



COMPASS GROUP

Carta do Gestor – Fundo de Crédito

Agosto 2022

Comentário do Gestor

Cenário Macroeconômico Offshore

No mês de julho, o fundo Compass ESG Credit Selection retornou 1,12% frente a 1,03% do CDI. O fundo Compass Yield D30 retornou 1,16% frente a 1,03 do benchmark. Por fim, o fundo Compass XP Seguros Previdência também superou o CDI com retorno de 1,37%. Nos EUA, o mês de julho foi caracterizado por nova rodada de surpresas altistas nos indicadores de inflação e de frustração nos dados de atividade. Em particular, o CPI mensal oscilou +1,3%, acima da expectativa do mercado (+1,1%), gerando apreensões sobre a trajetória de juros necessária para conter a escalada de preços. Subsequentemente, a decisão do FOMC sobre a taxa de juros, implementando aumento de 75 bps, e seu comunicado mais moderado apaziguaram os investidores temerosos com a rigidez de preços de bens e serviços. A variação do PIB substancialmente inferior ao consenso (-0,9%, ante projeção de +0,4%) consolidou a recessão técnica e gerou forte fechamento da curva de juros à medida que efetivamente se precificou um aperto monetário menos rigoroso por parte do FED. Naturalmente, os ativos de risco se beneficiaram nesse processo de afrouxamento das condições financeiras. De fato, a treasury de 10 anos fechou de 3,02% para 2,65% no mês e o S&P 500 se valorizou 9,1%, alcançando 4.130 pontos.

Não obstante os sinais de retração da atividade, há razões para julgarmos que os riscos de resistência inflacionária permanecem. De fato, ainda que os pedidos de seguro-desemprego estejam crescendo gradualmente, o mercado de trabalho segue aquecido, como mostram os números de *payroll* e a taxa de desemprego, que persiste abaixo da taxa natural. Não nos parece factível um mercado de trabalho saturado coexistir com uma economia em início de recessão técnica, um banco central elevando juros para combater uma inflação substancialmente acima da meta e ativos financeiros de risco se valorizando. Não são condições de equilíbrio macroeconômico. Mesmo que o *soft landing* ainda seja alcançável, esse diagnóstico implica a possibilidade de a economia se aprofundar numa recessão mais intensa conforme o desemprego aumente e/ou a necessidade de uma taxa de juros terminal mais elevada para efetivamente combater a inflação.

Concomitantemente, no tocante ao conflito bélico na Ucrânia, a menor presença do tema na mídia infelizmente não é sinônimo de trégua. O fluxo de gás proveniente do gasoduto Nord Stream foi retomado após a manutenção das instalações, porém em nível reduzido. Em adição, logo após a assinatura do acordo entre Moscou e Kiev para reabertura dos portos ucranianos e reinício das exportações, a Rússia bombardeou o porto de Odessa, contrariando os termos celebrados. Em conjunto, essas ações contraditórias sugerem que a probabilidade de pausa nos confrontos militares é remota no curto prazo.

Em relação à Europa, a tendência de prosseguimento da guerra na Ucrânia e de seus efeitos deletérios sobre o suprimento de gás natural para o continente enrijecerá a inflação. Essa conjuntura justificou o aumento de 50 bps na taxa de juros pelo BCE, em clara disparidade para com a sinalização relativamente mais *dovish* efetuada no mês anterior. Houve, ainda, o reforço da ferramenta de anti-fragmentação, que suportará a transmissão da política monetária mediante negociação de títulos soberanos que estejam precificados de modo disfuncional. O BCE não se comprometeu com altas de mesma magnitude na próxima reunião, adotando uma instância *data-dependent*. Cabe enfatizar que tal posicionamento é análogo ao do FED, substituindo o modelo de *forward guidance* em face das expressivas incertezas da conjuntura corrente, o que se tornará disseminado entre os bancos centrais nesse contexto atípico que vivemos.

