



CARTA MENSAL DOS GESTORES

Fundos Compass

Julho 2023

ÍNDICE

	Pág.
01. Cenário Macroeconômico	3
<hr/>	
02. Fundos de Crédito	7
<hr/>	
03. Fundo de Ações	12

CARTA MENSAL DOS GESTORES – FUNDOS COMPASS

01. Cenário macroeconômico

O início da segunda metade de 2023 deu prosseguimento às incertezas que permearam o primeiro semestre. Nos EUA, prevaleceu no mês a teoria de desinflação acompanhada de uma recessão branda, cenário esse benigno para os ativos de risco, que entregaram retornos positivos ao longo de julho. Analisando os pilares dessa narrativa, a inflação efetivamente mostrou uma dinâmica positiva, pois, embora em patamar elevado, revelou desaceleração dos núcleos. Paralelamente, o mercado de trabalho permanece aquecido, com sinais acanhados de arrefecimento, mas agora exercendo pressão mais moderada sobre os salários. De modo geral, os indicadores correntes e antecedentes suscitam que a atividade prossegue saudável, fundamentando a narrativa descrita. Nesse contexto, o FED efetuou mais uma alta de 25 bps na taxa de juros básica, consistente com a expectativa do mercado e possivelmente a última desse ciclo de aperto monetário. Como antecipado, as decisões nas próximas reuniões serão dependentes da evolução dos dados macroeconômicos.

Concomitantemente, na Europa, os PMIs se enfraquecem sequencialmente, operando abaixo de 50 nas principais economias, como França e Alemanha. Ademais, o núcleo da inflação continua resistente e em patamares indesejáveis. O índice cheio está desacelerando, a despeito da contraposição dos preços de alimentos, que atualmente são um dos principais contribuintes para o índice. Naturalmente, a compensação advém dos preços de energia, que seguiram mais um mês em território negativo. A nova escalada do conflito bélico entre Rússia e Ucrânia, marcada pelo fim do acordo de exportação de grãos, traz riscos, porém os impactos serão menores em comparação aos experimentados ano passado em função da reorganização das cadeias de suprimento e da estocagem ocorridas desde então.

No tocante à política monetária, em nossa visão, o ECB está atrasado em relação ao FED, sendo necessárias mais altas de juros no continente em decorrência da morosidade da inflação para convergir para níveis administráveis. Não obstante, a situação parece mais intrincada no Reino Unido, no qual a inflação de nontradables é notavelmente resiliente. Questões estruturais tornam o combate à escalada de preços no setor de serviços complexa, e os salários alimentam as pressões inflacionárias. Aqui, depreendemos que domar a inflação exigirá uma recessão mais pronunciada, com aumento do desemprego visando extinguir essa perniciosa dinâmica de salários.

Na China, a reunião do Politburo ocorrida ao final do mês corroborou as projeções de estímulos adicionais direcionados ao setor imobiliário, que permanece cambaleante, e de auxílios às províncias financeiramente fragilizadas. No evento, também foi enfatizada a “demanda doméstica insuficiente”, explicitando a urgência para propulsionar o consumo e sustentar a renda das famílias. Contudo, o conteúdo foi mais retórico do que

prático, ao menos no tocante à perda de momentum da atividade ocorrida nos últimos meses, que começa a afligir também o setor de serviços, evidente no recuo do PMI deste em julho. Ainda assim, para commodities correlacionadas com o desempenho da economia chinesa, as sinalizações foram suficientes para conferir suporte às cotações.

Enquanto isso, no Brasil, a pauta fiscal ocupou o cerne das discussões. A aprovação da reforma tributária na Câmara trouxe ânimo aos investidores devido não somente aos seus efeitos, que reduzirão a complexidade do sistema tributário incidente sobre o consumo, mas também por transmitir indícios de que o governo está aprimorando a relação com o Congresso. O texto ainda tramitará no Senado e deverá ser votado até o final do ano. A despeito da vitória, a reforma aprovada ficou significativamente aquém da proposta original elaborada por Bernard Appy, dilapidando os ganhos potenciais da medida. Por essa razão, acreditamos que o incremento do crescimento potencial da economia brasileira será mais módico do que aquele estimado na literatura, que variava entre 0,5% a.a. e 1,1% a.a. segundo múltiplos estudos baseados na versão original da reforma.

