



CARTA MENSAL DOS GESTORES Fundos Compass

Dezembro 2023

ÍNDICE

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

“Investing is a popularity contest, and the most dangerous thing is to buy something at the peak of its popularity. At that point, all favorable facts and opinions are already factored into its price, and no new buyers are left to emerge.”

Howard Marks

CARTA MENSAL DOS GESTORES – FUNDOS COMPASS

01. Cenário macroeconômico

Em dezembro, observamos nova rodada de afrouxamento das condições financeiras globais, proporcionada pela consolidação do cenário de soft landing da economia norte-americana. Desse modo, prosseguiu o movimento de compressão dos juros globais e valorização dos ativos de risco, assim como enfraquecimento do USD ante as principais moedas. Concomitantemente, com o arrefecimento dos núcleos da inflação, o Federal Reserve pivotou sua posição e abrandou o tom de sua comunicação, induzindo o mercado a já ponderar sobre o início de cortes de juros nos EUA.

A despeito do prognóstico mais sadio sobre a economia norte-americana, a trajetória de convergência da inflação não é trivial. O nonfarm payroll divulgado no início de janeiro foi robusto, ficando acima do consenso (216 mil vs. 175 mil) e sendo acompanhado de taxa de desemprego inferior à projetada (3,7% vs. 3,8%) e crescimento de salários nominais também acima das expectativas (4,1% a/a vs. 3,9% a/a). Ademais, os números de outubro e novembro foram revisados para cima. É a primeira leitura sem o efeito de greves, que explicam as revisões substanciais dos dados passados. É o retrato de um mercado de trabalho ainda aquecido e justo. Contrabalanceando esse quadro, o recuo nas vagas em aberto e horas trabalhadas suscita uma reversão gradual dessa pressão, bem como a composição das contratações, na qual são preponderantes setores não cíclicos (saúde e público).

Ainda nos EUA, durante o período festivo, o congresso norte-americano falhou no avanço em pautas impreteríveis, como o financiamento da Ucrânia no conflito com a Rússia, segurança das fronteiras, entre outras. Consequentemente, sendo o dia 19/01 a data limite para solução dessas pendências fiscais, é improvável que o país escape de um shutdown parcial. Como mitigante, os impactos desse shutdown ficariam circunscritos a áreas não críticas, sem grandes desdobramentos até a solução do impasse no congresso.

No âmbito geopolítico, no dia 02 de janeiro, um dos líderes do grupo terrorista Hamas, Saleh Al Arouri, foi assassinado em um ataque supostamente orquestrado por Israel no sudeste de Beirute, no Líbano. O evento reacendeu temores sobre uma escalada na tensão militar entre Israel e seus vizinhos, com possível embarque dos terroristas do Hezbollah no conflito bélico, e desencadeou apreciação do Brent, novamente flertando com o nível de USD 80. No curto prazo, os efeitos devem se restringir à paralisação temporária das negociações de paz mediadas por Egito e Catar. De qualquer modo, é um lembrete amargo para os riscos geopolíticos de 2023 que prosseguirão ativos em 2024.

Em relação à China, os PMIs NBS (mais influenciado pela demanda doméstica) e Caixin (mais concentrado em setores manufatureiros exportadores) divergiram em dezembro, gerando sinais mistos sobre a atividade, porém ainda assim salientando os desafios dos componentes domésticos, oriundos de um setor imobiliário ainda combalido, com vendas e construções de casas ambas em declínio. A derrocada do banco Zhongzhi, configurando uma das maiores falências da história chinesa, é evidência dos riscos latentes, especialmente no segmento de shadow banking.

Em 2023, o crescimento do PIB chinês foi tortuoso, porém deve ficar razoavelmente próximo da meta de 5%, que deverá ser estendida para 2024, alicerçada em políticas de estímulo, de acordo com as indicações proferidas na reunião do Politburo e na Central Economic Work Conference. Entretanto, nesse ano, potencialmente notaremos uma contribuição menor do consumo, que abrirá espaço para uma retomada tímida dos investimentos conforme a draga sobre o setor de real estate comece a se dissipar. O deflator do PIB deve se manter no campo deflacionário por algum tempo, tornando-se marginalmente positivo ao decorrer do ano e, ainda assim, restringindo o PIB nominal.

Paralelamente, na Europa, o núcleo da inflação continua benigno, desacelerando na última leitura para 3,4% a/a, ante 3,6% a/a na medição anterior. Logo, os números progridem na direção e ritmo pretendidos pelo ECB, abrindo espaço para flexibilização monetária adiante. Nesse sentido, parece factível a realização do primeiro corte de juros na reunião de junho, viabilizado também pelo crescimento modesto do bloco. De fato, as últimas leituras dos PMIs de serviços e manufatura apontam para estagnação, com números abaixo do consenso, frisando a letargia da atividade na região. Em contrapartida, o vizinho Reino Unido enfrenta uma inflação mais resiliente, demandando uma política monetária ainda contracionista.