Na China, o quadro macroeconômico permanece complexo. Estímulos pontuais ao setor imobiliário por meio de incentivos a aquisição de residências, de modo que incorporadoras recomponham sua liquidez para conclusão de obras em andamento, são soluções paliativas. Tais medidas seguiram as ameaças de compradores de suspenderem o pagamento de hipotecas de imóveis não entregues. Contudo, a manutenção da política do “Zero-Covid” é ainda o principal vetor de incertezas sobre a atividade. Nesse sentido, a notificação de novos surtos em Xangai é um ponto de atenção, de tal modo que, embora alguns indicadores recentes tenham revelado uma recuperação da atividade, os riscos latentes são irrefutáveis.

Diante do quadro exposto, para nós, dois cenários são os mais prováveis no momento. O primeiro consiste na estratégia do FED de elevar os juros moderadamente, desacelerando o crescimento do PIB e rodando com uma inflação acima da desejada por um tempo, estendendo o horizonte de convergência. O segundo é de um aperto monetário mais intenso em decorrência da dinâmica inflacionária resiliente, acarretando uma recessão mais profunda. Ainda é prematuro estimarmos qual se concretizará. Todavia, ambos justificam prudência na alocação em ativos de risco, pois, conforme reforçamos, as variáveis macroeconômicas atuais não estão em equilíbrio, havendo inconsistências explícitas. Logo, nos parece cedo ainda para utilizar todo o orçamento de risco dos portfólios como se estivéssemos na fase de recuperação característica dos ciclos econômicos da literatura.

Cenário Macroeconômico Local

No Brasil, os indicadores macroeconômicos mensais novamente sinalizaram desaceleração da atividade, com destaque para a produção industrial e vendas no varejo, ambas abaixo do consenso. Os números coincidem com nossas projeções de arrefecimento da atividade a partir do quarto trimestre e recessão em 2023, derivadas da política monetária contracionista e das condições externas desfavoráveis. O cenário de recessão global será negativo para commodities, penalizando os emergentes exportadores, como o Brasil, mesmo que trazendo algum alívio inflacionário. No curtíssimo prazo, os estímulos provenientes de programas sociais turbinados de forma perdulária, como o Auxílio Brasil, proporcionarão um alento transitório para o crescimento do PIB, que deve fechar entre 2,0% e 2,5% esse ano.

Em adição, o mercado de trabalho se mantém aquecido, conforme os dados do CAGED, que superaram as estimativas e indicaram recuperação saudável da taxa de participação, a despeito da informalidade recorde. Notoriamente, registrou-se também crescimento dos salários em termos reais na comparação mensal. Todavia, cabe recordar que a taxa de desemprego é um indicador antecedente e, portanto, não provê um prognóstico sobre as condições correntes da economia. Estimamos que o desemprego continue recuando artificialmente como reflexo dos estímulos de curto prazo implementados, porém com aumento a partir de 2023 à medida que a atividade se contraia.

Paralelamente, no mês ainda tivemos leituras de inflação marginalmente inferiores às projeções (IPCA, IPCA-15 e IGP-M). Embora benignas, não foram suficientes para acomodar a expectativa de inflação adiante. Em particular, o IPCA-15 do mês trouxe alívio módico à curva de juros ao registrar variação de 0,13%, inferior à expectativa do mercado, de 0,16%. Houve efeito positivo advindo das tarifas de energia elétrica e dos preços dos alimentos consumidos nos lares. Entretanto, serviços e vestuário surpreenderam com aumentos mais expressivos e o índice de difusão, embora menor que o mês anterior, ainda se situa em 67,8%, patamar historicamente alto. O núcleo também se mantém teimosamente elevado. Esses fatores nos tornam ainda céticos com o arrefecimento da inflação no curto prazo, expurgada a queda fixada devido à redução forçada de preços de serviços essenciais e combustíveis.

