

CARTA JUNHO 2023

Indicadores Locais		Indicadores Internacionais	
CDI	1,07%	MSCI AC	5,64%
		S&P500	6,47%
Ibovespa	9,00%	Euro Stoxx 600	2,25%
Prefixados (IRF-M)	2,12%	MSCI China	3,47%
Ativos IPCA (IMA-B)	2,39%	MSCI EM	1,97%
Imobiliários (IFIX)	4,71%	Ouro	-2,66%
Dólar (Ptax)	-5,43%	Petróleo	4,26%
Multimercados (IHFA)	1,23%	Minério de Ferro	7,14%

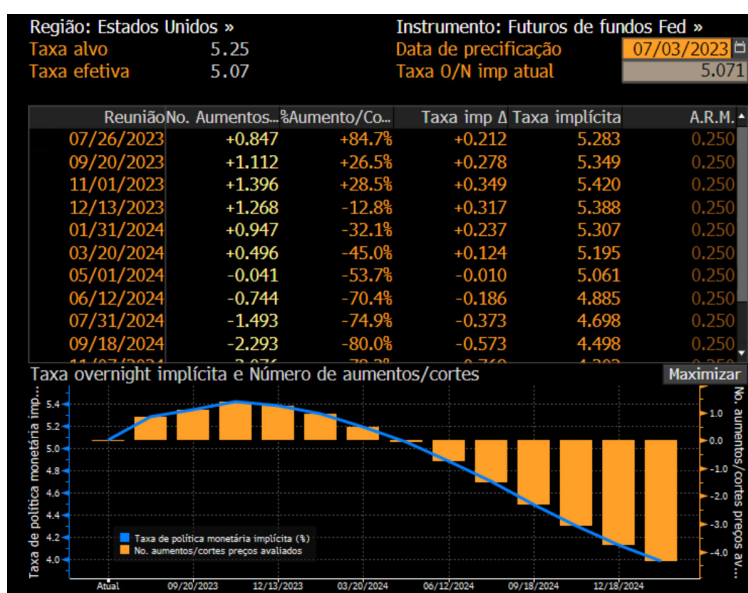
CENÁRIO INTERNACIONAL

O Soft Landing deu mais um passo nos EUA

Na última carta, discutimos sobre o cenário de alta de juros nos EUA poder estar próximo do fim, acreditando em uma pausa já na reunião de junho. O tal movimento de pausa se confirmou, porém com uma fala mais dura por parte do FOMC, deixando claro que não há motivos para descartar altas ainda neste segundo semestre. Talvez essa fala tenha sido importante para o mercado finalmente zerar as chances de cortes na curva em 2023. O mais importante era também ter a confirmação de que estamos muito próximos do fim do ciclo de alta, então entendemos como positivo dado que agora o mercado pode focar nos impactos econômicos dessas novas condições de política monetária.

Sobre a economia em si, os dados seguem firme: (i) Vimos a economia desacelerar no curto prazo, mas sem uma queda abrupta dos dados, (ii) o payroll segue muito forte, evidenciando que a geração de vagas não vai também regredir tanto. (iii) Os dados de inflação recuam em diferentes velocidades. Sendo serviços de forma bem gradual, e a inflação de bens e energia de forma bem acentuada, contribuindo de forma significativa na redução dos dados de CPI pelo mundo. (iv) Por fim, o PIB americano do primeiro trimestre acaba de receber uma revisão muito relevante, de 1,3% para 2% (outra revisão muito importante quando pensamos no potencial crescimento anual do país).

Sendo assim, quando olhamos para os dados nos EUA, fica cada vez mais próximo de confirmar o cenário de Soft landing, e embora os dados do segundo e terceiro trimestre possam ser fracos, eles não devem ser tão negativos a ponto de jogar os EUA para uma grande recessão e com risco de ser prolongada. Ainda sobre isso, o mercado já elevou de forma modesta a expectativa de lucro das empresas, incorporando parte desse cenário nos preços dos ativos.



CENÁRIO LOCAL

O país está pronto para um rali nos ativos de risco?

No que depender do cenário internacional e do fluxo para emergentes, devemos encontrar um cenário muito benigno para o Brasil.

A agenda considerada “mais positiva”, deixa o país muito bem posicionado entre os emergentes que podem receber esse aumento de fluxo (Brasil e México se destacam em todas as pesquisas feitas com investidores estrangeiros).

Em junho, vimos o arcabouço avançar no Senado e voltar à Câmara por conta das mudanças nos textos, porém sem mudar estruturalmente o projeto inicial que agradou o mercado. Vimos também a CMN (Conselho Monetário Nacional) determinar o fim da regra calendário da meta de inflação, tornando o horizonte mais longo e alinhado com o que temos nos países desenvolvidos. Ambas informações trouxeram as expectativas de inflação para baixo e a curva de juros já incorpora uma Selic em 9% ao final de 2024.

Vale lembrar que, segundo as atas, essas eram as principais dúvidas que o Banco Central possuía antes de iniciar o ciclo de corte dos juros. A pressão do executivo e até mesmo do legislativo deve aumentar bastante, mas imaginamos que o Copom opte por cortar os juros em 25bps já na próxima reunião de agosto. Há uma frente do mercado muito cética com tal ação ainda, em meio a um desemprego baixo e os dados de atividade ainda em alta. Entretanto, entendemos que há uma grande diferença entre esse ciclo e os demais, o que pode tornar (mesmo no Brasil) um cenário mais próximo com o “Soft landing” que é esperado para a economia americana.

O cenário fiscal também ganhou uma excelente surpresa no mês, com o PIB do primeiro

trimestre sendo revisado de forma muito positiva e puxado pelo setor do agronegócio. A S&P, agência de rating, revisou a perspectiva do rating para positiva, ressaltando o terceiro ano seguido de bom crescimento no país. Quando pensamos no médio/longo prazo, não sabemos ao certo se a agenda micro aprovada no governo Bolsonaro será capaz de garantir um “novo normal” para o PIB, com uma média de crescimento acima de 2% nos próximos anos, mas há uma surpresa positiva que merece ser ressaltada e que trouxe um alívio importante no curto prazo. Lembrando que a continuidade dessa agenda micro seria a aprovação da reforma tributária que está sendo discutida no Congresso, no que diz respeito a simplificação do sistema tributário nacional.

Quando somamos todos os eventos acima, fica nítido dizer que o rally nos preços dos ativos deverá continuar e que será potencializado ainda mais a partir do início do ciclo de afrouxamento monetário. Sendo assim, esperamos uma continuidade desse bom momento para os ativos de risco no curto prazo, mas com um viés mais negativo no médio prazo, sendo esse médio prazo algo como o segundo trimestre do ano que vem (detalharemos os motivos ao longo das próximas cartas).

CARTEIRAS E POSICIONAMENTO

Para os portfólios locais, o mês de junho trouxe novamente retornos muito acima dos benchmarks. A carteira conservadora subiu 1,53% ou 143% do CDI, sendo o terceiro melhor resultado mensal da nossa história para o perfil e com grande destaque para a classe de ativos ligados ao IPCA mais uma vez. A carteira moderada teve alta de 1,92% ou 179% do CDI, com excelentes resultados das classes de renda variável local, prefixados e a parcela de inflação. Por fim, a carteira agressiva rendeu 2,17% ou 202% do CDI, com praticamente os mesmos destaques da carteira moderada, mas considerando uma exposição maior aos mesmos ativos de risco.

Os portfólios internacionais encerraram o mês no positivo, porém abaixo do índice de referência. A classe Equity foi a principal promotora da performance de junho, com 3 das 4 estratégias entregando retornos acima dos respectivos benchmarks. A classe Fixed Income também foi contribuidora de performance no mês, com destaque para a estratégia de High Yield Global e estratégia híbrida. A boa performance foi impulsionada por um fechamento dos spreads de crédito corporativos no mês, assim como um carregamento já elevado do portfólio. A classe Liquid Alternatives foi detratora de performance no mês de junho, com as subestratégias Macro Global e Risk Premium apresentando as maiores quedas no mês. Por outro lado, as estratégias Trend Following, Market Neutral e Commodities foram contribuidoras de performance. Por fim, a estratégia de Alternative Credit contribuiu para a performance em junho.

