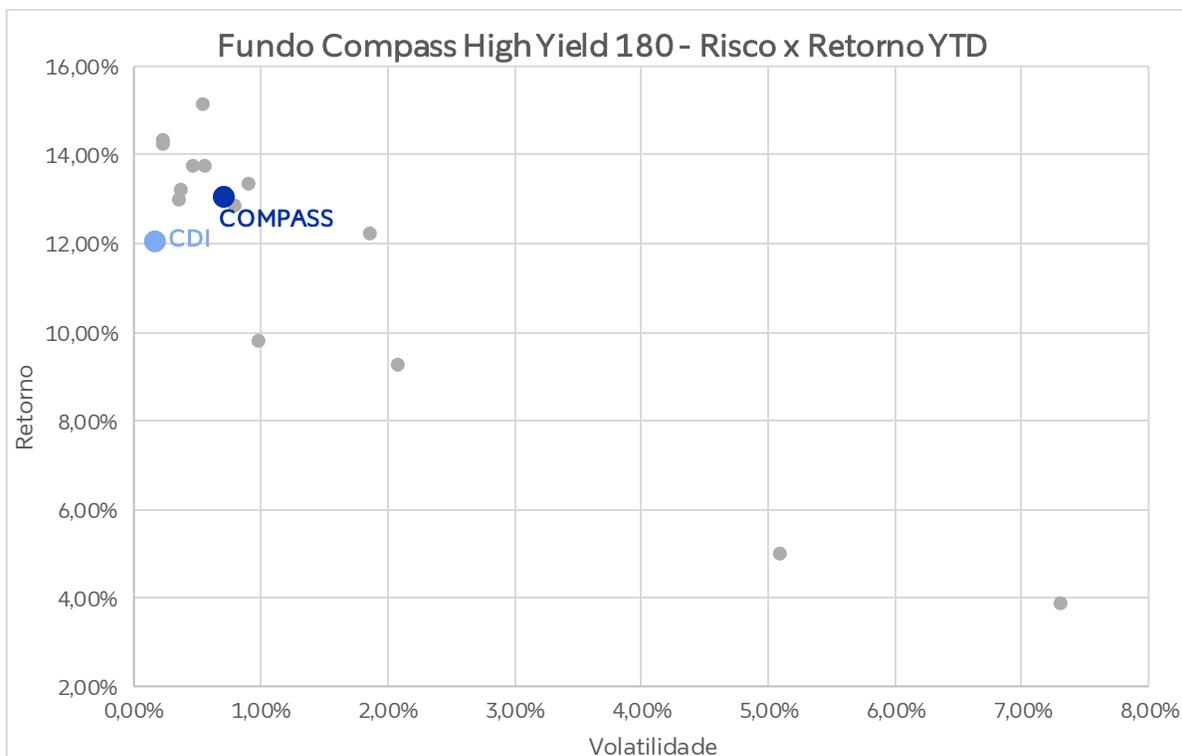
No mês, o fundo **Compass ESG Credit Selection** rendeu significativamente acima de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de **+1,22%**, equivalente a **132% CDI**, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de **+13,25%** (99% CDI). Os spreads vantajosos permitem uma alocação mais conservadora sem comprometimento dos retornos para os cotistas. Encerramos o mês com carregamento bruto de **CDI + 1,6% a.a.**, duration de **2,1 anos**, rating médio local **AA+** e caixa próximo a 20% do PL. **Não houve contribuições negativas no período.**



No mês, o fundo **Compass Yield 30** rendeu significativamente acima de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de **+1,31%**, equivalente a **143% CDI**, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de **+15,31%** (114% CDI). Encerramos o mês com carregamento bruto de **CDI + 2,5% a.a.**, duration de **2,4 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. **Não houve contribuições negativas no período.**