No Brasil, os dados de inflação reafirmaram uma dinâmica de preços favorável. O IPCA-15 de dezembro surpreendeu com uma leitura acima do esperado, porém oriunda de itens voláteis da cesta do índice, como passagens de avião e gasolina. O núcleo se manteve saudável e, por conseguinte, não deve implicar em mudança no rumo da política monetária. Com esse dado, esperamos que o IPCA tenha fechado em 4,5% no acumulado de 2023. No curto prazo, as leituras recentes sugerem que os preços de alimentos ficaram pressionados em decorrência dos efeitos climáticos derivados do El Niño, porém o choque será transitório e efêmero, desaparecendo em breve à medida que diversas commodities agrícolas se beneficiam de lavouras de grãos vigorosas em países como Argentina e EUA.

Para a reunião do COPOM de fevereiro, continuamos projetando um corte de 50 bps. Não apostamos em aceleração dos cortes, uma vez que as incertezas ainda são relevantes e, tradicionalmente, banqueiros centrais prezam pela atenuação da volatilidade da política monetária. Nesse sentido, os efeitos do El Niño sobre os preços de múltiplas commodities agrícolas, a possibilidade de reinstalação de tributos com

efeitos inflacionários e a leve desancoragem da inflação para além de 2024 são fatores que justificam esse discernimento por parte do Banco Central.

No que concerne à curva de juros, o movimento das treasuries nas últimas semanas catapultou uma compressão equânime no mercado local, porém sem lastro nos riscos políticos e fiscais no horizonte. Nesse momento, acreditamos que os vértices longos das curvas nominal não precificam adequadamente tais riscos, mesmo em face de uma Selic terminal implícita de 11%, ante um valor neutro próximo de 8%. Julgamos mais atrativas as NTN-Bs de médio prazo, que negociam com inflações implícitas historicamente baixas, próximas a 4%, proporcionando assim uma proteção caso os riscos inflacionários apontados se materializem.

Na esfera política, o ano se encerrou assinalando as seguintes prioridades legislativas para 2024: (1) a regulamentação da reforma tributária, envolvendo a definição, pelo congresso, dos parâmetros e da estrutura de governança embutidos no texto aprovado; (2) reforma do imposto de renda; (3) implementação de novas medidas arrecadatórias para cumprimento da meta fiscal; e (4) agenda ambiental, impulsionada pela COP28. São temas críticos, porém ameaçados pela comunicação deficiente e coordenação política precária exercidas pelo governo, que não possui uma base de apoio estável, em especial no congresso, e se depara com resistências para ampliação da arrecadação.

Assim, sem surpresas, o principal risco a ser monitorado em 2024 a nível doméstico é o fiscal. Os últimos números publicados se mostraram tão dramáticos quanto os precedentes, revelando o maior déficit do setor público para um mês de novembro desde 2016. Projetamos que o déficit em 2023 deva se situar em 2% do PIB, exacerbado pela liquidação de precatórios. Para 2024, ratificamos nossa estimativa de déficit próxima a 1% do PIB, escorada nos imbróglis enfrentados pelo governo para aumento da arrecadação e nas projeções excessivamente otimistas de incremento de receitas com as medidas já aprovadas. Os embates entre a equipe econômica e o congresso na reoneração parcial da folha de pagamentos simbolizam com precisão os desafios mencionados.

Como se pode inferir, os números implicam uma alta probabilidade de revisão da meta de resultado primário para 2024. Todavia, a conveniente interpretação da regra que define o montante a ser contingenciado por lei postergou essa necessidade, pois reduziu de R\$ 50 bilhões para R\$ 23 bilhões o montante a contingenciar. Desse modo, a alteração da meta pode não ocorrer na primeira avaliação bimestral de receitas e despesas, como se esperava até essa leitura torta do arcabouço.

Amplificando os riscos, as pesquisas de avaliação periodicamente divulgadas pelo Instituto Datafolha, Ipec e Quaest mostram estabilidade da taxa de aprovação (“ótimo/bom”) em torno de 40% ao longo de 2023, com oscilações dentro da margem de erro estatístico. Simultaneamente, dependendo do instituto, a taxa de rejeição (“ruim/péssimo”) varia entre 25% e 30%. É um quadro de categórica polarização. Nesse

ano, a deflação de alimentos, a surpresa positiva do crescimento do agronegócio no primeiro trimestre, com retração inferior à projetada na sequência, e um mercado de trabalho resiliente sustentaram a aprovação em patamares confortáveis. Em 2024, a desaceleração econômica seguramente impactará negativamente a avaliação e possivelmente acionará medidas corretivas populistas, que confrontarão a já vaga austeridade fiscal preconizada por Haddad e sua equipe.

Moderando nosso ceticismo com o cenário doméstico, a balança comercial encerrou 2023 com desempenho recorde, totalizando um superávit de USD 99 bilhões, 61% acima do máximo histórico registrado em 2022. Sobretudo, o resultado é decorrente do maior quantum exportado, impulsionado pela safra de soja e milho e pela indústria extrativa, e da redução dos preços das importações, favorecendo os termos de troca, mesmo que sigam menores do que no passado. O forte desempenho provavelmente se repetirá em 2024, com um saldo estimado de USD 85 bilhões, repercutindo fatores estruturais que elevaram permanentemente o saldo comercial, como a maior produtividade do setor agropecuário e a maior extração de petróleo no pré-sal. Contudo, especificadamente no próximo ano, haverá contribuição negativa da quebra da safra de grãos, penalizando o superávit.

