



Relatório de Gestão – UNIPREV III

Setembro de 2023

Cenário externo predomina nos ativos domésticos

Comentário do Mês.

Em setembro, os juros de longo prazo dos EUA continuaram em trajetória de alta, sendo que a taxa do Treasury de 10 anos atingiu o nível mais alto desde 2007. Esse movimento de alta teve repercussões amplas sobre diversas classes de ativos em todo o mundo. Observamos um fortalecimento do dólar norte-americano e, ao mesmo tempo, pressão negativa sobre os mercados globais de renda fixa e de renda variável. A acentuada abertura da curva de juros dos EUA pode ser atribuída a uma série de fatores, alguns dos quais são temporários e outros mais estruturais. Entretanto, é difícil identificar a natureza exata desse fenômeno. Entre os fatores transitórios, temos uma maior oferta de duration de renda fixa, juntamente com bancos centrais estrangeiros (principalmente o PBoC) vendendo títulos do Tesouro para intervir no mercado cambial e dar suporte às suas respectivas moedas. Os fatores estruturais incluem um prêmio de risco fiscal mais alto, refletindo os enormes e persistentes déficits fiscais, e um aumento na taxa de juros neutra. Esse último fator poderia estar associado a uma percepção de pressões inflacionárias persistentes e/ou crescimento econômico resiliente.

O ambiente internacional mais desafiador, causado pela desaceleração do crescimento chinês e, principalmente, pela significativa elevação das taxas de juros de longo prazo nos Estados Unidos, tem gerado pressões sobre os ativos brasileiros, resultando na depreciação do Real e na abertura da curva de juros domésticos.

A inflação mantém uma trajetória benigna, com os núcleos de inflação bem comportados e o índice de difusão, que mede a disseminação de pressões inflacionárias, atingindo a mínima histórica na leitura do IPCA-15 em setembro. No entanto, as expectativas de inflação de médio prazo (2025 em diante) seguem 50 pontos-base acima da meta de inflação, sem apresentar sinais de convergência desde meados de julho. Alguns membros do Copom estão particularmente preocupados com a persistência da desancoragem de expectativas, elevando os custos da desinflação.

A atividade econômica vem se mostrando mais resiliente que o esperado nos últimos trimestres. Além da surpresa positiva do setor agropecuário e de seus efeitos indiretos, vem contribuindo para isso o aumento da renda real disponível das famílias, fruto do dinamismo do mercado de trabalho, da queda da inflação e das transferências de renda. De fato, os dados mais recentes de mercado de trabalho apontam para alguma reaceleração da criação de empregos formais e para a retomada de ganhos reais de salários, o que é positivo para a massa salarial real. Apesar da expectativa de desaceleração da atividade já a partir do trimestre corrente, a resiliência recente da atividade implica um hiato do produto mais fechado.

As preocupações com o cenário externo e com a desancoragem de expectativas de inflação, em meio a um cenário com hiato do produto mais fechado, são fatores que apontam para cautela na condução da política monetária. Na reunião de setembro, o Copom reafirmou que a avaliação unânime de seus membros é a de

que o ritmo apropriado de cortes de juros nas próximas reuniões (no plural) deve ser de 50 pontos-base. O comitê avalia como pouco provável uma intensificação do ritmo de cortes de juros e, na coletiva de imprensa de apresentação do Relatório de Inflação, Roberto Campos Netos chegou a indicar que a barra para aceleração do ritmo de cortes de juros está ligeiramente mais alta.

Nesse contexto, tivemos mais um mês de aversão a risco nos ativos domésticos, novamente motivado pela piora do mercado internacional. As curvas de juros tiveram abertura principalmente nos vencimentos mais longos, refletindo a abertura dos juros americanos que observamos ao longo do mês. Dito isso, observamos resultados negativos dos índices de Renda Fixa com duration mais longa (vide retorno do IMA-B e IMA-B5+ na tabela acima). Nos índices com duration mais curta, observamos impacto menor principalmente pelo efeito da duration. Tanto o IRF-M (pré-fixado), quanto o IMA-B5 (atrelado a inflação) rodaram no território positivo, porém, abaixo do CDI no mês.

Principais Acontecimentos no Mês

- 1/Set: PIB 2T23 registra alta de 0.9% x 0.3% expectativas
- 5/Set: Produção Industrial tem queda de 0.6% x expectativas de -0.3%
- 6/Set: IGP-DI tem alta de 0.05% x expectativas de 0.13%
- 12/Set: IPCA de Agosto em 0.23% x 0.28% expectativas
- 15/Set: Vendas no Varejo em -0.3% x expectativas em +0.2%
- 20/Set: BC corta taxa Selic para 12.75% em linha com as expectativas – comunicado considerado mais hawk
- 26/Set: IPCA-15 sobe 0.35% x expectativas em 0.37%

Fundos de Ações (Long Only):

A performance positiva do Ibovespa (0.71%) não reflete o movimento de detração de valor visto em Setembro, resultado da performance positiva de Vale (3.48%) e Petro (8.45%), papeis que a indústria de fundos apresenta uma alocação historicamente menor do que a representatividade no índice. A seleção de instrumentos (Representada pelo PS Renda Variável FIA) apresentou uma performance de Ibovespa - 0.51% no mês e segue com um excesso de retorno de Ibovespa + 5.58% no ano.

Apesar da volatilidade macroeconômica os gestores seguem ressaltando a resiliência das empresas, em especial a recuperação de margem vista com a redução da inflação e normalização das cadeias globais, se baseando nisso mantem risco praticamente todo alocado, com posições de perfil cíclico e papeis que independem do cenário macro, como investimentos no setor de utilidade pública. A grande detração de performance da indústria de fundo Long Only é explicada principalmente pelas alocações em Localiza (-6,64%), Lojas Renner (-15,25%) e Grupo Soma (-11,21%), na ponta positiva vale o destaque para posições defensivas como Equatorial 1.23% e Eneva 1.17%.

Crédito Privado:

Mantendo trajetória positiva, a indústria de crédito corporativo segue reduzindo o prêmio das operações em geral, principalmente corporativas, consequência de uma melhor percepção sobre o mercado e rumos adiante pelos participantes, corroborado por uma maior demanda e liquidez presente. Mesmo após fortes performances recentes, a estratégia segue capturando o persistente ajuste de mercado, entregando resultados que embutem ganhos de capital pela compressão dos spreads, além de um componente importante de carregamento das carteiras, que gradativamente passará a ser relevante para a ótica do resultado. Temos um mercado de crédito com viés comprador, pressionando assertivamente a precificação e tornando o ambiente mais competitivo, no sentido de buscarmos maior diferenciação em nossa estratégia. Uma vez tendo entregue considerável resultado recente decorrente de uma maior alocação em debêntures, no intuito de capturar o beta de ajuste de mercado nos últimos meses, passamos a reduzir nossa exposição e priorizar operações mais curtas. Esperamos seguir tendência favorável nos próximos meses, à medida que passamos a presenciar uma volta de captações para a indústria, que tende a demandar maior volume e quantidade de papéis.