Em adição, a inflação brasileira continua arrefecendo. As últimas leituras foram benignas, demonstrando um recuo expressivo do índice cheio e, em menor magnitude, do núcleo, que é prejudicado pelo setor de serviços e, este, pelos ganhos reais dos salários desde o início do ano. A queda do índice de difusão para níveis historicamente baixos comprova que a contaminação dos preços de bens e serviços pela inércia inflacionária está se contraindo. O quadro propiciou o início do corte de juros pelo BC, que começou com uma redução de 50 bps na taxa Selic. No curto prazo, um risco que precisa ser monitorado é o El Niño, cuja probabilidade de atingir alta intensidade cresce sistematicamente. Nesse cenário, preços de alimentos in natura e açúcar devem ser especialmente afetados.

Ainda no que tange ao Brasil, três temas merecem reflexão. O primeiro diz respeito à dessincronização da política monetária vigente nas economias desenvolvidas e emergentes. Mais especificadamente, por ter implementado um arrocho com antecedência e maior intensidade, diversas economias emergentes, como Brasil e Chile, avançaram para a fase de relaxamento, aplicando os primeiros cortes de juros conforme a inflação cede. Todavia, EUA e Europa ainda estão enveredados na batalha contra a escalada de preços, sem sinais de reversão da política monetária no curto prazo.

A consequência primária desse descompasso é volatilidade, pois variáveis como câmbio e juros longos em emergentes são influenciados pelas decisões dos BCs de países desenvolvidos. Ademais, o nível de juros nessas economias impõe implicitamente um piso para os juros básicos nos emergentes, a menos que esses aceitem conviver com um câmbio mais desvalorizado no curto prazo que, mais adiante, se converterá em inflação, desancorando expectativas e os vértices longos das curvas de juros. Essa conclusão, juntamente com o arcabouço fiscal frouxo, sustenta nossa visão de que a taxa terminal da Selic será de 9,50% a.a., acima do valor neutro.

O segundo tema refere-se aos preços administrados, com ênfase à política de precificação de combustíveis e a interferência estatal na Petrobras. Embora a companhia assegure que 94% do produto refinado seja nacional, ainda assim há importação de óleo cru e o mercado depende da importação de derivados, em particular do diesel. Logo, desvios entre os preços domésticos e internacionais influenciam o abastecimento interno, e hoje essa lacuna já se situa ao redor de 20%. Aparentemente, a malfadada política econômica da era Dilma e suas consequências deletérias para a Petrobras e as expectativas inflacionárias não tiveram o efeito pedagógico conjecturado. Recordando a célebre frase do cronista Ivan Lessa, a cada 15 anos, o Brasil se esquece dos últimos 15, e, como um aluno displicente e relapso, o país insiste nos erros pretéritos ansiando resultados distintos daqueles obtidos outrora. Os desdobramentos desses equívocos são amplamente conhecidos e perniciosos.

Finalmente, gostaríamos de tecer comentários sobre a arrecadação do governo federal e o cumprimento das metas do novo arcabouço fiscal. Apesar da celebração posterior à sua aprovação, conforme diversos estudos publicados desde então, como o recente artigo elaborado por Marcos Lisboa e Marcos Mendes, até o momento, os detalhes sobre como as projeções de receita serão alcançadas são escassos. Esse aspecto é crítico porque o ajuste fiscal embutido no arcabouço ocorrerá invariavelmente por meio de aumento de receitas, afinal, em oposição ao Teto de Gastos, o arcabouço criou um piso de gastos com expansão real ao decorrer do tempo. Nesse sentido, o próprio Relatório de Projeções Fiscais do Tesouro Nacional afirma que, até 2026, a receita precisará crescer 2,5% do PIB, ou cerca de R\$ 300 bilhões, números esses corroborados em relatório publicado pelo FMI.