Sendo assim, estamos:

(i) otimistas com o carregamento das posições em CDI de duration até 4 anos, IPCA para uma duration intermediária (entre 4 e 6 anos) e ativos prefixados de duration curta

(entre 3 e 3,5 anos). Nos prefixados, começamos a monetizar parte da posição, reduzindo de forma parcial a exposição na classe;

(ii) neutros com as oportunidades no mercado de crédito considerados High Yield ou mais estruturados;

(iii) otimistas com a parcela de retorno absoluto nos portfólios para capturar via gestão ativa as estratégias de bolsa, commodities, arbitragem, juros e moedas e etc. Vale citar que historicamente essa classe tem ótimos resultados em ciclos de cortes de juro;

(iv) neutros nas posições de renda variável local, mas discutindo a melhor forma de aumentar essa exposição;

(v) neutros na exposição à equities internacionais e com toda a exposição oficialmente dolarizada nos portfólios locais;

(vi) neutros para Fundos Imobiliários ou de infraestrutura, praticamente zerando todo o portfólio de tijolo para ativos de recebíveis;

(vii) otimistas com as oportunidades em empresas fora do ambiente de bolsa, via bons gestores da indústria de Private Equity e Venture Capital;

(viii) otimistas com a classe de crédito global, montando posições com hedge cambial nos portfólios locais em virtude do alto carregamento das carteiras dos fundos e do CDI. Neste caso, optamos por aumentar mais um pouco a alocação dentro dos portfólios moderados e agressivos;

(ix) voltamos a procurar hedges em bolsas globais para as posições offshore, aproveitando o VIX mais baixo no curto prazo;

(x) Seguimos otimistas com a posição em urânio (no portfólio offshore) pelos motivos já ressaltados em cartas anteriores;

RENDA VARIÁVEL GLOBAL

Os índices acionários globais apresentaram desempenho positivo em junho, impulsionado por dados fortes de atividade, leituras positivas corroborando com tese de desinflação global, expectativa da finalização de aperto monetário nos mercados desenvolvidos e estímulos na China. Nos Estados Unidos, o índice de Large Caps (S&P 500) avançou 6,5% no mês, acumulando alta de 15,9% no primeiro semestre do ano. Todos os 11 setores do índice finalizaram o mês no positivo, com destaque para consumo discrecional (10,5%), industriais (10,2%) e materiais (9,8%). Em linha com a tendência ao longo do ano, o índice de tecnologia (Nasdaq) superou o índice das Blue

Chips (Dow Jones) e no ano o diferencial de performance é enorme. Após alta de 6,6% em junho, o índice Nasdaq acumula alta de 31,7% no ano e encerra o melhor primeiro semestre em 40 anos, em termos de performance. Por outro lado, o índice Dow Jones sobe 3,8% em 2023, após alta de 4,5% em junho. Grande parte da diferença relativa se vem da ascensão do tema da inteligência artificial, beneficiando diretamente as empresas com exposição à cadeia de valor. Analisando o S&P 500, chama atenção a contribuição de performance por parte das 7 empresas com maior participação no índice. No agregado, as empresas representam 24% do índice e retornam 15,1% no ano (até o dia 26/6). A concentração do índice cria não somente o viés em termos de performance, mas também no valuation. Atualmente o índice negocia a 18,9x preço sobre lucro estimado para os próximos 12 meses, acima da média histórica dos últimos 5 e 10 anos.

Na Europa, os índices acionários performaram abaixo em comparação com os Estados Unidos, mas seguiram entregando retornos positivos e acumulam alta de dois dígitos no ano. O Euro Stoxx 50 subiu 4,3% em junho e acumula valorização de 16% no ano. Analisando a abertura por país, destaque ficou para o índice acionário da França, com o CAC avançando 4,3% no mês. Na Alemanha, o Dax subiu 3,1% e no Reino Unido, o FTSE subiu 1,2% e no ano segue atrás dos pares em termos de performance, avançando 1,1%. O principal destaque em termos de performance é o índice acionário do Japão, que avançou 7,5% em junho. No ano, o Nikkei 225 sobe 27.2% e atinge alta histórica. Investidores têm direcionado recursos ao país em meio à revisões para cima do PIB, retorno da inflação e política monetária estimulativa, enfraquecimento do Yen (beneficiando as empresas exportadoras) e noticiário de que o megainvestidor Warren Buffett tem aumentado seus investimentos nas empresas da região. Na China, os índices acionários têm apresentado performance aquém dos pares globais, com desapontamento nos dados de atividade e medidas de estímulo por parte do governo. O CSI 300 avançou 1,2% no mês, enquanto o índice Hang Seng subiu 3,7% e o Composto de Shanghai caiu 0,1%.

A carteira de ações internacionais da MMZR encerrou o mês em alta de 4,1% e acumula alta de 30,4% no ano. Em comparação, o índice de referência subiu 5,6% em junho e acumula alta de 12,8% no ano. Destaques positivos no mês ficaram para as ações da Apple (+9,4%), Amazon (+8,1%), Meta (+8,4%) e XLF (+6,1%). As ações dos bancos valorizaram na última semana do mês após o FED publicar resultado de teste de estresse e concluir que todos os 23 bancos analisados (entre bancos americanos e bancos internacionais com exposição à economia dos Estados Unidos) estariam com capital suficiente para absorver perdas bilionárias no caso de uma crise econômica global. Somando ao relatório, no último dia de negociação de junho, 5 grandes bancos americanos anunciaram aumento de dividendos, confirmando a resiliência do sistema bancário no país. Destaque do mês ficou para a marca histórica atingida pela Apple, se tornando a primeira e única empresa a negociar com valor de mercado acima de USD 3 trilhões. Somando ao embalo das ações de tecnologia, o mercado repercutiu a pub-

licação do relatório de início de cobertura da ação pelo analista do Citibank, que recomendou a compra, com preço alvo de USD 240, implicando upside de 24%. O analista destaca potencial de expansão na margem bruta, subestimado pelo consenso do mercado, impulsionado por um maior mix de vendas dos iPhones da última geração e ganho de market share em mercados emergentes.

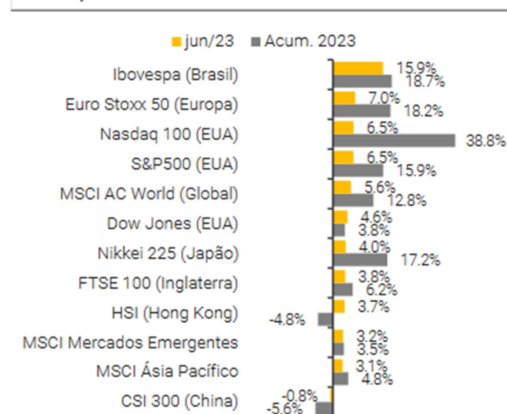
A partir da segunda quinzena de julho teremos divulgação de resultados das empresas que compõem o S&P 500, iniciando pelos números dos grandes bancos americanos. A expectativa (consenso) é de que haverá uma queda de 6,8% nos lucros agregados no segundo trimestre do ano, acima da queda esperada para o mesmo período no final de março (-4,7%). As principais revisões no período vieram dos setores de energia, materiais e consumo não discricionário, com revisões baixistas de 14,5%, 9,6% e 5,8%, respectivamente. Por outro lado, setores que tiveram revisões positivas foram tecnologia e serviços de comunicação, na ordem de 2% e 1,5%, respectivamente. Para 2023, o consenso é de que haverá uma expansão de 0,9% nos lucros agregados das empresas do índice, abaixo da projeção de expansão de 1,1% no final de março. No final de julho, vencerá a estrutura de proteção que montamos nas carteiras offshores ao longo do segundo trimestre e que deve “virar pó”. Devemos rolar a estrutura com preços de exercícios acima e vencimento para o final de 2023, aproveitando a queda da volatilidade implícita dos mercados, baixo prêmio de risco da classe e risco de revisão para baixo nos lucros como resultado de uma possível recessão nos Estados Unidos.