Há alento também proveniente do mercado de trabalho, cuja firmeza em meio à política monetária contracionista é digna de nota porque é possivelmente derivada de alterações estruturais na dinâmica do emprego. Naturalmente, essa resiliência é explicada em parte pela queda da taxa de participação nos pós-pandemia. Se retornássemos àqueles níveis, o desemprego estaria acima de dois dígitos. Contudo, além desse efeito, com base na literatura recente, julgamos que a reforma trabalhista e outras flexibilizações reduziram o ônus da contratação para as empresas e, conseqüentemente, a taxa de desemprego estrutural, que pode ter caído abaixo dos 8,5%-9,0% que se discutia outrora. Essa queda explicaria a razão pela qual o crescimento nominal dos salários atual é mera recomposição da inflação passada, sem incrementos reais verdadeiros. Adicionalmente, justifica a dinâmica comportada da inflação de serviços, que é historicamente mais inercial e sensível a um mercado de trabalho aquecido.

02. Fundos de Crédito

Nessa primeira carta do ano, aproveitaremos esse espaço para apresentar nossas expectativas para o mercado de crédito. Desde outubro de 2016 até janeiro de 2021, vivemos um período de queda ininterrupta da Selic, que migrou de 14,25% a.a. para 2,00% a.a., o patamar mais baixo da história brasileira desde a promulgação do Plano Real. Paralelamente, a política monetária global atravessou relaxamento de intensidade semelhante, elevando o patamar de liquidez dos mercados e estimulando a tomada de risco desenfreada. Nessa conjuntura, modelos de negócios outrora inviáveis se tornaram lucrativos, empresas acessaram o mercado de capitais e obtiveram recursos abundantes a taxas extraordinariamente tentadoras e os investidores, sedentos por retorno e inerentemente vulneráveis a dissonâncias cognitivas e FOMO, se dispuseram a alavancar companhias de sustentabilidade questionável por prazos assustadoramente longos sem qualquer visibilidade.

O ambiente econômico de 2024 em diante será distinto. Independentemente da projeção que cada investidor possui para a Selic e para as taxas de juros nos países desenvolvidos, o fato é que não retornaremos em breve à realidade anômala experimentada a nível global entre 2009-2021 que favoreceu irrestritamente os ativos de risco. Em particular, no Brasil, caminhamos para uma conjuntura caracterizada por crescimento mais moderado, condições externas voláteis e desafiadoras, quadro fiscal insustentável, juros nominais próximos, mas superiores ao patamar neutro e inflação acima da meta, mesmo que dentro da banda de oscilação tolerável. As eleições municipais em 2024 e as presidenciais em 2026 adicionam outros fatores de risco, visto que o populismo que caracterizou o início desse mandato presidencial e os anos anteriores devem permanecer e será exacerbado quando a máquina pública for reorientada para suportar os aliados do governo incumbente.

Nesse contexto, avaliamos que a classe de ativos de crédito deverá apresentar atrativos retornos ajustados ao risco. A conclusão é justificada pela acomodação da Selic em um patamar ótimo para o investimento em crédito: nem tão alto a ponto de onerar excessivamente as empresas e asfixiá-las, consumindo o fluxo de caixa operacional com o pagamento de juros e restringindo o acesso a fontes de crédito, mas também não tão baixo a ponto de comprometer a competitividade da classe em face das demais opções de investimento disponíveis. A queda da taxa livre de risco, que se projeta acima de 400 bps nesse ciclo, será suficiente para aliviar a pressão sobre a geração de caixa dos emissores corporativos e tornar mais saudável o excesso de spread em produtos estruturados. Portanto, a classe de crédito deverá recuperar o protagonismo na parcela de renda fixa dos portfólios, a qual, ao decorrer de 2023, foi redirecionada continuamente para instrumentos bancários de risco ínfimo, como CDBs e LCAs, em função dos temores despertados pela derrocada das Lojas Americanas.

Apesar do nosso otimismo com a classe de crédito, não subjugamos os riscos vindouros. Subsequentemente exploraremos com maior afinco esse tema, porém cabe antecipá-lo

para salientarmos mais uma vez que os próximos anos não serão uma repetição da tranquilidade de 2017-2018 ou 2021. Ante uma conjuntura macroeconômica e política ainda complexa, dotada de múltiplos riscos latentes, a seletividade na alocação será imprescindível em todos os níveis da hierarquia da otimização de portfólios. Ou seja, não apenas no âmbito da escolha de teses de investimento individuais, mas também na predileção por certos setores econômicos em detrimento do restante.

A seleção criteriosa se impõe não somente pelo risco de crédito, mas também pela remuneração dos papéis investment-grade. Com a recuperação do mercado no decorrer do 2S23, houve substancial compressão de spreads, e papéis de empresas de alta qualidade começaram a ser negociados em níveis até mesmo inferiores àqueles observados antes do default das Lojas Americanas e da crise deflagrada por esse. Nesse tipo de conjuntura, a análise de valor relativo e a precificação com acurácia do risco de crédito são vitais, pois, em meio a papéis caros, há também oportunidades de investimento ainda atrativas, especialmente em segmentos do mercado nos quais a competição é menor, implicando em maior assimetria de informação.