Quando investigamos o rol de medidas aventadas pelo governo, há forte discrepância entre a arrecadação pretendida e aquela estimada de forma independente por analistas e pesquisadores. Por exemplo, através de maior êxito em litígios tributários no CARF após a reforma do Conselho, o governo espera ao menos R\$ 50 bilhões de receita, porém estimativas independentes oscilam ao redor de R\$ 15 bilhões. Caso as projeções federais sejam frustradas, contingenciamentos compulsórios deverão ser implementados, algo no mínimo desconfortável em um Estado perdulário. Outro imbróglio emerge pelo fato de que parte das medidas do rol é não recorrente, o que nos faz questionar a sustentabilidade do arrocho fiscal proposto.

Acreditamos que, de um modo ou de outro, o governo encontrará receitas para entregar um déficit entre a meta e a banda inferior em 2024, pois um descumprimento abalaria sobremaneira a confiança dos agentes econômicos, dado que, em 2023, a meta (déficit de 0,5%) já foi negligenciada. Pelas exigências da LRF, o governo enviará o máximo de medidas com estimativas infladas em agosto para submeter o PLOA e ter espaço para incrementar os gastos nos meses subsequentes. Como as estimativas estarão exageradas, o alcance da meta de receitas demandará medidas adicionais. Em nossa leitura, a aposta é que, se o feito for conquistado, propiciará maior confiança entre

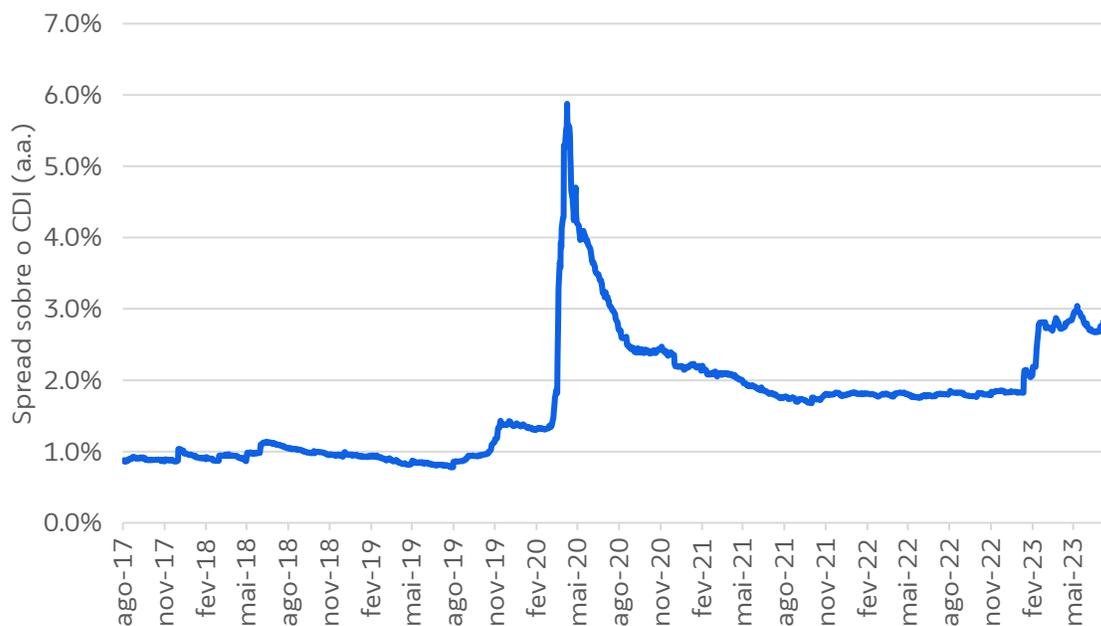
investidores e ajudará no crescimento, sendo esse último a variável que permitirá naturalmente uma maior arrecadação nos anos adiante e, por fim, uma queda no endividamento público.