RENDA VARIÁVEL LOCAL

O Ibovespa encerrou o mês de junho com a melhor performance mensal desde novembro de 2020, subindo 9% aos 118.087 pontos. No fechamento do semestre, a alta acumulada foi de +7,6% ou +18,7% em dólares, superando o MSCI Emerging Markets (+3,5%) e MSCI AC World (+12,8%).

Setorialmente, vale destacar no semestre os setores domésticos mais sensíveis aos juros como: Educação (+76,8%), Construtoras (+53,4%) e Propriedades Comerciais (+38,7%). Do lado negativo, Mineração e Siderurgia caíram -21,1% no ano, puxado por Vale (-26,2%) como consequência de uma economia China crescendo menos do que o esperado. Como exemplo de tal influência, desconsiderando Vale no Índice em 2023, o Ibovespa teria fechado em 131 mil pontos em junho.

Figura 1: Desempenho das Bolsas globais (em dólares)



Fonte: XP Investimentos

Figura 4: Performance sectorial do Ibovespa*

	10A	5A	3A	1A	Ano	mai	jun
Agro	-0,8%	0,7%	1,1%	15,9%	21,7%	8,4%	10,9%
Bancos	14,6%	11,6%	12,2%	29,1%	23,9%	6,1%	10,5%
Bens de Capital	17,1%	24,6%	22,2%	51,2%	3,3%	-6,9%	-2,0%
Educação	-0,2%	-7,0%	-14,1%	58,5%	76,8%	55,6%	25,1%
Inst. Financeiras	15,5%	15,2%	4,5%	40,5%	13,2%	5,6%	9,3%
Alimentos & Bebidas	6,6%	9,7%	7,4%	-5,4%	1,3%	3,1%	6,8%
Saúde	10,9%	3,4%	-9,4%	18,6%	9,6%	24,8%	9,8%
Construção Civil	9,4%	14,4%	-4,9%	63,9%	53,4%	29,4%	7,2%
Propriedades Comerciais	5,1%	10,0%	11,0%	45,3%	38,7%	11,3%	8,0%
Mineração & Siderurgia	18,4%	17,3%	20,8%	-4,7%	-21,1%	-10,3%	3,1%
Óleo, Gás e Petroquímicos	20,5%	33,0%	47,2%	70,0%	39,3%	9,6%	22,0%
Papel & Celulose	17,2%	4,6%	6,9%	1,3%	-1,2%	14,0%	-0,5%
Varejo	12,6%	12,5%	-10,3%	24,8%	12,6%	13,8%	8,6%
Saneamento	12,4%	21,3%	1,2%	36,3%	-0,1%	17,2%	5,7%
TMT	6,4%	8,4%	5,6%	24,5%	18,9%	5,2%	6,5%
Transportes	16,6%	21,8%	12,2%	39,2%	34,2%	8,2%	9,7%
Elétricas	17,9%	26,2%	15,0%	7,8%	6,1%	2,6%	9,2%
Ibovespa	9,6%	10,2%	7,3%	18,8%	7,9%	3,7%	9,3%

Fonte: XP Investimentos

Vimos ao longo do mês uma combinação de vetores positivos tanto no cenário global, como no cenário local, o que contribuiu no segundo trimestre para uma ótima performance do Ibovespa, que passou das mínimas de 97 mil pontos em meados de março até os 120 mil pontos em junho – alta de mais de 20% no período. Nessa mudança de narrativa global/local, destacamos os seguintes eventos:

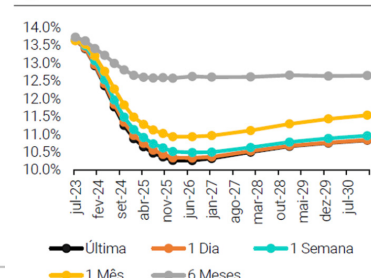
- 1- Aprovação do acordo do teto da dívida americana;
- 2- Economia americana resiliente e processo contínuo de deflação;
- 3- Redução relevante dos riscos políticos/fiscais no Brasil: Ao longo de junho, tivemos a aprovação do projeto do Arcabouço Fiscal e apresentação do texto da reforma tributária, em combinação com um governo em tom bem mais moderado que o visto no primeiro trimestre do ano, reafirmando a meta de inflação de 3% ao ano e dando importância à ancoragem das expectativas. Como consequência desse movimento, vimos nas últimas semanas um grande alívio na curva de juros e queda do juro real, conforme gráficos abaixo

Chart 2: Long-term government bonds (NTN-B 2035)



ESource: Brazil Central Bank, BTG Pactual,

Figura 3: Curva DI

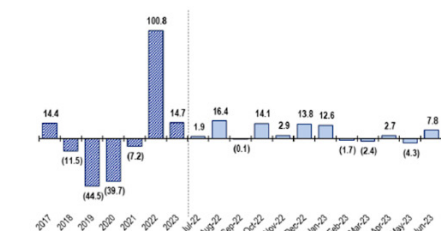


4- Dados de atividade fortes e processo contínuo da queda da inflação

Como consequência do ambiente mais positivo, vimos em junho a maior entrada de capital estrangeiro desde janeiro, com um volume de +R\$ 7,8 bi, apesar de ser um montante menor do que o observado entre outubro/22 e janeiro/23 (R\$ 11 bi na média mensal). Vemos ainda bastante espaço de entrada de fluxo estrangeiro, considerando

a posição de destaque hoje do Brasil nas economias emergentes versus países com peculiaridades negativas (Rússia, China, Turquia, etc).

Chart 7: Foreign inflow into local equities (R\$bn)



Source: B3

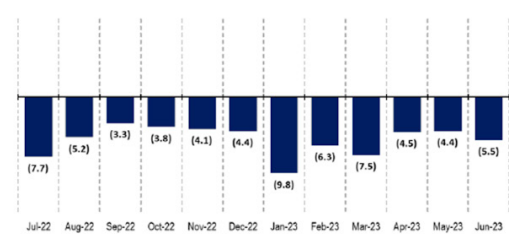
Chart 8: Daily foreign inflow into Brazilian equities (R\$bn) YTD



Source: Bloomberg

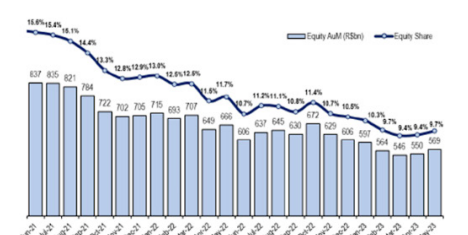
Ao mesmo tempo, o fluxo institucional local segue de retirada de recursos em bolsa (outflow nos 18 dos últimos 19 meses), mas já em um ritmo menor. Fundos hoje estão “leves”, com alocação em bolsa bem abaixo de patamares históricos – 9,7% em maio, contra 15,6% em junho/21. Com a queda da Selic já no início do segundo semestre, a tendência é vermos reversão desse número, um fluxo importante de entrada ainda em início de aporte.

Chart 9: Equity funds – monthly net inflows



Source: Anbima, BTG Pactual estimates

Chart 10: Local funds – monthly equity allocations



Source: Anbima, BTG Pactual estimates

Olhando para o preço dos ativos, é importante ressaltar que mesmo após esse rali no segundo trimestre o Ibovespa segue negociando em um dos maiores descontos dos últimos 13 anos, oferecendo certa margem de segurança de entrada em boas empresas visando o longo prazo. O Ibovespa negocia hoje 10,1x P/E 12M ex Vale e Petrobrás, desconto de cerca de 19% frente à média histórica de 19 anos de 12,4x. (1 desvio padrão abaixo). Quanto ao prêmio de risco, medida para comparar os rendimentos dos ativos contra as taxas de juros reais de 10 anos (principal métrica para avaliar a atratividade da bolsa frente a renda fixa), o nível encontra-se em 4,6% contra uma média histórica de 2,9%, indicando mais um desconto e possibilidade de apreciação da bolsa (dois primeiros gráficos abaixo) – reforçando aqui um duplo potencial de alta, considerando que a própria NTN-B negocia a um spread acima da média histórica.