Em complemento, inferimos ser nossa responsabilidade fiduciária como gestores a proteção patrimonial dos nossos investidores nos esforçar esquivando de ofertas mal precificadas e não cedendo à pressão de aquisição de ativos a qualquer preço através do crescimento prudente e sustentável de nossas estratégias de crédito. Essa última estratégia é crítica para impedir o acúmulo indesejável de caixa nos portfólios e, como desdobramento, o aumento do custo de oportunidade dessa parcela da carteira. Acreditamos na expansão comedida e gradual de nossos portfólios como mecanismo de proteção contra a alocação em ativos mal precificados, ou, como classificaria Howard Marks, ativos nos respectivos “picos de popularidade”. As crises vivenciadas pelo mercado de crédito no passado, em especial no final de 2019, reverberam o risco associado à malfadada combinação de portfólios de crédito acima da capacidade com mercados em períodos de “exuberância irracional”, remetendo aqui ao conceito definido por Alan Greenspan no final da década de 90.

Para ilustrar o efeito nocivo desses períodos de irracionalidade sobre a precificação de crédito high grade, selecionamos duas teses que rejeitamos no mercado primário logo antes da eclosão da crise de crédito de 2023: Magazine Luíza e Sequoia. No caso da primeira, utilizando o modelo híbrido DRSK para companhias listadas da Bloomberg, que combina uma abordagem estatística com um modelo estrutural para estimativa da probabilidade de default, constatamos que, para um horizonte de 2,5 anos, a probabilidade de insolvência da Magazine Luíza registrou um valor médio de cerca de 10% ao decorrer de 2022.

Assumindo uma taxa de recuperação de 30% para as debêntures da companhia, consistente com o histórico disponível para instrumentos de crédito domésticos não colateralizados, depreendemos que o spread justo nesse ano estava próximo de 7% a.a., mais de 500 bps superior ao spread médio das debêntures de mesmo duration no

mercado secundário ao longo do referido ano. A correção dessa divergência ocorreu somente em 2023, após a crise das Lojas Americanas e a degradação adicional dos indicadores de crédito da companhia por trimestres consecutivos. Aliás, a qualidade de crédito já estava em deterioração desde o início de 2022, sustentando nossa decisão de evitar qualquer exposição à companhia.

Replicando a análise para Sequoia, uma tese que repudiamos na época da última captação de debêntures da companhia, em novembro de 2022, notamos que, naquele momento, a probabilidade de default estimada pelo modelo para um horizonte de dois anos era de 15%. As ações da companhia já haviam derretido, despencando quase 90% desde o ápice alcançando em 2021. Repetindo o exercício numérico acima, o spread justo do papel era de 10% a.a., aproximadamente. Formidavelmente, as debêntures foram lançadas a CDI + 2,75% a.a. com absorção integral pelo mercado do montante ofertado.

Com a apresentação dessa análise, que foi analogamente aplicada a outras companhias e justificou a não exposição às mesmas dado ao desconforto dos casos ou de determinados setores, sem julgar que estes eram eventos certos e antecipáveis. Possivelmente, sem a crise das Lojas Americanas, que se desdobrou em um credit crunch temporário, dezenas de eventos de crédito subsequentes não teriam ocorrido, pois foram disparados por uma escassez de fontes de financiamento e explosão do custo de captação emergentes da crise citada.

Assim, o intuito é ilustrar a falta de maturidade ainda identificada no mercado de crédito doméstico, no qual a precificação do risco de crédito é distorcida por múltiplas forças, variando desde desequilíbrios entre oferta e demanda de papéis até a penetração desordenada e deturpada dos instrumentos isentos de tributação, home bias e a existência de investidores ruidosos (tradução livre de noise traders, conforme definidos na literatura pertinente).

Portanto, no universo de crédito local, a despeito das oportunidades e do otimismo com o desempenho da classe investment grade para 2024, acreditamos que, em termos de retorno vis-à-vis o risco, as oportunidades mais vantajosas estão no segmento high yield e de produtos estruturados. Já vínhamos falando da oportunidade na classe, que permanece como diretriz para 2024. Sucintamente, há duas razões embasando nosso posicionamento: (1) no que tange aos retornos, o segmento ainda não atravessou a correção já sedimentada no segmento high grade após a normalização do mercado iniciada em maio de 2023; e (2) concernente aos riscos, os emissores dessa categoria são sobremaneira privilegiados pela queda da Selic e retomada do mercado de crédito, pois possuem acesso mais dificultoso e restrito ao mercado de capitais e, por conseguinte, convivem com spreads de crédito sempre elevados, de modo que uma Selic alta se traduz em insustentabilidade financeira até mesmo em casos de endividamento moderado.

No que tange aos riscos, no curto prazo, os principais residem atualmente no setor agropecuário. O El Niño e as anomalias climáticas associadas ao fenômeno acarretaram perdas relevantes na produção de grãos Centro-Oeste, que sofre com a pluviosidade fraca e irregular, e no Sul, assolado por chuvas intensas e inundações dos solos. As sucessivas ondas de calor vivenciadas desde setembro também prejudicam as plantações ao comprometer o pleno desenvolvimento das lavouras. O quadro é especialmente delicado em áreas de MG, MS e MT, cujas cidades registraram temperaturas máximas superiores a 40°C nesses períodos de calor escaldante.