Além de exageradamente arriscada, é uma aposta permeada de falhas. A principal delas, como já ressaltamos inúmeras vezes, é que, em um país com taxa de juros real neutra entre 4,5% e 5,0%, jamais o crescimento será suficiente para reverter a trajetória explosiva da dívida federal sem um superávit primário considerável. É uma questão matemática, e não ideológica. Como esse é um problema de médio prazo, a princípio os investidores estão negligenciando e explorando o ambiente amigável de curto prazo, favorecido pelo relaxamento da política monetária e pelo bom desempenho de outras variáveis macroeconômicas, como termos de troca e balança comercial. Entretanto, sem soluções de médio e longo prazo, essa festa terá prazo de validade curto e a ressaca será dolorosa.

02. Fundos de Crédito

Em julho, o mercado de crédito firmou a tendência observada desde meados de maio, quando houve uma inflexão nos spreads de crédito devido ao aumento substancial da demanda por ativos de crédito privado em face dos retornos atrativos. Como mostra o gráfico seguinte, o spread médio do mercado recuou cerca de 40 bps desde o auge atingido nessa última crise e hoje se situa em 260 bps, ainda historicamente elevado.

Evolução do Spread Médio do Idex-CDI

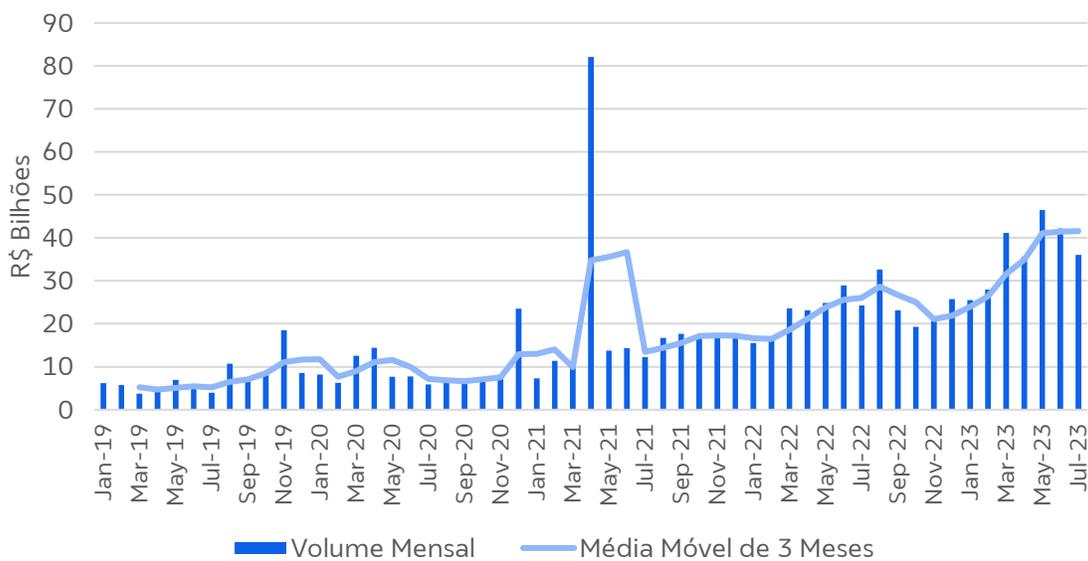


Analisando os segmentos do mercado, houve compressão principalmente nos ativos de emissores AAA, repetindo o padrão verificado em maio e junho. Entretanto, ainda que de modo gradual, observamos uma demanda crescente por ativos com rating mais fracos, pois o valor relativo desses aumentou no período citado. Para aproveitar esse movimento, temos reduzido a exposição a ativos AAA e, seletivamente, elevado a exposição a companhias na faixa AA, como Vamos e Aegea. A seletividade da gestão é crucial, pois ainda enfrentamos um período desafiador e encontramos companhias mais fragilizadas, como são os casos de Aeris, Magalu, GPA e Kora Saúde, por exemplo. Essas empresas não integram nossos portfólios.