Ainda no que tange à curva de juros, em julho experimentamos alta volatilidade nos vértices mais longos como reflexo da deterioração contínua do quadro fiscal de médio e longo prazo. Conforme alertamos em comentários passados, os desafios nesse âmbito são pantagruélicos e colidem frontalmente com as exigências da sociedade. A aprovação da "PEC Kamikaze" agravou essa situação ao implementar benefícios em 2022 que dificilmente serão revertidos pelo próximo mandatário e, assim, se tornarão perenes, prejudicando sobremaneira o resultado primário federal. Em meados do mês, a taxa nominal de 10 anos ameaçou se aproximar de 14%, nível alcançado pela última vez na crise interna de 2015-16. Ao final do mês, houve recuo apenas em função dos progressivos riscos de recessão nos EUA, reduzindo as projeções de aperto monetário por lá.

Nesse sentido, observamos maior apreensão do mercado com a trajetória fiscal do país e, simultaneamente, com o silêncio dos principais postulantes ao cargo presidencial sobre o tema. É incontestável a complexidade com a qual o próximo mandatário se deparará para equilibrar as demandas sociais com o alcance de um superávit primário suficiente, no mínimo, para estabilização do endividamento público em um horizonte crível. Ademais, conforme advertido anteriormente, constata-se a impossibilidade de o vencedor do pleito reverter os gastos temerários e mal planejados implementados pelo governo incumbente. Por ora, não há precificação de um cenário de ruína fiscal e insolvência, porém a tendência é negativa, como mostrou o CDS brasileiro de 10 anos, que pontualmente atravessou o nível de 400 pontos, o qual foi visto pela última vez no auge da pandemia do Covid-19.

Vale salientar que esse último aspecto será fundamental para determinar a trajetória da taxa de juros em 2023 e adiante. No final de julho, o mercado passou a precificar um cenário de elevação de 50 bps na reunião de agosto e possivelmente 25 bps em setembro, o que seria consistente com um cenário de recessão global e depreciação das commodities, beneficiando a dinâmica inflacionária local. Esse movimento confirmou nossa estimativa feita nas últimas cartas.

Entretanto, analogamente a diversos períodos da história brasileira posterior ao Plano Real, vivenciamos um choque entre uma política fiscal estimulante e uma política monetária contracionista. Como não vislumbramos, no atual momento, propostas para que a instância fiscal seja revista nesse e no próximo mandato presidencial, seguimos descrentes com a capacidade de o Banco Central levar a taxa de juros para o patamar neutro no médio prazo. Adicionalmente, nos inquieta o impacto pernicioso sobre a potência da política monetária de certas medidas econômicas malfadadas preconizadas por alguns candidatos e o forte crescimento registrado pelo estoque de LFTs na matriz de instrumentos de financiamento do Tesouro. Tais temas serão escrutinados por nós futuramente, em um momento mais adequado.

Mercado de Crédito Offshore

O mercado de bonds de emissores latino-americanos apresentou desempenho positivo em julho como consequência da redução da aversão a risco nos dias finais do mês. Também houve efeito positivo oriundo do fechamento da curva de juros nos EUA, visto que esses títulos são prefixados e emitidos em USD. Para exemplificação, o índice CEMBI LatAm encerrou o mês com alta de 1,2%. No entanto, o caminho foi tortuoso: em meados do mês, registrava queda de 1,9%, logo após a divulgação do CPI acima do consenso nos EUA.

A despeito do fechamento dos spreads e da curva de juros ao longo do mês, os bonds de emissores latino-americanos continuam negociando com um prêmio de risco atraente e superior à projeção de taxa de default para o ano. No nosso portfólio, por exemplo, ainda sustentamos um *yield-to-worst* de 8,6% em USD, equivalente a uma taxa de CDI + 5%, aproximadamente, através da alocação em emissores nas faixas de rating BB e B da escala global das agências internacionais. É um nível historicamente atrativo para a classe e consistente com as incertezas ainda observadas nessa conjuntura.

Simultaneamente, as empresas da região que acessam os mercados internacionais continuam reportando resultados sólidos, sustentando um perfil de crédito saudável. De fato, conforme relatório divulgado recentemente pelo JP Morgan, projeta-se um nível de alavancagem líquida de 1,5x no final de 2022 para essas companhias, juntamente com um índice de cobertura de juros de 8,5x. São valores que se comparam favoravelmente àqueles verificados em outros momentos de estresse, como em 2015-16, quando a alavancagem líquida estava em 3,0x e a cobertura de juros era apertada, próxima a 2,0x.