Nesse momento, os modelos meteorológicos projetam chuvas mais volumosas no MATOPIBA durante o verão, porém ainda esparsas. Janeiro será decisivo, pois esses mesmos modelos projetam que essa pluviosidade da estação estará mais concentrada nesse mês, a qual, se não confirmada, comprometerá ainda mais a produtividade dessa safra. No acumulado do verão, mesmo com essa expectativa de curtíssimo prazo, espera-se um nível pluviométrico inferior à média histórica para a região. No caso do Sul brasileiro, as precipitações permanecerão intensas nessa estação.

Como agravante, ao contrário de períodos similares no passado, nos quais a menor oferta de grãos foi acompanhada de cotações mais elevadas, a forte produção de soja e milho na Argentina para a safra de 2023/24, somada à produção robusta de milho nos EUA, coloca um teto para os preços dessas commodities. Logo, os produtores sofrerão duplamente com uma produtividade menor e cotações pressionadas.

Também identificamos riscos no setor petroquímico, pois os spreads prosseguem ciclicamente baixos e a reversão é esperada para 2025 apenas. Companhias com balanços mais frágeis e alavancados como a Braskem se encontram em posição vulnerável para atravessar esse período. Desse modo, estamos bastante seletivos com as posições porque não podemos descartar eventos de crédito ao longo de 2024.

Finalmente, no setor varejista, também mantemos nosso ceticismo, decorrente de famílias com renda disponível ainda comprometida por pagamento de serviço da dívida e da desaceleração da atividade projetada para 2024. Enquanto não houver mais clareza sobre a reversão desse cenário, não será propício o retorno para o setor, exceto em players com modelos de negócio menos cíclico e vendas com menos elasticidade em relação ao PIB.

No universo LatAm, o setor de utilities se mantém atrativo, com ênfase para os players detentores de PPAs em USD e com exposição crescente ao setor de geração de energia renovável. Em complemento, também visualizamos espaço para apreciação dos papéis de instituições financeiras, principalmente as dívidas subordinadas, suportadas pelo sólido nível de capitalização dessas instituições e valuations atrativos após os eventos que afetaram esse nicho nos EUA e Europa. O setor de Oil & Gas também opera em níveis convidativos, com valor especialmente nos players menores e com baixo lifting cost, pois

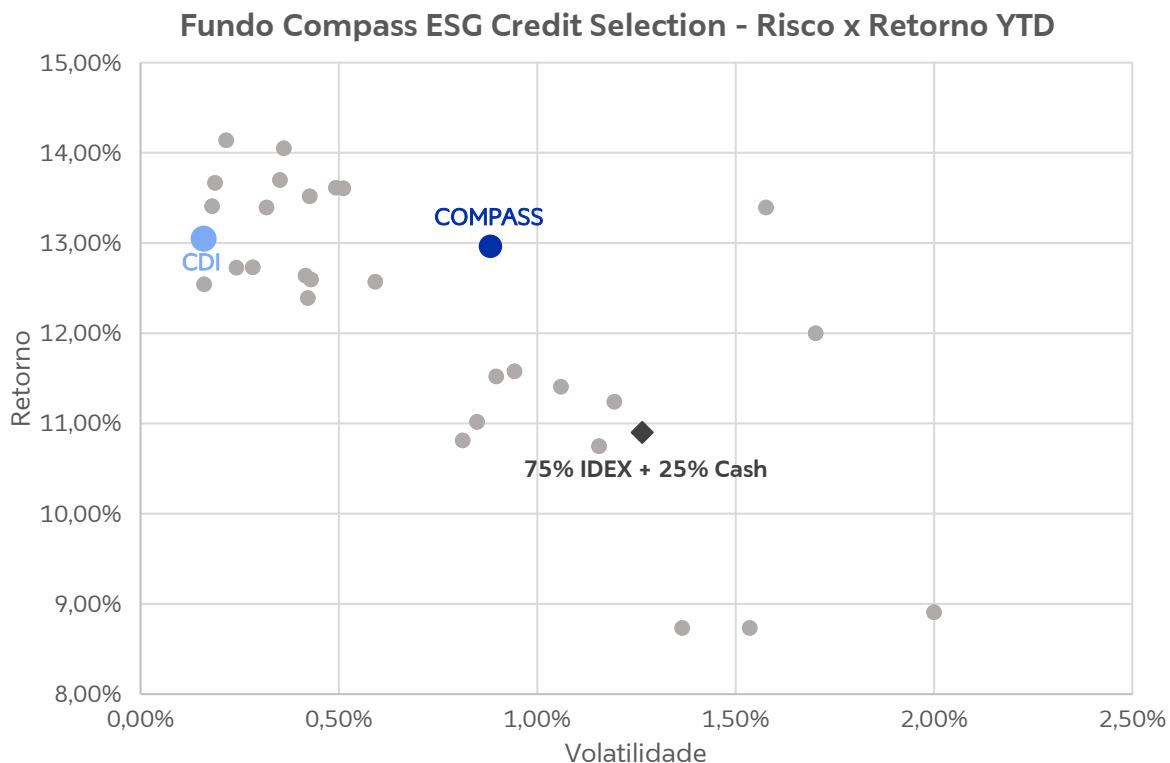
a tendência é que a cotação do barril permaneça significativamente acima do custo de extração, assegurando forte geração de caixa operacional.