Avançando para a liquidez do secundário, o próximo gráfico mostra os volumes mensais de negociação de debêntures, comprovando que, em termos históricos, o mercado permanece líquido. Houve uma queda mensal em julho acarretada principalmente pela

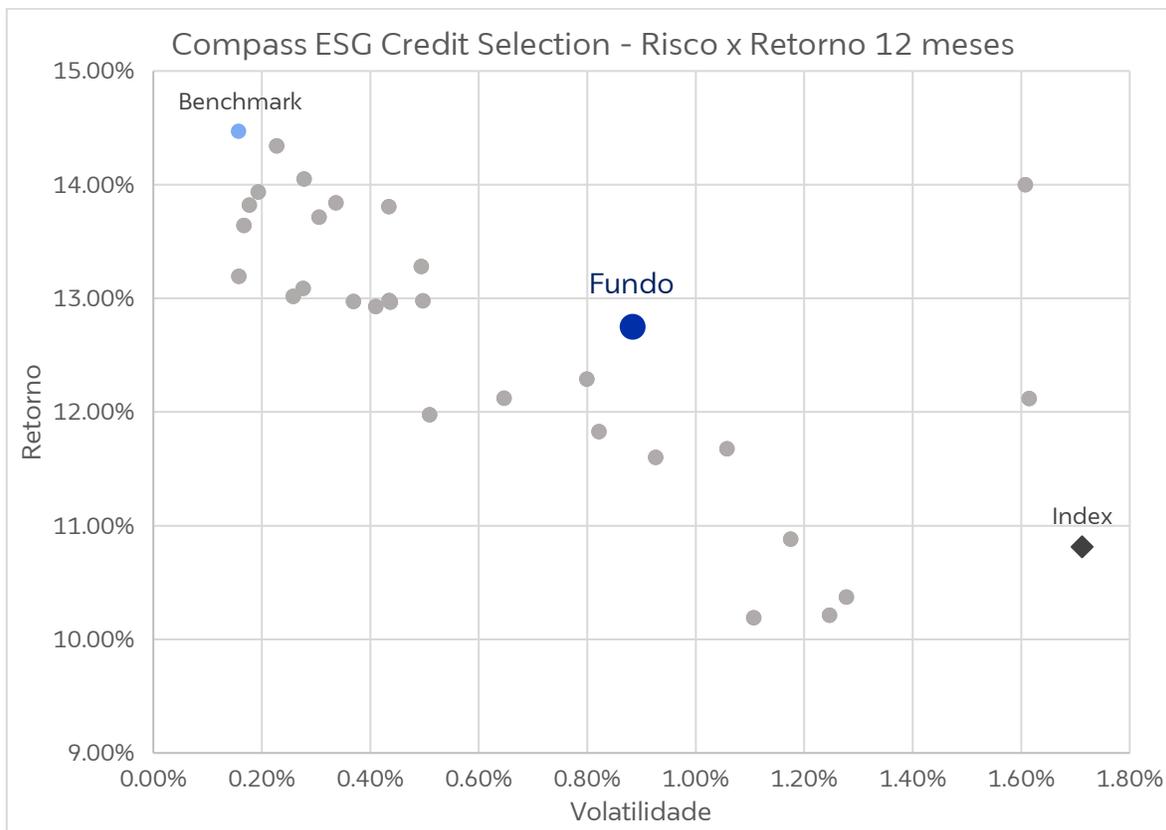
falta de interesse e necessidade dos gestores locais de venderem papéis em meio à recuperação do mercado e à perspectiva de retomada dos influxos para a indústria de crédito privado.