Chart 3: Bovespa P/E 12M fwd. (ex-Petro&Vale)



Source: Economática, BTG Pactual estimates

Para fins de exemplo, uma reversão do Prêmio de Risco ou do múltiplo Preço/Lucro à média histórica faria o Ibovespa negociar a um patamar 35-40% acima do valor atual:

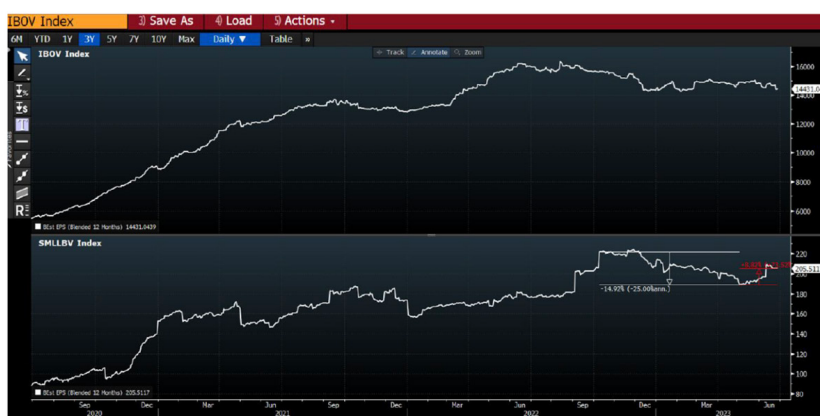
Chart 5: Earnings yield (E/P minus 10-year interest rates)



Source: Brazil Central Bank, BTG Pactual

Métrica	Cenário Atual	ERP voltando p/ Média Histórica	P/E voltando p/ Média Histórica
P/E	7.8	10.6	10.9
NTN-B 2035	5.4%	5.4%	5.4%
ERP	7.5%	4.10%	3.8%
Ibov	118,165.01	160,141.23	165,128.03
Upside:		35.5%	39.7%

Não só isso, após um período de 7 meses de revisões negativas de lucro no índice de small caps (concentração de empresas domésticas), vimos uma mudança de tendência nos últimos 2 meses para cima, o que contribui para compressão de múltiplos:



Algumas casas de análise montaram estudos para entender como o Ibovespa performa em cenários de corte de juros e o resultado é que nos últimos 9 ciclos de afrouxamento monetário, o Ibovespa subiu 21% e 43% em 12 e 24 meses respectivamente, na média, depois do primeiro corte - grande parte da alta vem no período pós corte de juros, o que fomenta a tese de uma janela atrativa de entrada. O Ibovespa negocia hoje em múltiplos abaixo de outros ciclos de corte, conforme visto abaixo:

Ibovespa Performance Before / After the Beginning of the Monetary Easing Cycle										
Date	Total Easing Cycle	t - 12	t - 6	t - 3	t - 1	t + 1	t + 3	t + 6	t + 12	t + 24
25-Mar-99	-2300 bps	-6.92%	62.96%	52.41%	22.30%	0.87%	7.82%	4.68%	60.11%	39.39%
29-Mar-00	-325 bps	68.78%	64.72%	5.63%	2.91%	-13.94%	-8.53%	-9.61%	-20.04%	-21.80%
20-Feb-02	-75 bps	-17.67%	2.32%	2.18%	1.13%	0.07%	-4.52%	-29.21%	-24.22%	66.67%
18-Jun-03	-1000 bps	29.94%	17.58%	21.07%	6.00%	2.10%	20.42%	53.29%	46.81%	85.23%
15-Sep-05	-825 bps	27.25%	6.43%	12.55%	8.44%	1.38%	14.52%	27.84%	24.49%	85.27%
21-Jan-09	-400 bps	-32.93%	-32.62%	13.97%	2.46%	0.45%	15.28%	37.91%	78.96%	82.71%
31-Aug-11	-475 bps	-15.27%	-16.93%	-12.03%	-3.49%	-7.38%	-2.12%	15.48%	3.42%	-10.60%
19-Oct-16	-750 bps	33.42%	20.03%	12.12%	10.73%	-5.58%	1.34%	1.31%	21.23%	35.56%
31-Jul-19	-175 bps	25.02%	4.04%	6.58%	0.47%	-0.67%	5.64%	12.44%	0.56%	23.17%
18-Mar-20	-175 bps	-28.63%	-36.18%	-41.90%	-41.99%	18.08%	39.82%	49.90%	70.66%	66.24%
Average*		12.40%	14.28%	12.72%	5.66%	-2.52%	5.54%	12.68%	21.26%	42.85%
Median		25.02%	-6.45%	9.35%	1.46%	-3.12%	3.49%	13.96%	12.33%	29.36%

Ibovespa P/E - Monetary Easing Cycle					
Date - First Cut	P/E Fwd Ibov on the Day First Cut	P/E 5Y Average	P/E 5 Y St. Deviation	St. Deviations for the Mean	IBOV perf in t+12
21-Jan-09	7.73	10.37	1.62	-1.63	83%
31-Aug-11	8.68	10.80	1.76	-1.20	-11%
19-Oct-16	14.47	11.37	2.23	1.39	36%
31-Jul-19	12.07	11.90	1.17	0.14	23%
18-Mar-20	8.75	12.12	1.19	-2.84	66%
16-May-23	7.25	10.56	2.81	-1.18	

Fonte: Santander

Sendo assim, a visão mais otimista nos ativos de renda variável local se dá pelas percepções de (a) Valuations descontados, (b) ciclo de afrouxamento monetário, (c) aprovação de medidas/reformas estruturais no Brasil para redução de risco de calda e aumento de produtividade (arcabouço fiscal, reforma tributária, entre outros), (d) baixa alocação de fundos e investidores locais na bolsa, (e) redução de posições short de fundos multimercados, (f) redução no fluxo de resgate de fundos de ações e (g) início de revisões de earnings das empresas para cima olhando para 2024. Vemos uma ótima janela para entrar ou elevar a participação em ativos ligados à economia doméstica dentro da parcela de renda variável local. Setores como Transporte/Infraestrutura, Consumo, Shoppings e Construção possuem maior sensibilidade e historicamente outperformam o índice em tais ciclos, focando em empresas líderes de mercado, com fortes vantagens competitivas, forte geração de caixa, crescimento de dois dígitos de receita/lucro nos próximos 3 anos e grande potencial de consolidação de mercado.

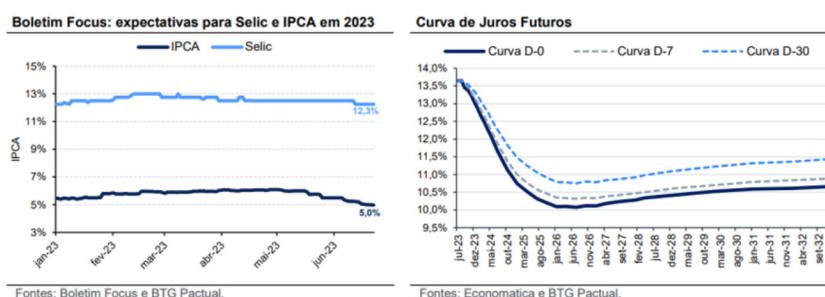
FUNDOS LISTADOS

Com o fechamento do primeiro semestre, vale a pena tomar esse momento para refletir sobre o desempenho da classe de Fundos Imobiliários ao longo do ano, e as expectativas para o próximo semestre.

Até o final de junho, 2023 foi marcado por diversas turbulências, tanto em fatores macro quanto micros, afetando o cenário para os ativos domésticos e o mercado de FI's. Logo em janeiro, no decorrer da transição governamental, marcada por uma surpresa negativa sobre o posicionamento do Lula, contrário ao cenário base de um governo mais moderado, foram divulgados os primeiros capítulos da fraude contábil da Americanas. Somado a isso, a notícia da inadimplência de varejistas renomadas, como Tok&Stock e Lojas Marisa, impactou o segmento de fundos Tijolo, principalmente os logísticos, desencadeando uma pequena crise no setor, com fundos expostos a estes locatários liderando as perdas.