O acesso ao mercado offshore através dos portfólios com esses mandatos também continua proporcionando a captura de semi-arbitragens através de emissores brasileiros que acessam tanto o mercado de crédito local como o internacional. Para fins de ilustração, o caso da Unigel é pertinente. A emissão local recente da empresa, com duration de 2,8 anos, está sendo negociada por volta de CDI + 1,90% no secundário. Em compensação, o bond da empresa swapado para Reais paga CDI + 3,67% para uma duration de 2,7 anos. Em nossa visão, especialmente nesse ambiente de volatilidade que atravessamos, essas oportunidades serão recorrentes e serão tempestivamente exploradas em nossos portfólios.

Mercado de Crédito Local

Em julho, apesar da turbulência interna e externa, o mercado de crédito local se manteve saudável. No primário, houve anúncios de ofertas maciças, emitidas por companhias como Saneago, Neoenergia, Lojas Americanas, Log CP, Ecovias do Araguaia, Telefônica, Simpar, Pague Menos, XP Investimentos, Natura, Elektro, Drogaria Nissei, Localiza, Itaúsa e CSN Mineração. No total, acumularam R\$ 22 bilhões. Esse fluxo confirma a visão anteriormente comunicada de resiliência das ofertas primárias em decorrência da ausência de alternativas de *funding* e da antecipação de captações para evitar a incerteza do período eleitoral.

Relativamente aos spreads dessas ofertas, os dados apontam para captações com prêmios benéficos para os investidores, remunerando adequadamente o risco de crédito na maioria dos casos. Depreende-se também que, contrariamente ao atravessado em períodos passados nos quais o mercado operou irracionalmente, há um equilíbrio mais harmônico entre oferta e demanda. Nesse aspecto, a emissão realizada pela Localiza é representativa: o custo de captação da série de 5 anos foi o mesmo da debênture de mesmo prazo ofertada em março e 50 bps superior ao da transação realizada no final de 2019, no ápice da euforia que culminou em perdas no mercado de crédito antes da hecatombe da pandemia do Covid-19.

Como complemento favorável ao mercado primário, houve edição, pela CVM, da Instrução nº 160, que concebeu um novo arcabouço para realização de ofertas públicas, modernizando e simplificando o processo. Nossa leitura é que a medida promulgada será positiva e trará uma evolução significativa para a condução de novas ofertas, com benefícios para a liquidez e participação dos investidores em futuras emissões enquadradas nesse arcabouço.

No secundário, o spread médio permaneceu virtualmente estável, encerrando o mês em 1,73%, de acordo com o índice Idex. Todavia, o comportamento individual das debêntures foi heterogêneo. Emissores de setores mais cíclicos, como o de varejo, enfrentaram intensa abertura de spreads ao longo do mês. Um exemplo ilustrativo é a Magazine Luiza. Emitida em outubro de 2021 a CDI + 1,25%, a MGLUA0 está com bid em 2,00% no secundário e marcação pouco acima de 1,80%. Apesar da proeminência da empresa no setor, a delicada e conturbada conjuntura macroeconômica ensejou uma reprecificação desse e de papéis correlatos.