Volume de Negociação de Debêntures no Mercado Secundário



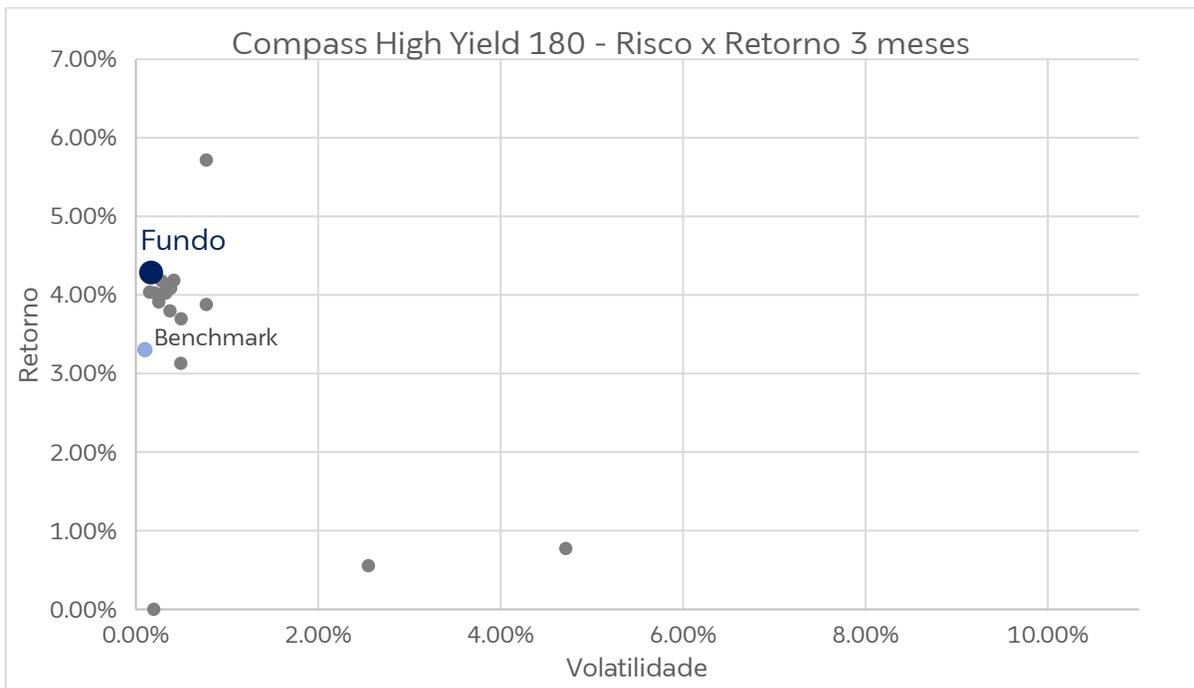
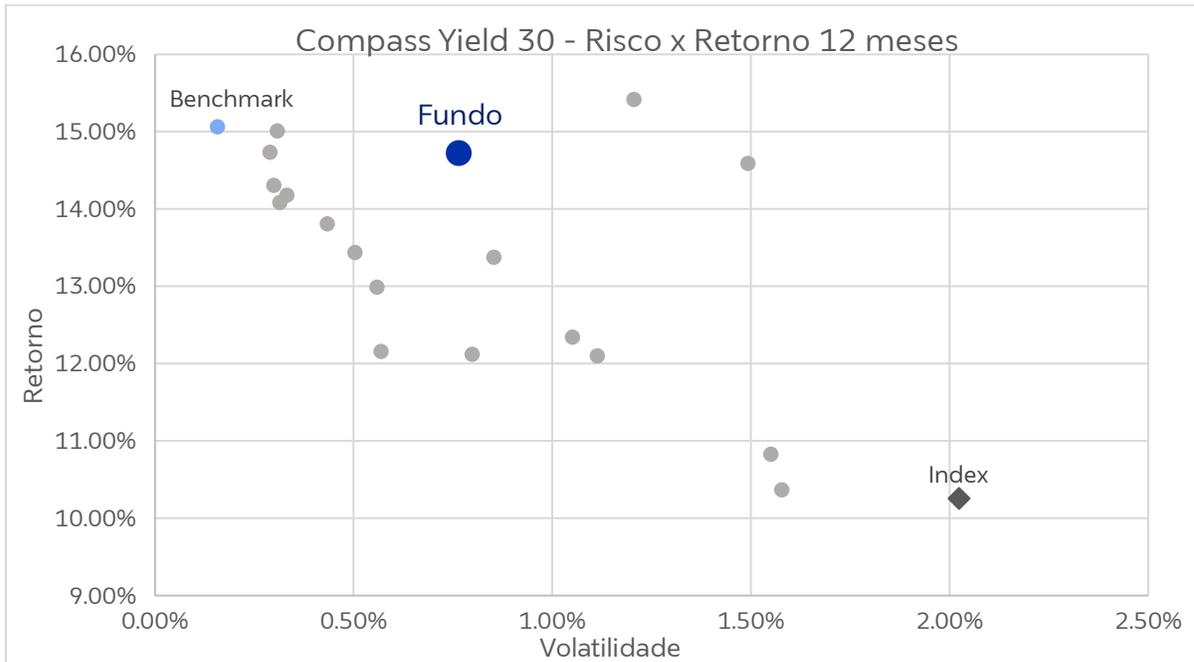
No que tange à alocação dos fundos da Compass, no universo dos fundos líquidos, implementamos rotações na carteira com o intuito de reduzir a exposição em papéis que atravessaram forte compressão de spread, como Autoban e Cemig, para elevar a alocação em nomes que ficaram defasados nesse processo, como Aura Minerals, Desktop, Vamos, Metrô SP, Aegea, entre outros.