Dando continuidade ao ano, ao longo do final de fevereiro houve o início de uma forte contração dos fundos de recebíveis, apresentando a menor queda desde março de 2020, fazendo que a classe recuasse 3,9% ao longo do mês de março. Os fundos de papel, especificamente alguns high yields, foram impactados pela renegociação de diversos CRIs e inadimplências, gerando uma forte contaminação entre os fundos de dívidas, mesmo em fundos com perfis de risco controlados.

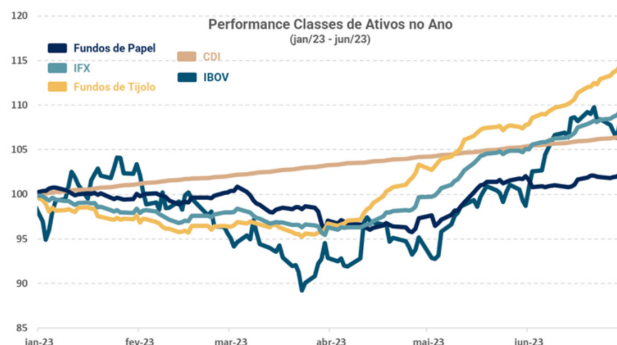
Com o decorrer do mês de abril, começaram a vir notícias positivas para os fundos imobiliários. No cenário micro, as inadimplências permaneceram controladas, e não houve deterioração adicional para o contágio de desvalorização que era observado no IFIX (índice de fundos imobiliários) desde o início do ano. Já com relação ao macro, a melhora de cenário com a aprovação do arcabouço fiscal, e as constantes surpresas positivas de dados econômicos – como inflação e PIB – foram suficientes para iniciar o fechamento da curva de juros, frente às melhores expectativas para a Selic e o IPCA ao fim do ano, ajudando a recuperar os prejuízos.



Portanto, enquanto de janeiro até março o IFIX teve um retorno nominal de -3,7%, a partir de abril valorizou 13,6%, acumulando alta de cerca de 10% no ano, e alcançando finalmente os 3 mil pontos novamente, retornando ao patamar de outubro do ano passado, fechando o gap que havia aberto desde então, e se aproximando do nível observado no momento pré pandemia.



Quebrando a análise dessa performance entre as duas principais classes de fundos, papel (representado por fundos de recebíveis de dívidas imobiliárias) e tijolo (representado por fundos de ativos fixos), podemos observar que a recuperação foi principalmente carregada pelos fundos de tijolo. De acordo com o Índice Teva de Fundos de Tijolo, essa classe representou um desempenho de cerca de 15%, enquanto os fundos de dívida apresentaram valorização de apenas 5%.



Analisando os subsegmentos, dentro da classe de ativos fixos, a recuperação foi principalmente observada em fundos de shoppings e galpões logísticos, com ambas as classes outperformando o IFIX no ano, frente a resultados positivos nos números de locação de shoppings, e aumento de absorção líquida nos galpões alto padrão do Estado de São Paulo. Com relação aos fundos de lajes corporativas (escritórios) apresentaram recuperação levemente inferior, frente a estagnação da absorção líquida e a dificuldade de repassar preços, com apenas regiões como a da Faria Lima conseguindo aumentar os aluguéis.

Principais regiões – galpões logísticos de alto padrão em São Paulo

Região	Área Locável (milhares)			Vacância (%)			Preços Pedidos (R\$/m²)			Absorção Líquida (milhares)	
	4T2022	1T2023	Δ 1t	4T2022	1T2023	Δ 1t	4T2022	1T2023	Δ 1t	4T2022	1T2023
SP-15	639 m²	639 m²	0 m²	18,2%	17,2%	-1,0%	40,9	40,9	-0,2%	-52,5 m²	6,4 m²
SP-30	4.667 m²	4.813 m²	146 m²	9,1%	8,7%	-0,4%	27,6	27,9	0,9%	74,0 m²	151,1 m²
SP-60	5.624 m²	5.646 m²	22 m²	12,4%	10,7%	-1,7%	22,0	22,7	3,5%	197,5 m²	114,9 m²
SP-90	2.325 m²	2.361 m²	36 m²	13,6%	11,0%	-2,7%	20,7	20,7	0,0%	43,8 m²	93,9 m²
São Paulo (A*)	1.4507 m²	14.675 m²	166 m²	12,5%	11,1%	-1,4%	24,2	24,8	2,2%	221,8 m²	357,3 m²

Fontes: Buildings e BTG Pactual.

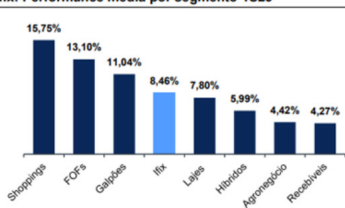
Principais regiões – escritórios de alto padrão em São Paulo

Região	Área Locável (milhares)			Vacância (%)			Preço Pedido (R\$/m²)			Absorção Líquida (milhares)	
	4T2022	1T2023	Δ 1t	4T2022	1T2023	Δ 1t	4T2022	1T2023	Δ 1t	4T2022	1T2023
Chuoqi Zaidan	899 m²	899 m²	0 m²	32,9%	31,5%	-1,3%	96,8	95,4	-1,5%	-0,5 m²	11,9 m²
Faria Lima	1.085 m²	1.085 m²	0 m²	4,3%	6,1%	1,8%	138,5	198,4	43,2%	-0,7 m²	-19,8 m²
Paulista	567 m²	567 m²	0 m²	26,2%	26,4%	0,2%	113,2	106,6	-5,8%	11,0 m²	-1,3 m²
Pinheiros	342 m²	342 m²	0 m²	12,2%	13,9%	1,7%	146,5	142,8	-2,5%	9,3 m²	-5,8 m²
Vila Olímpia	265 m²	265 m²	0 m²	10,7%	11,4%	0,7%	115,2	116,5	1,1%	3,6 m²	-1,7 m²
São Paulo (A*)	4.780 m²	4.780 m²	0 m²	22,2%	22,3%	0,2%	91,8	95,2	3,7%	24,7 m²	-8,4 m²

Fontes: Buildings e BTG Pactual.

Todavia, quando analisamos a relação entre preço de mercado e valor da cota patrimonial (P/VPA), podemos observar que todas as classes ainda negociam deságio, ou seja possuindo um desconto em relação ao valor justo dos ativos. A classe de lajes corporativas, ainda segue apresentando o maior desconto médio, cerca de 27%, frente às incertezas das dinâmicas estruturais na busca por escritórios, frente a um mercado de trabalho mais flexível após a pandemia.

Ifix: Performance média por segmento 1S23



Fontes: Economática e BTG Pactual.

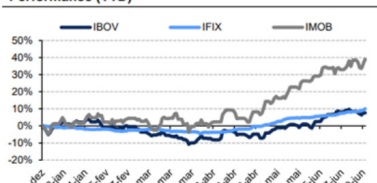
Comparativo P/VPA atual vs. P/VPA em dez/22

Segmento	P/VPA (dez/22)	P/VPA (jun/23)	Variação (dez/22 – jun/23)
Recebível	0,95x	0,92x	-2,7%
Híbrido	0,90x	0,89x	-1,4%
Laje Corporativa	0,69x	0,73x	3,9%
Galpão Logístico	0,89x	0,93x	4,1%
Fundo de Fundos	0,86x	0,93x	6,6%
Shopping Center	0,91x	0,98x	6,9%

Fontes: Economática e BTG Pactual.

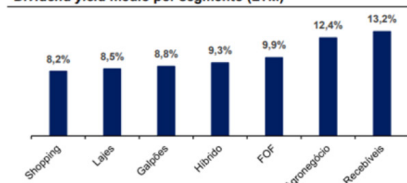
Com relação aos fundos de dívidas, a classe underperformou o IFIX, apresentando uma recuperação mais lenta após a contaminação do mercado de dívida, não à toa a classe apresentou um aumento do seu desconto, para cerca de 8%. Além disso, com os dados positivos com relação ao processo de desinflação, diversos investidores decidiram permanecer fora desses fundos, frente à expectativa de distribuições menores (dado que as dívidas são indexadas com relação ao IPCA e CDI).