No extremo oposto do espectro de crédito LatAm, o nosso pessimismo reside com o setor de telecomunicações, pois há companhias alavancadas e pressionadas para enfrentar o ambiente cada vez mais competitivo do setor, estreitando margens e rentabilidade. Setores mais cíclicos, como consumo, também são evitados nesse momento, pois operam com prêmios apertados. Finalmente, o setor de real estate também permanece com fundamentos fragilizados, justificando um posicionamento underweight.

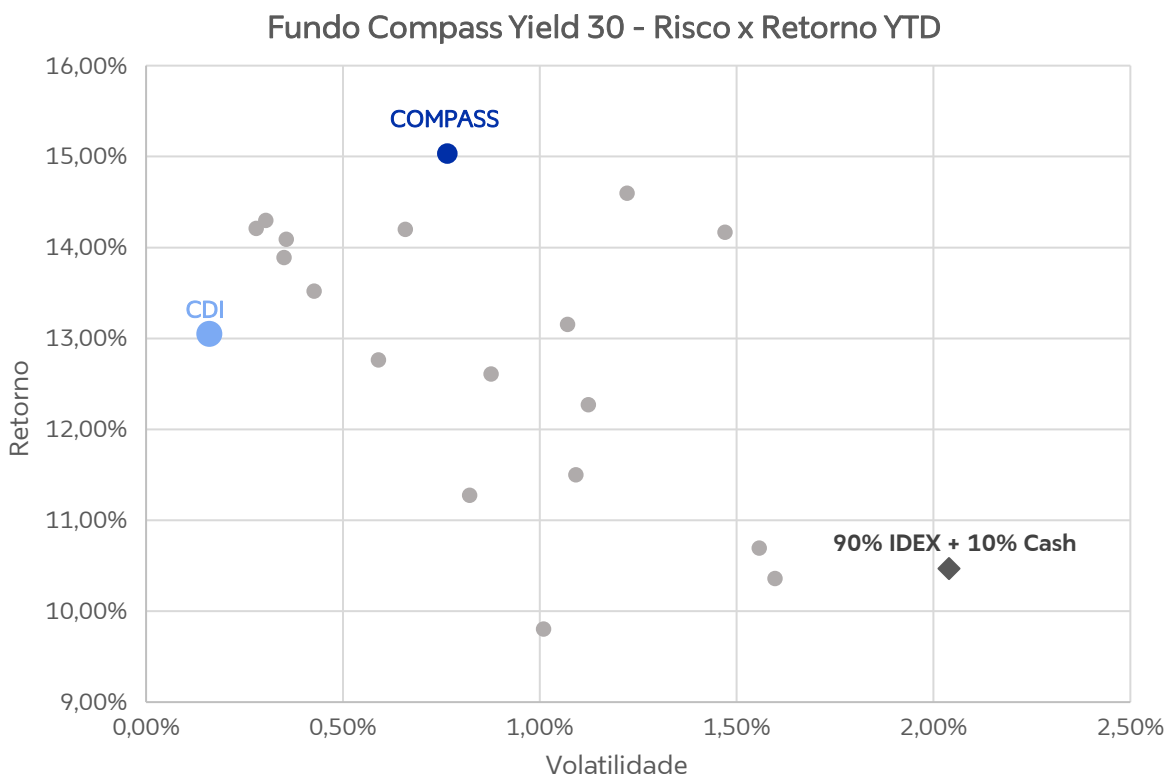
Para investidores domésticos, após a compressão da curva do cupom cambial e fechamento dos spreads de crédito no segmento investment-grade local, identificamos novamente oportunidades de arbitragem entre debêntures e bonds. Exemplos abrangem Eletrobras, Minerva, Rumo, Klabin, Natura e B3. Em média, para os emissores listados e outros acompanhados, a diferença entre o spread do instrumento offshore e do local está próxima de 80 bps, atualmente. Após a estabilização do mercado de crédito local, acreditamos que, em 2024, esse tipo de arbitragem aparecerá com recorrência, representando um eficaz mecanismo de geração de retorno excedente para os fundos com mandato elegível para explorá-lo.

Diante dessas perspectivas, nos fundos mais líquidos (**ESG e Yield 30**), continuamos com o processo de redução de duration e aumento da exposição a letras financeiras, produtos estruturados e emissores com ratings na faixa AA e A. Papéis AAA longos com spreads amassados estão sendo evitados, pois o mercado primário será volumoso em 2024 e haverá amplas oportunidades de alocação, as quais podem desencadear uma reprecificação abrupta desses papéis sem prêmio. O risco de crédito também não justifica o investimento nesses emissores na atual conjuntura sem uma remuneração adequada.