O fundo **Compass ESG Credit Selection** rendeu significativamente **acima** de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +1,37%, equivalente a **127% CDI**, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de +12,80% (94% CDI). A contribuição negativa adveio de Zamp, que sofreu uma leve abertura de spreads no período e foi zerada no portfólio. Encerramos o mês com carregos bruto de **CDI + 2,0% a.a.**, duration de **2,1 anos**, rating médio local AA+ e caixa próximo a 20% do PL.



No fundo **Compass Yield 30**, que possui maior orçamento de risco, continuamos com **duration mais elevada** e caixa no limite inferior do intervalo gerencial para capturar ganhos de capital nesse momento de bonança.

Paralelamente, no fundo **Compass High Yield 180**, desde o término dos desembolsos, o fundo vem performando sistematicamente **acima do seu benchmark** e entregando um retorno* líquido de CDI +4%, aproximadamente, consistente com o seu mandato. O risco de crédito das operações do portfólio está controlado e nossos monitoramentos mostram que diversas delas estão entregando resultados positivos, reforçando nossa confiança sobre o desempenho do fundo nos próximos meses.



Fundo	Julho	Junho	2023	6M	12M	24M	Início
Compass ESG	1.37%	1.31%	6.10%	5.16%	12.80%	24.57%	30.71%
% CDI	127%	122%	80%	79%	94%	101%	103%
Yield D30	1.41%	1.42%	7.73%	6.82%	14.78%	27.44%	37.77%
% CDI	131%	132%	101%	103%	108%	111%	130%
Previdência FIM	1.31%	1.36%	6.91%	5.56%	14.40%	N/A	21.30%
% CDI	122%	127%	91%	85%	105%	N/A	87%
High Yield D180	1.42%	1.37%	7.42%	6.36%	N/A	N/A	8.39%
% CDI	133%	127%	97%	96%	N/A	N/A	95%
CDI	1.07%	1.07%	7.64%	6.61%	13.64%	24.29%	N/A

03. Fundo de Ações

O **fundo Compass Long Biased** retornou no período de julho 2,57%, **acima de seu benchmark** IPCA + Yield IMA-B. O mercado continuou performando bem em julho, com o ibovespa subindo 3,3% (4,3% em USD) e 11% no acumulado do ano (24% em USD). Terceiro melhor mercado em termos de performance na região depois da Argentina e do México. Mesmo após a alta recente, as ações locais ainda são negociadas a 10x P/L (excluindo Petrobras e Vale), um desvio padrão abaixo da média histórica. O índice P/L não subiu em relação ao mês passado devido às revisões para cima das previsões dos lucros das empresas para 2024. A percepção de risco melhorou após a aprovação do novo marco fiscal na Câmara dos Deputados e a decisão do Congresso de bloquear algumas medidas mais controversas do governo. A taxa de juros real de longo prazo, tomando como base o preço dos títulos públicos NTN-B 2035 do Brasil, encerrou julho em 5,23%, em linha com junho, mas bem abaixo dos 6,2% de março. Vemos espaço para que as taxas continuem caindo e o ibovespa subindo, principalmente se o governo conseguir aprovar medidas para aumentar as receitas e consequentemente melhorar as perspectivas fiscais do Brasil.