Finalmente, no caso do **Fundo High Yield 180**, além do investimento supracitado em um FIDC de precatórios, temos três operações em fase avançada de análise. São ativos de risco corporativo, com taxas entre CDI + 6,50% e CDI + 8,00%. O carregamento atual do fundo, de CDI + 6%, deve ser majorado nos próximos meses mediante as oportunidades constantes no nosso pipeline. No segmento de estruturados, substituímos a posição em cotas sênior do FIDC Iosan por cotas mezanino, incrementando o retorno em 300 bps, para CDI + 8%, devido à performance positiva do fundo e à expectativa de que a inadimplência corporativa esteja no seu pico e, por conseguinte, em fase de inflexão. Também auferimos ganhos de capital com o investimento em Alubar, cujas debêntures passaram por uma compressão de spreads de cerca de 40 bps desde outubro. No mês o Fundo rendeu significativamente acima de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de **+1,19%**, equivalente a **129% CDI**, acumulando desde o início um retorno de **+14,15%** (106% CDI) e duration de **1,9 ano**.



Fundo	Novembro	Outubro	Setembro	2023	3M	6M	12M	24M	Início
<b>Compass ESG</b>	<b>1.22%</b>	<b>1.22%</b>	<b>1.18%</b>	<b>11.83%</b>	<b>3.79%</b>	<b>8.24%</b>	<b>13.25%</b>	<b>28.35%</b>	<b>37.76%</b>
% CDI	132%	122%	121%	98%	125%	129%	99%	105%	106%
<b>Compass Yield D30</b>	<b>1.31%</b>	<b>1.27%</b>	<b>1.20%</b>	<b>13.81%</b>	<b>3.97%</b>	<b>8.64%</b>	<b>15.31%</b>	<b>31.54%</b>	<b>45.54%</b>
% CDI	143%	127%	123%	114%	131%	135%	114%	115%	131%
<b>Compass HY D180</b>	<b>1.19%</b>	<b>1.27%</b>	<b>1.27%</b>	<b>13.12%</b>	<b>3.90%</b>	<b>8.27%</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>14.15%</b>
% CDI	129%	127%	130%	108%	129%	129%	N/A	N/A	106%
<b>CDI</b>	<b>0.92%</b>	<b>1.00%</b>	<b>0.97%</b>	<b>12.04%</b>	<b>3.02%</b>	<b>6.33%</b>	<b>13.36%</b>	<b>26.91%</b>	<b>N/A</b>

### 03. Fundo de Ações

O **Fundo Compass Long Biased** retornou no período de novembro 9,57%, **acima de seu benchmark** IPCA + Yield IMA-B. A queda nas taxas de 10 anos dos EUA desde o pico no final de outubro e perspectivas mais positivas para a economia Americana, incluindo o que parece ser um bem-sucedido processo desinflacionário, contribuíram para o aumento do apetite a risco por parte dos investidores globais, que por sua vez impactou de forma positiva os mercados emergentes em geral. Dados mais recentes sobre inflação e emprego nos EUA aumentaram a confiança do mercado de que o ciclo de alta na taxa de juros do FED terminou e pode até começar a reduzir mais cedo do que o esperado. No Brasil, dinâmica benigna da inflação de curto prazo, forte superávit comercial e expectativas de queda nas taxas de juros nos EUA aumentaram a confiança do mercado de que a taxa Selic pode encerrar 2024 em um único dígito. Apesar disso, a frágil situação fiscal do Brasil continua a ser uma preocupação e um contraponto para essa visão otimista. Olhando por uma ótica positiva, discussão sobre a mudança da meta fiscal de 2024 parece ter sido adiada para março de 2024, enquanto a aprovação de medidas de aumento de impostos no final de 2024 pode oferecer aos mercados motivos para ter esperança. Em relação ao mercado acionário local, mesmo depois de um novembro forte, as ações locais continuam negociando em um valuation atrativo – 10X P/E (desconsiderando Petrobrás e Vale) e apenas 8x incluindo eles, um desvio padrão abaixo média.