Performance (YTD)



Fontes: Economática e BTG Pactual.

Dividend yield médio por segmento (LTM)



Fontes: Economática e BTG Pactual.

Mesmo assim, mantemos a visão de que o fundos imobiliários de recebíveis permanecem como as melhores opções de carregos para o ano, apresentando os maiores dividend yields entre as subclasses, além de descontos com relação a cota patrimonial em diversos fundos com perfis de risco controlados, apresentando janelas atrativas de entrada. Para as opções de ativos físicos, acreditamos que as melhores opções se encontram na bolsa de valores, através de ações listadas dentro do índice IMOB, como as operadoras de Shoppings (como Aliansce Sonae e Iguatemi), Builders (como MRV e Cury) e as empresas de Propriedades Comerciais (como Log e HBR).



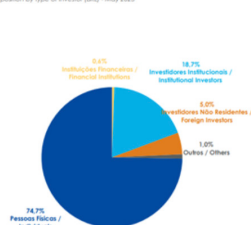
Retornabilidade	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067	2068	2069	2070	2071	2072	2073	2074	2075	2076	2077	2078	2079	2080	2081	2082	2083	2084	2085	2086	2087	2088	2089	2090	2091	2092	2093	2094	2095	2096	2097	2098	2099	2100	2101	2102	2103	2104	2105	2106	2107	2108	2109	2110	2111	2112	2113	2114	2115	2116	2117	2118	2119	2120	2121	2122	2123	2124	2125	2126	2127	2128	2129	2130	2131	2132	2133	2134	2135	2136	2137	2138	2139	2140	2141	2142	2143	2144	2145	2146	2147	2148	2149	2150	2151	2152	2153	2154	2155	2156	2157	2158	2159	2160	2161	2162	2163	2164	2165	2166	2167	2168	2169	2170	2171	2172	2173	2174	2175	2176	2177	2178	2179	2180	2181	2182	2183	2184	2185	2186	2187	2188	2189	2190	2191	2192	2193	2194	2195	2196	2197	2198	2199	2200	2201	2202	2203	2204	2205	2206	2207	2208	2209	2210	2211	2212	2213	2214	2215	2216	2217	2218	2219	2220	2221	2222	2223	2224	2225	2226	2227	2228	2229	2230	2231	2232	2233	2234	2235	2236	2237	2238	2239	2240	2241	2242	2243	2244	2245	2246	2247	2248	2249	2250	2251	2252	2253	2254	2255	2256	2257	2258	2259	2260	2261	2262	2263	2264	2265	2266	2267	2268	2269	2270	2271	2272	2273	2274	2275	2276	2277	2278	2279	2280	2281	2282	2283	2284	2285	2286	2287	2288	2289	2290	2291	2292	2293	2294	2295	2296	2297	2298	2299	2300	2301	2302	2303	2304	2305	2306	2307	2308	2309	2310	2311	2312	2313	2314	2315	2316	2317	2318	2319	2320	2321	2322	2323	2324	2325	2326	2327	2328	2329	2330	2331	2332	2333	2334	2335	2336	2337	2338	2339	2340	2341	2342	2343	2344	2345	2346	2347	2348	2349	2350	2351	2352	2353	2354	2355	2356	2357	2358	2359	2360	2361	2362	2363	2364	2365	2366	2367	2368	2369	2370	2371	2372	2373	2374	2375	2376	2377	2378	2379	2380	2381	2382	2383	2384	2385	2386	2387	2388	2389	2390	2391	2392	2393	2394	2395	2396	2397	2398	2399	2400	2401	2402	2403	2404	2405	2406	2407	2408	2409	2410	2411	2412	2413	2414	2415	2416	2417	2418	2419	2420	2421	2422	2423	2424	2425	2426	2427	2428	2429	2430	2431	2432	2433	2434	2435	2436	2437	2438	2439	2440	2441	2442	2443	2444	2445	2446	2447	2448	2449	2450	2451	2452	2453	2454	2455	2456	2457	2458	2459	2460	2461	2462	2463	2464	2465	2466	2467	2468	2469	2470	2471	2472	2473	2474	2475	2476	2477	2478	2479	2480	2481	2482	2483	2484	2485	2486	2487	2488	2489	2490	2491	2492	2493	2494	2495	2496	2497	2498	2499	2500	2501	2502	2503	2504	2505	2506	2507	2508	2509	2510	2511	2512	2513	2514	2515	2516	2517	2518	2519	2520	2521	2522	2523	2524	2525	2526	2527	2528	2529	2530	2531	2532	2533	2534	2535	2536	2537	2538	2539	2540	2541	2542	2543	2544	2545	2546	2547	2548	2549	2550	2551	2552	2553	2554	2555	2556	2557	2558	2559	2560	2561	2562	2563	2564	2565	2566	2567	2568	2569	2570	2571	2572	2573	2574	2575	2576	2577	2578	2579	2580	2581	2582	2583	2584	2585	2586	2587	2588	2589	2590	2591	2592	2593	2594	2595	2596	2597	2598	2599	2600	2601	2602	2603	2604	2605	2606	2607	2608	2609	2610	2611	2612	2613	2614	2615	2616	2617	2618	2619	2620	2621	2622	2623	2624	2625	2626	2627	2628	2629	2630	2631	2632	2633	2634	2635	2636	2637	2638	2639	2640	2641	2642	2643	2644	2645	2646	2647	2648	2649	2650	2651	2652	2653	2654	2655	2656	2657	2658	2659	2660	2661	2662	2663	2664	2665	2666	2667	2668	2669	2670	2671	2672	2673	2674	2675	2676	2677	2678	2679	2680	2681	2682	2683	2684	2685	2686	2687	2688	2689	2690	2691	2692	2693	2694	2695	2696	2697	2698	2699	2700	2701	2702	2703	2704	2705	2706	2707	2708	2709	2710	2711	2712	2713	2714	2715	2716	2717	2718	2719	2720	2721	2722	2723	2724	2725	2726	2727	2728	2729	2730	2731	2732	2733	2734	2735	2736	2737	2738	2739	2740	2741	2742	2743	2744	2745	2746	2747	2748	2749	2750	2751	2752	2753	2754	2755	2756	2757	2758	2759	2760	2761	2762	2763	2764	2765	2766	2767	2768	2769	2770	2771	2772	2773	2774	2775	2776	2777	2778	2779	2780	2781	2782	2783	2784	2785	2786	2787	2788	2789	2790	2791	2792	2793	2794	2795	2796	2797	2798	2799	2800	2801	2802	2803	2804	2805	2806	2807	2808	2809	2810	2811	2812	2813	2814	2815	2816	2817	2818	2819	2820	2821	2822	2823	2824	2825	2826	2827	2828	2829	2830	2831	2832	2833	2834	2835	2836	2837	2838	2839	2840	2841	2842	2843	2844	2845	2846	2847	2848	2849	2850	2851	2852	2853	2854	2855	2856	2857	2858	2859	2860	2861	2862	2863	2864	2865	2866	2867	2868	2869	2870	2871	2872	2873	2874	2875	2876	2877	2878	2879	2880	2881	2882	2883	2884	2885	2886	2887	2888	2889	2890	2891	2892	2893	2894	2895	2896	2897	2898	2899	2900	2901	2902	2903	2904	2905	2906	2907	2908	2909	2910	2911	2912	2913	2914	2915	2916	2917	2918	2919	2920	2921	2922	2923	2924	2925	2926	2927	2928	2929	2930	2931	2932	2933	2934	2935	2936	2937	2938	2939	2940	2941	2942	2943	2944	2945	2946	2947	2948	2949	2950	2951	2952	2953	2954	2955	2956	2957	2958	2959	2960	2961	2962	2963	2964	2965	2966	2967	2968	2969	2970	2971	2972	2973	2974	2975	2976	2977	2978	2979	2980	2981	2982	2983	2984	2985	2986	2987	2988	2989	2990	2991	2992	2993	2994	2995	2996	2997	2998	2999	3000
CR	1.18%	3.39%	3.00%	2.71%	2.79%	3.00%	2.90%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.28%	3.00%	3.00%	3.42%	3.00%	3.2																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																

Não obstante, também vemos os fundos de dívida como opções mais resilientes, outperformando o IFIX e os Fundos de Tijolo desde 2020 e apresentando o melhor índice de sharpe, no mesmo período.