Os principais riscos que continuamos vendo para as ações brasileiras no curto/médio prazo são: anúncios de medidas para aumento da arrecadação do governo e discussão da reforma tributária; tamanho da queda na atividade econômica nos Estados Unidos; crescimento da China. Em relação ao fundo Compass LB, aumentamos o Net Long ao longo do mês de julho, terminamos próximo a 70% no final de julho, vindo de aproximadamente 60% no final de junho. Ao longo do mês, aumentamos a posição comprada no setor de bancos, serviços financeiros, varejo, consumo e shopping; e não fizemos diminuição relevante em nenhum setor. Os maiores ganhos no mês foram nas posições compradas em Petro Rio, Desktop e Eztec; a maior perda do mês foi na posição comprada em Minerva.

Maiores Ganhos:

Petro Rio

A PRIO teve um bom desempenho durante o mês de julho, explicado por maiores preços e produção de petróleo. A empresa continua entregando crescimento da produção, com Frade produzindo mais de 55k bbls/d (com um poço em desenvolvimento produzindo mais do que o esperado pelo mercado) e Albacora se recuperando após alguns meses decepcionantes. Além disso, mesmo após a excelente performance dos últimos meses, ainda vemos a ação com uma ótima assimetria nos níveis atuais de preço, com um fluxo de caixa livre de 16% em 2025 (excluindo o Capex de crescimento), o mais alto do setor de óleo e gás latino-americano.

Desktop

Como já explorado em outras cartas, acreditamos que a Desktop possui grandes oportunidades de crescimento, via aumento da penetração de banda larga, substituição de tecnologias legadas por fibra ótica (como cabo de cobre e coaxial) e consolidação de empresas menores, que devem continuar propiciando uma rápida expansão de receita. Contudo, a Companhia negociava no começo do mês a preços bastante depreciados, cerca de 7.9x Preço / Lucro 2024e e 4.3x EV/EBITDA 2024e, números substancialmente inferiores aos da Tim, por exemplo, e que não refletem a maior rentabilidade e perspectiva de crescimento da Desktop. Portanto, acreditamos que a boa performance da DESK3 foi impulsionada por um valuation excessivamente descontado. Além disso, é necessário reconhecer que o cenário macroeconômico mais benigno e, como consequência, o fechamento da curva de juros também contribuíram fortemente para a boa performance da empresa. Como mencionado, a empresa possui altas taxas de crescimento de receita e, dessa maneira, alta duration dos fluxos de caixa, portanto, é bastante sensível aos movimentos da curva de juros.

Em nossa opinião, o preço atual ainda não reflete todas as oportunidades de crescimento e maior rentabilidade da empresa, portanto, não reduzimos a nossa exposição.

Eztec

Adicionamos EZTEC ao nosso portfólio no final de junho, porque acreditávamos em uma dinâmica positiva para o setor de construção civil. A redução da taxa de juros permitirá melhores condições de financiamento imobiliário, aumentando a demanda por projetos de média e alta renda na cidade de São Paulo. Além disso, a empresa tem a opcionalidade de vender a Esther Tower, que poderá agregar valor em sua operação dado o nível de retorno esperado. Apesar da forte performance da ação no mês de julho, continuamos investidos na empresa, por ainda vermos uma assimetria positiva no nível atual de preço das ações.

Maior Perda:

Minerva

A Minerva apresentou performance ruim no mês de julho, refletindo preços piores na exportação de carne bovina. Durante o mês, o preço saiu de 5.0 USD/kg para 4.6 USD/kg, mostrando uma fraca demanda global pela commodity. Entretanto, acreditamos que a redução da oferta de carne pelos EUA, além de exercer uma pressão altista nos preços, também contribuiu para o aumento do volume de venda por parte das empresas produtoras da América Latina, devido à necessidade de suprir a demanda global. Assim, seguimos com a posição comprada em Minerva, apesar da fraca performance no mês.



Alexandre Theoharidis, CFA
Portfolio Manager de Crédito

Compass High Yield 180

Compass ESG Credit Selection

Compass Yield 30



Daniel Saraiva
Portfolio 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/.