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 mudança da meta fiscal; alta dos juros americanos e o impacto na atividade econômica nos Estados Unidos; crescimento da China. Em relação ao fundo Compass LB, diminuímos o Net Long ao longo do mês de novembro, terminamos próximo a 75% no final de novembro, vindo de aproximadamente 78% no final de outubro. Ao longo do mês, aumentamos a posição comprada no setor de bancos, serviços financeiros e varejo; e diminuímos a posição comprada no setor de mineração, construção, consumo básico e shopping. Os maiores ganhos no mês foram nas posições compradas em Vivara, BTG Pactual, Localiza e Itaú-Unibanco; e não tivemos nenhuma perda relevante ao longo do mês de novembro.

#### **Maiores Ganhos:**

##### **Vivara**

Em novembro a Vivara teve uma performance forte, com apreciação de 17%, justificada por um ótimo desempenho operacional no terceiro trimestre com crescimento de receitas na casa dos 20% e expansão de margens. Nos últimos meses aproveitamos a oportunidade de aumentar a nossa posição e seguimos confiantes na tese de investimento, especialmente na oportunidade de expansão de lojas da marca Life. Continuação do forte momento operacional no quarto trimestre e em 2024, combinado

com uma posição mais protegida em relação a discussões tributárias, reforçam a Vivara como uma das nossas principais posições dentre do setor de varejo.

### **BTG Pactual**

O BTG Pactual se beneficiou no mês de novembro de uma dinâmica favorável dos mercados globais e de um resultado operacional no terceiro trimestre bastante forte. As principais contribuições para os resultados positivos foram uma recuperação forte do banco de investimento com aumento das operações de DCM (Debt Capital Markets) e resultados robustos na asset e wealth management que mantiveram fluxos de captação líquido em um patamar elevado e bem acima dos seus principais competidores. Dessa forma, o banco deve fechar 2023 entregando pelo quarto ano seguido um resultado superior ao indicado no começo do ano, o que gera a percepção de que teremos novamente revisões para cima do lucro esperado para 2024. Vemos hoje o BTG sendo negociado a 11,6x P/E 24e, um lucro líquido crescendo duplo dígito e uma rentabilidade superior a 22% e por isso seguimos investidos na ação.

### **Localiza**

As ações de Localiza tiveram um bom desempenho em novembro subindo 18,0% no mês, com o resultado do terceiro trimestre surpreendendo positivamente, apresentando crescimento tanto no segmento de aluguel de carros como no segmento de gestão de frotas. Além disso, uma desaceleração na taxa de crescimento da depreciação, contribuiu para a diminuição da preocupação por parte do mercado sobre uma possível mudança estrutural no setor. Acreditamos que essa preocupação tenha impactado a performance da ação ao longo do ano. Apesar da valorização recente, ainda gostamos do risco/retorno no atual nível de preços do papel e mantivemos nossa posição comprada. A 16,5x P/E, ainda enxergamos espaço para expansão de múltiplos ao longo de 2024, com a contínua melhora dos resultados e a retomada do crescimento ao longo do ano.

### **Itaú-Unibanco**

A boa performance do Itaú-Unibanco no mês de novembro se deve a uma combinação de uma melhor dinâmica dos mercados globais junto com a divulgação dos resultados operacionais do terceiro trimestre que não só vieram bastante sólidos, como marcaram também um ponto de inflexão em relação a qualidade da carteira de crédito que finalmente deverá começar a melhorar. Além disso, as novas regras de risco operacional divulgadas pelo Bacen vieram melhores que o esperado, o que abre a possibilidade do Itaú-Unibanco pagar um dividendo extraordinário de aproximadamente 4,0% e também aumente o seu payout estrutural, dado que a sua posição de capital atual é superior ao exigido pela sua política interna. Dessa forma, vemos o banco sendo negociado a 7,6x P/E 24e, um lucro líquido que seguirá crescendo dois dígitos e uma rentabilidade superior a 22% e por isso seguimos gostando do papel.



**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/).