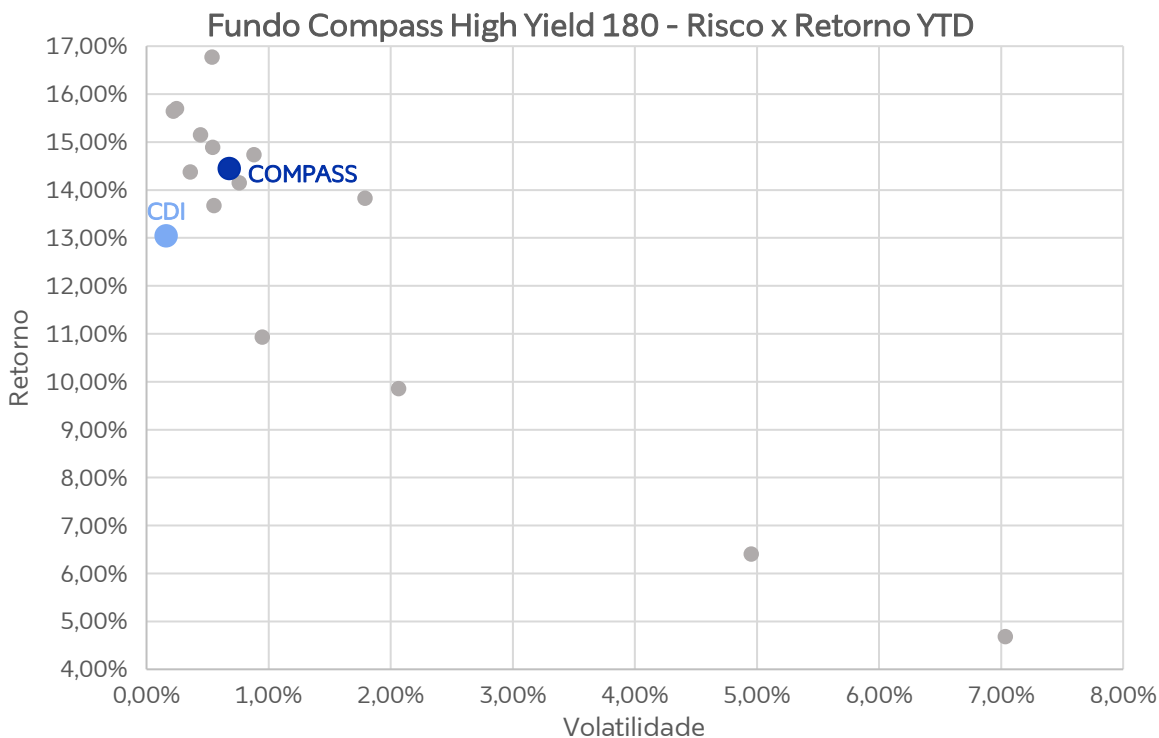
No mês, o fundo **Compass ESG Credit Selection** rendeu significativamente acima de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de **+1,01%**, equivalente a **113% CDI**, fechando o ano de 2023 com um retorno de **+12,96%** (99% CDI). Encerramos o mês com carregos bruto de **CDI + 1,5% a.a.**, duration de **1,9 ano**, rating médio local **AA+** e caixa próximo a 23% do PL. No período, os principais ganhos foram provenientes das exposições a Desktop, Rede D'Or, Equatorial e Localiza. **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 **+1,08%**, equivalente a **120% CDI**, fechando o ano de 2023 com um retorno de **+15,03%** (114% CDI). Encerramos o mês com carregos bruto de **CDI + 2,6% a.a.**, duration de **2,3 anos**, rating médio local **AA+**. No período, os principais ganhos do portfólio foram provenientes das alocações em letras financeiras subordinadas de grandes instituições financeiras, além do ganho nas posições de Localiza, Rede D'Or e Desktop. **Não houve contribuições negativas no período.**



Paralelamente, no **Fundo High Yield 180**, continuamos originando ativos com termos e condições atrativos. Além dos ativos aprovados até o final de dezembro, temos no nosso pipeline operações corporativas e estruturadas de risco high yield acima de CDI + 6,5% e alguns ativos mid yield entre CDI + 5% e CDI + 6%. Setorialmente, estamos evitando o agro pelos motivos já mencionados. Portanto, estamos privilegiando companhias detentoras de ativos reais e contratos de locação / prestação de serviços de médio prazo. Nos estruturados, carteiras pulverizadas com risco PF estão despertando interesse nessa fase do ciclo no qual a inadimplência sinaliza ter atingido o seu auge, iniciando uma inflexão. Em relação à qualidade da carteira atual, não há pontos de alerta e todos os emissores estão entregando resultados ou dentro das nossas projeções, ou superiores às estimativas. No mês o Fundo rendeu significativamente acima de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de **+1,17%**, equivalente a **130% CDI**, fechando o ano de 2023 com um retorno de **+14,45%** (110% CDI). Encerramos o mês com carregamento bruto de **CDI + 6,1% a.a.** e duration de **2,0 anos**. No período, as principais contribuições positivas foram provenientes de produtos estruturados e instrumentos corporativos, com destaque para os ativos de maior carregamento, como Mottu, Nava, Educkbank e Farmers First. **Não houve contribuições negativas no período.**



Fundo	Dezembro	Novembro	Outubro	2023	3M	6M	12M	24M	Início
Compass ESG	1.01%	1.22%	1.22%	12.96%	3.61%	7.96%	13.16%	28.83%	39.16%
% CDI	113%	132%	122%	99%	123%	127%	100%	105%	107%
Compass Yield D30	1.08%	1.31%	1.27%	15.03%	3.82%	8.30%	15.25%	32.04%	47.11%
% CDI	120%	143%	127%	114%	130%	133%	114%	115%	131%
Compass HY D180	1.17%	1.19%	1.27%	14.45%	3.80%	8.12%	14.64%	N/A	15.48%
% CDI	130%	129%	127%	110%	129%	130%	110%	N/A	108%
CDI	0.90%	0.92%	1.00%	13.05%	2.94%	6.20%	13.22%	27.21%	N/A