Já com relação às expectativas para o próximo semestre, seguimos confiantes na recuperação dos descontos em fundos com perfis de risco controlados, motivado pelo maior apetite por risco por parte de investidores, frente à proximidade com o início do ciclo de afrouxo monetário. Principalmente ao levarmos em consideração que grande

parte do volume operado no mercado de fundos imobiliários, é realizado por pessoas físicas, classe de investidores que costuma ser mais volátil em momentos de estresse, e avessa ao risco. Além disso, esperamos a normalização do mercado em termos de ofertas e volume, os quais se encontram abaixo da média dos últimos três anos.

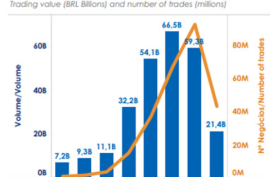
Participação na posição em custódia (R\$) - maio de 2023
Custody position by type of investor (R\$) - May 2023



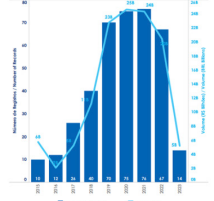
Participação no volume negociado (R\$) - maio de 2023
Trading volume by type of investor (R\$) - May 2023



Evolução do volume (R\$ Bilhões)
Trading volume (R\$ Billions) and number of trades (millions)



Evolução do número e volume de ofertas (ICVIM 400)
Evolution of the number and volume of offerings (ICVIM 400)



Fonte: B3

RETORNO ABSOLUTO

Em junho, o índice IHFA teve boa performance (+1,33%) e superou o CDI até 29/06, enquanto no ano acumula alta de +3,82% e em 12 meses 8,84%, com a classe de multimercados rodando, em média, ainda abaixo do CDI em 2023 e na janela de 12 meses. De forma geral, todas as subclasses performaram, na média, acima do CDI, com exceção da subclasse de multimercados estruturais, que rendeu na média, abaixo do CDI. O destaque ficou para a subclasse de Total Return, que acompanhou, em partes, a valorização da bolsa de +9,0%, já que esses fundos possuem uma exposição líquida/ direcional à bolsa mais relevante.

No geral, observando as principais classes de ativo, observamos a indústria com algumas posições mais claras: (i) saindo de uma posição short/ neutra em bolsa local, para uma viés mais direcional; (ii) posição zerada em petróleo; (iii) comprados em ouro; (iv) tomados na treasury de 2 anos e aplicado na treasury de 10 anos; e (v) comprados em Real versus Dólar.

Em nosso universo de análise, cobrimos um total de aproximadamente 151 fundos, dos quais separamos em seis subclasses: multimercados estruturais, dinâmicos, descon correlacionados, long&short neutro, long&short direcional/total return e renda fixa ativa. Todas as categorias apresentadas acima apresentaram, na média, retornos positivos ao longo do mês passado. A subclasse com melhor desempenho foi a de Total Return, com retorno médio de 4,23% e mediana de 4,60%, já que tal subclasse possui uma exposição líquida direcional em bolsa, que valorizou +9,0% ao longo do mês.

Na sequência, vale o destaque para a subclasse de descon correlacionados, que apresentou, na média, retorno positivo de 2,50%, com mediana de 2,69%. Classificamos tal subclasse em três diferentes frentes: quantitativos, event driven e sistemáticos. A classe de L&S neutro, que é constituída por fundos que possuem net de exposição líquida entre -20 e 20%, também apresentou uma boa performance, com retorno médio de 2,01% e mediana de 1,67%.

A subclasse dos multimercados Macro Dinâmicos fechou o mês com valorização média de 1,80% e com mediana de 1,50%. Entendemos tal subclasse sendo parecida com a de macro estrutural, porém possuem maior giro de carteira e focam em horizonte de investimento mais curtos, com prazos médios de 3 a 6 meses. Já os Macro Estruturais tiveram uma performance, na média, abaixo do CDI, com retorno de 0,41% e com mediana de 0,66%. Em nossa classificação, são caracterizados por estratégias que apresentam teses de longo prazo e que possuem baixo turnover de portfólio. Vale dizer que em nosso radar de cobertura temos: 23 fundos descon correlacionados, 45 fundos dinâmicos, 29 fundos macro estruturais, 18 fundos long&short direcional/total return, 24 fundos classificados como long&short neutros e mais 12 fundos de renda fixa ativa.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2015	Estrutural 22,93%	IHFA 17,50%	IPCA+5% 16,07%	Descorrelac. 15,75%	Dinâmico 15,71%	FoF's 15,30%	L&S Neutro 15,14%	Total Return 14,95%	CDI 13,27%
2016	Estrutural 23,40%	Descorrelac. 18,49%	Total Return 16,89%	CDI 14%	FoF's 15,99%	IHFA 15,87%	IPCA+5% 11,54%	L&S Neutro 15,41%	Dinâmico 7,03%
2017	L&S Neutro 14,65%	Estrutural 14,42%	Total Return 14,03%	IHFA 12,41%	FoF's 12,02%	Descorrelac. 11,79%	CDI 9,94%	IPCA+5% 7,97%	Dinâmico 6,91%
2018	Dinâmico 15,90%	Descorrelac. 14,22%	Total Return 13,19%	L&S Neutro 12,65%	Estrutural 10,16%	IPCA+5% 8,79%	IHFA 7,09%	FoF's 6,57%	CDI 6,43%
2019	Dinâmico 15,64%	Total Return 15,15%	L&S Neutro 12,13%	IHFA 11,12%	Estrutural 11,03%	FoF's 10,93%	IPCA+5% 9,68%	Descorrelac. 6,11%	CDI 5,96%
2020	IPCA+5% 9,68%	Dinâmico 9,56%	Total Return 8,77%	Estrutural 7,89%	Descorrelac. 7,13%	L&S Neutro 7,05%	FoF's 6,20%	IHFA 5,51%	CDI 2,76%
2021	IPCA+5% 15,45%	Descorrelac. 6,76%	Dinâmico 5,70%	L&S Neutro 4,92%	CDI 4,42%	Estrutural 2,54%	FoF's 2,50%	IHFA 2,04%	Total Return -1,67%
2022	Dinâmico 16,97%	Estrutural 16,82%	FoF's 14,43%	IHFA 13,66%	L&S Neutro 12,51%	CDI 12,33%	IPCA+5% 11,03%	Total Return 9,98%	Descorrelac. 7,58%
YTD	Total Return 6,90%	L&S Neutro 6,74%	CDI 6,55%	IPCA+5% 5,03%	Dinâmico 4,55%	Descorrelac. 4,23%	FoF's 4,14%	IHFA 3,82%	Estrutural 2,71%

RENDA FIXA

JUROS NOMINAIS E REAIS (PRÉ-FIXADO/ INFLAÇÃO)

Mais uma vez o Brasil se mostra à frente do ciclo econômico internacional na esfera da política monetária. A inflação continua a convergir para a meta e as expectativas aos poucos vão se ancorando. O último relatório Focus do mês de junho, com dados do dia 30, demonstra a surpresa positiva do mercado quanto à expectativa do IPCA de 2023 que, em 4 semanas, reduziu 62bps chegando a 5,98%. É a oitava semana seguida de revisão para baixo das expectativas do indicador. Concomitantemente, o PIB também vem sendo revisado para cima, chegando à marca de 2,19% de crescimento para 2023, com um aumento nas últimas 4 semanas superior a meio ponto percentual.

Esse cenário de soft landing que vem se desenhando é refletido nas curvas de juros que já vêm precisando de relevantes cortes na taxa Selic a partir do mês de agosto. Na via contrária de toda euforia, a ata da reunião de junho do banco central voltou a demonstrar um tom hawkish ao tratar com cautela a inflação. O Banco Central ressalta a persistência da inflação de serviços e destaca que a inflação vem caindo em parte por reflexo de componentes voláteis que podem voltar a gerar pressão inflacionária a depender de fatores externos, como gasolina e commodities.