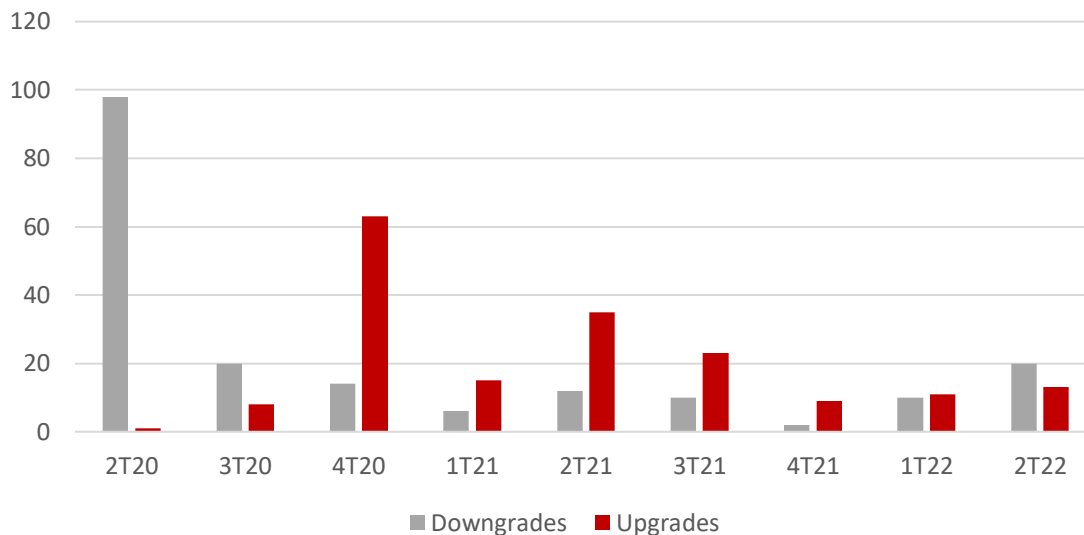
Outro movimento constatado no período foi uma leve abertura dos spreads de papéis de longa duration emitidos por companhias de alta qualidade de crédito. São os casos de Cosan, Rede D'Or e Dasa. Mesmo que moderada, a duration elevada amplifica as oscilações de preço. Em nossa avaliação, são vendas de caráter técnico, motivadas por uma recalibração de risco de mercado, visto que não houve alteração nos fundamentos corporativos. Nos fundos, aproveitamos essas vendas técnicas para comprar posições modestas a preços vantajosos, dosando o incremento de duration segundo o orçamento de risco de cada portfólio.

Em face dos desafios da atual conjuntura, o risco idiossincrático (diversificável) não pode ser desprezado e explica a deterioração de certos papéis no secundário. É a situação da Light. Durante anos, a companhia reconhece empecilhos para atacar as perdas não técnicas em sua área de concessão devido à complexidade operacional da mesma. Mais recentemente, a empresa se viu vulnerável à sanção da lei que prevê devolução do PIS/COFINS cobrado em excesso nas contas de luz por inclusão do ICMS na base de cálculo. Após o anúncio, as debêntures da Light desvalorizaram imediatamente no secundário à medida que os investidores precificavam os impactos no já combalido quadro financeiro da companhia.

No campo positivo, cabe mencionar o upgrade de rating recebido por algumas empresas do grupo Simpar, sustentado pelos resultados sólidos que a empresa entregou nos últimos trimestres e pelo prudente trabalho de gestão de passivos executado ao decorrer de 2021. No passado, esses mesmos fatores justificaram a construção de posições relevantes no grupo, que estão proporcionando performance considerável. Vale ainda enfatizar que a Vamos, uma das subsidiárias do conglomerado, já divulgou seus resultados do segundo trimestre de 2022, reportando números que superaram o consenso dos analistas.

Os estudos de caso citados são distintivos e esclarecem a relevância da seleção de crédito na atual conjuntura. O gráfico a seguir corrobora essa visão. Do quarto trimestre de 2020 até o final do ano passado, a recuperação econômica cíclica e a reabertura do mercado de capitais constituíram um ambiente propício para aprimoramento do perfil de crédito das empresas brasileiras. Desse modo, a quantidade de *upgrades* de rating no período superou confortavelmente os *downgrades*, de tal maneira que a análise fundamentalista foi menos determinante para o retorno excedente proporcionado pelos fundos de crédito, explicado majoritariamente pela melhora do cenário macroeconômico e compressão cíclica dos spreads de crédito.

Evolução do Número de Upgrades e Downgrades Corporativos Locais por Agências de Rating Internacionais



Contudo, o quadro se reverteu no início de 2022 e os *upgrades* se equilibraram com os *downgrades*. A conjuntura externa negativa, somadas às incertezas internas, concebeu um ambiente de negócios mais desfavorável para as empresas brasileiras na média. Ademais, criou heterogeneidade expressiva, pois houve perdedores, mas também ganhadores no cenário delineado, tanto no âmbito intrassetorial como no nível intersetorial.