03. Fundo de Ações

O **Fundo Compass Long Biased** retornou no período de dezembro **5,06%, acima de seu benchmark** IPCA + Yield IMA-B. Depois de cair 13% em dólares no acumulado de agosto a outubro, o Ibovespa recuperou-se fortemente em novembro e dezembro, ajudado pela queda das taxas de 10 anos dos EUA, e subiu 18,6% em reais (23,1% em dólares) nos últimos meses do ano. Mesmo após a forte recuperação, as ações locais são negociadas a 10,7x P/L (desconsiderando Petrobrás e Vale) e apenas 8x incluindo elas, quase um desvio padrão abaixo da média. A queda das taxas de juro nos EUA e no Brasil somado ao valuation relativamente barato, podem criar as condições para que as ações brasileiras tenham um desempenho positivo em 2024. A inflação benigna no curto prazo, um forte superávit comercial e as expectativas de taxas mais baixas nos EUA aumentaram a confiança do mercado de que a Selic pode encerrar 2024 em um dígito. Taxas mais baixas no Brasil podem atrair os investidores locais de volta. No entanto, a frágil situação fiscal do Brasil continua a ser uma preocupação que teremos que acompanhar atentamente ao longo do ano.

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; decisão de política monetária por parte do FED; crescimento da China. Em relação ao fundo Compass LB, diminuimos o Net Long ao longo do mês de dezembro, terminamos próximo a 69% no final de dezembro, vindo de aproximadamente 75% no final de novembro. Ao longo do mês, diminuimos a posição comprada no setor de bancos, varejo, consumo básico e shopping. Os maiores ganhos no mês foram nas posições compradas em Vivara, XP e Itaú-Unibanco; e a maior perda no mês foi na posição comprada em Desktop.

Maiores Ganhos:

Vivara

Em dezembro a Vivara manteve uma forte performance, valorizando um pouco mais de 15% e fechando o ano com uma alta de aproximadamente 55% em suas ações. A performance da Vivara ao longo do ano foi fruto de uma contínua melhora operacional, acelerada recentemente por um cenário macro mais benigno e expectativa de um quarto trimestre novamente muito resiliente. Seguimos confiantes com a tese de investimentos da Vivara para 2024, que traz oportunidade de acelerar a expansão de lojas Life em um cenário que a competição segue muito distante e fragilizada. Mantemos a Vivara como a nossa maior posição dentro do setor de varejo.

XP

A XP se beneficiou no mês de dezembro de uma dinâmica favorável dos mercados globais, com expectativa do fim na alta dos juros por parte do Banco Central americano

e a continuidade na queda da Selic por parte do Banco Central brasileiro. A XP hoje é uma das empresas no mercado acionário brasileiro que mais se beneficia da melhora na percepção de risco por parte dos investidores em relação aos ativos mais arriscados. Vemos a XP negociando a múltiplos atrativos, com um lucro líquido crescendo mais de 20% e uma rentabilidade superior a 22%. Por isso seguimos investidos na ação.

Itaú-Unibanco

A boa performance do Itaú-Unibanco no mês de dezembro se deve a uma combinação de uma melhor dinâmica dos mercados globais junto com a divulgação por parte do governo de medidas mais brandas em relação ao cap nos juros do crédito rotativo e também na regra para o pagamento da JCP (juros sobre o capital próprio). Ambas as medidas terão um impacto menos relevante do que o mercado esperava para o setor, com isso as ações do setor como um todo performaram bem no mês. Vemos o banco negociando um pouco acima de 8x P/L 24e, um lucro líquido que seguirá crescendo dois dígitos e uma rentabilidade superior a 22% e por isso seguimos gostando do papel.

Maior Perda:

Desktop

A Desktop apresentou uma rentabilidade negativa no mês de dezembro. Acreditamos que o número de novos clientes menor que o esperado nos meses de outubro (+6.6mil) e novembro (+6.5mil) pode explicar parte desse movimento. O nível de atividade econômica mais fraca no segundo semestre do ano passado, o ainda elevado churn e alguns problemas operacionais no mês de novembro (devido ao vendaval que atingiu o Estado de São Paulo no dia 18) resultaram, nos últimos 3 meses, em uma média de 6.4mil novos clientes por mês contra 12.1mil em 2022. Além disso, uma certa realização de ganhos após uma forte valorização do papel ao longo de 2023 também pode ter contribuído negativamente.

Na nossa visão, a desaceleração econômica e o problema operacional específico de novembro são inerentes ao negócio e provavelmente passageiros. Em relação ao churn elevado, apesar de ser bastante relevante, já está sendo endereçado pelo management e acreditamos que esse KPI deve apresentar uma melhora ao longo de 2024, contribuindo com uma adição líquida de novos clientes mais robusta. No entanto, será fundamental monitorarmos essa métrica ao longo do ano. Além disso, o ritmo menos acelerado de crescimento e o foco em aumentar a penetração da rede de fibra já construída, embora pressionem o crescimento de receita, propiciam uma redução do capex e aumento da geração de caixa, o que parece ser negligenciado pelo mercado neste momento. Por fim, o valuation continua atrativo, 5.1x EV/EBITDA e 7.5x EV/EBIT 2024e, desconto de 37% para Tim (considerando o múltiplo EV/EBIT). Portanto, permanecemos investidos na Desktop.



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. 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/.