Portanto, a mensagem final é que entramos em uma fase do ciclo econômico na qual a análise de crédito se torna imprescindível para o desempenho dos fundos, pois não haverá mais a propulsão inexorável da recuperação cíclica para beneficiar os investidores. Não se pode confundir o desempenho positivo dos ativos de risco locais e externos nas últimas semanas de julho com uma reversão completa de cenário. Nosso prognóstico é que o curto prazo ainda

carrega riscos pronunciados e latentes. Felizmente, conforme destacamos em ocasiões passadas, as empresas brasileiras realizaram um salutar dever de casa ao decorrer de 2021 e estão mais preparadas para navegar por essas incertezas em relação a crises anteriores. Ainda assim, já vemos setores e empresas individuais sendo prejudicados e causando perdas significativas para os investidores, e os estudos de caso apresentados são exemplos categóricos.

Alocação

Em comparação ao mês de junho, não houve mudanças relevantes na alocação dos portfólios. No mercado local, em face das incertezas mencionadas e do cenário macroeconômico e político conturbado, seguimos privilegiando a alocação em setores econômicos mais defensivos, com maior resiliência a um ambiente de inflação galopante. Concomitantemente, evitamos os setores mais cíclicos, como varejo e *real estate*. Também optamos por empresas com menores necessidades de refinanciamento devido às condições adversas para rolagem de grandes volumes de amortizações.

Paralelamente, no mercado offshore, mantivemos nossa posição inalterada, aproveitando julho para aquisição de bonds com elevado desconto após o stress severo ocorrido nos meses precedentes. No fundo de previdência, a exposição a esses títulos se situou em 37%, próxima do limite regulatório de 40%. Devemos seguir nesse patamar, que poderá ser diminuído caso a apreciação dos vivenciada nos dias finais do mês persista e comprima de forma irracional os spreads de crédito e a curva de juros nos EUA.

Em termos de carregamento, duration e risco de crédito, o ESG Credit Selection encerrou o mês com um carregamento bruto de CDI + 2,0%, duration de 2,4 anos e rating médio AA+ em escala local. Ademais, o Yield D30 ficou com carregamento bruto de CDI + 2,6%, duration de 2,8 anos e rating médio AA. Por fim, o fundo de previdência exibiu carregamento bruto de CDI + 2,8% nos ativos locais, com duration de 2,6 anos e rating médio AA+, e de CDI + 5,0% nos ativos offshore, com duration de 4,5 anos e rating médio BB (escala global).

Finalmente, o desempenho dos fundos nos últimos períodos está consolidado na próxima tabela.

Fundo	Julho	Junho	Mai	2022	6M	12M	24M	Início ¹
ESG Credit Sel. FIC FI CP	1.12%	1.14%	1.22%	7.16%	6.41%	10.46%	15.88%	15.93%
CDI+	0.95%	1.47%	2.04%	1.08%	1.16%	0.96%	1.68%	0.55%
% CDI	108%	113%	118%	110%	111%	111%	134%	113%
Yield D30 FI RF CP	1.16%	1.13%	1.25%	7.62%	6.75%	11.05%	17.32%	20.10%
CDI+	1.43%	1.29%	2.41%	1.83%	1.80%	1.50%	2.30%	2.98%
% CDI	112%	111%	121%	117%	116%	117%	147%	166%
Previdência FIFE FIM	1.37%	0.72%	1.74%	3.46%	3.14%	6.23%	N/A	6.44%
CDI+	3.87%	-3.23%	7.94%	-4.86%	-4.92%	-2.89%	N/A	-2.80%
% CDI	132%	72%	168%	54%	54%	66%	N/A	66%
CDI	1.03%	1.01%	1.03%	6.49%	5.79%	9.41%	12.08%	N/A

¹ Data de início dos fundos: 27/12/2019 (ESG), 20/05/2020 (Yield D30) e 30/06/2021 (Previdência).

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/