Tabela 2.2.2 – Projeção de inflação e intervalos de probabilidade – Cenário com Selic Focus e câmbio PPC
Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

		%							
		50%							
		30%							
		10%							
		Central							
Ano	Trim.	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	
2023	III	5,0	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6	5,8	
2023	IV	4,4	4,7	4,9	5,0	5,1	5,3	5,6	
2024	I	3,4	3,7	4,0	4,1	4,2	4,5	4,9	
2024	II	3,2	3,6	3,9	4,1	4,3	4,6	5,0	
2024	III	2,8	3,2	3,5	3,7	3,9	4,2	4,6	
2024	IV	2,5	2,9	3,2	3,4	3,6	3,9	4,3	
2025	I	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1	
2025	II	2,2	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	4,0	
2025	III	2,1	2,5	2,8	3,0	3,2	3,5	3,9	
2025	IV	2,2	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	4,0	

Ainda assim, o Relatório Trimestral de Inflação, divulgado esse mês pelo BC, traz projeções animadoras para a trajetória do IPCA e ressalta a surpresa baixista na inflação de todos os meses projetados desde o último relatório divulgado no mês de

março. Parte da retomada da inflação para o segundo semestre por conta da reoneração dos combustíveis parece já estar incorporada nas expectativas de inflação com o relatório divulgando um IPCA esperado pelo BC em 5,0% em 2023 em seu cenário base e depois, consis-

Tabela 2.1.1 – IPCA – Surpresa inflacionária

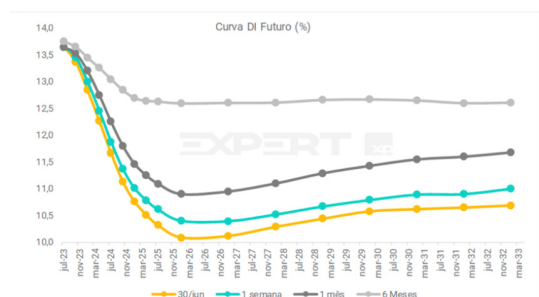
	Variação %				
	2023				
	Mar	Abr	Mai	No trim. até maio	12 meses até maio
Cenário do Copom ^{1/}	0,87	0,63	0,28	1,79	4,17
IPCA observado	0,71	0,61	0,23	1,56	3,94
Surpresa (p.p.)	-0,16	-0,02	-0,05	-0,23	-0,24

Fontes: IBGE e BC

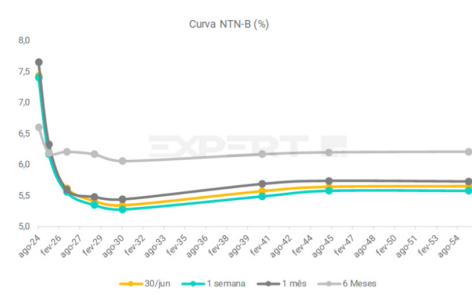
^{1/} Cenário na data de corte do Relatório de Inflação de março de 2023.

tentemente caminhando para meta de 3,0% a.a. até o fim de 2025.

Esse cenário se traduziu em mais um mês de fechamento expressivo da curva de juros em todos os vértices, mas em especial a partir de Jan. 2025 que fechou 73bps à 10,75%. Nas pontas mais longas, o DI Janeiro de 2029 foi o que mais fechou encerrando o mês com 86bps de corte à uma taxa de 10,42% ao ano. Esse fechamento também se traduziu nas taxas das NTN-Bs que fecharam de forma proporcional, com os vértices mais longos apresentando fechamento mais expressivo.



Fonte: Broadcast | Elaboração: XP



Fonte: Broadcast | Elaboração: XP

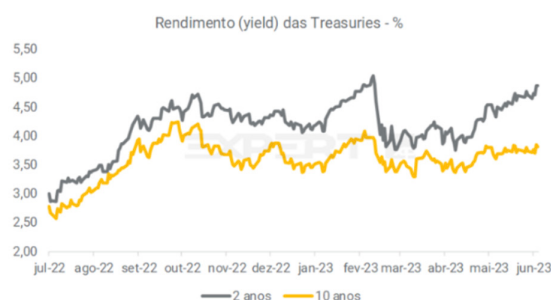
Olhando para as classes de ativos, tivemos mais um mês de resultados fortes dos indicadores dos ativos prefixados e de inflação. Por conta de sua duration mais longa, o mais expressivo foi o IMA-B 5+, formado por títulos públicos indexados à inflação com vencimento igual ou acima de cinco anos, que teve alta de 3,37% no mês de junho, mais de três vezes o CDI do período. Ainda assim, o IMA-B também não ficou muito para trás, com alta de 2,39% no mês, e o IMA-B 5, por conta de sua duration mais curta de aproximadamente 2 anos, ficou abaixo do CDI, rodando 1,05% no mês. Na parte dos prefixados, todos tiveram rentabilidade acima do CDI com destaque para o IRF-M e IRF-M 1+ (cesta de LTNs com vencimento acima de 1 ano) que tiveram retorno de 2,12% e 2,65%, respectivamente.

CRÉDITO CORPORATIVO

Os comportamentos das curvas de juros americana e local em junho foram semelhantes ao do mês anterior, o que acabou conduzindo a performance dos ativos de crédito global a um desempenho também semelhante ao observado em maio, de maneira geral, positivo.

Iniciando pelo cenário internacional, nos EUA tivemos mais uma forte abertura nos vértices curtos, com o mercado reprecificando a tendência de prolongamento do ciclo de aperto monetário (ao menos a ausência de cortes em 2023). Powell voltou a enfatizar a mensagem de que mais aumentos nos juros podem ser necessários para trazer a inflação de volta para a meta de 2%. O rendimento da T-Note de 2 anos abriu 50 bps no acumulado do mês (4,90%), enquanto a T-Note de 10 anos abriu 20 bps (3,84%).

Em contrapartida, os dados de atividade mais resilientes até então, contribuem para



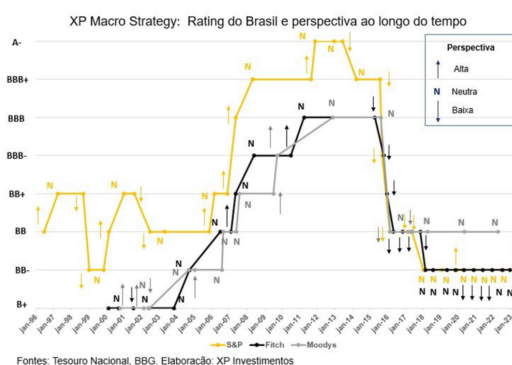
a duration dos portfólios visando evitar justamente esse reajuste na ponta curta da curva americana, o que se provou assertivo em junho.

que os spreads de crédito se mantenham mais estáveis, ainda abaixo da média histórica. Isto, somado ao carregamento mais elevado dos yields em geral, tem produzido um resultado nominal interessante para os fundos de crédito global. Um movimento que tem sido realizado por boa parte das casas na gestão ativa é o de alongar

Dentre as subclasses, pudemos observar uma diferença relevante entre os diferentes níveis de rating. Os ativos High Grade representados pelo Barclays Global Aggregate Index, fecharam em estabilidade, acumulando alta anual de 1,43%. Já a classe High Yield (Barclays US Corporate High Yield Index) subiu 1,67% em junho e sobe 5,38% no ano. O mercado imobiliário surpreendeu bastante: o Dow Jones U.S. Real Estate Index subiu 4,97% no mês, voltando ao campo positivo no ano (+1,97%). Conforme comentamos na carta anterior, as classes pós-fixadas têm se beneficiado com o carregamento dos juros elevados, rendendo bem acima da média histórica. A exemplo disso, os Senior Loans, representados pelo Morningstar LSTA US Leveraged Loan 100 Index, subiram 2,64% no mês e acumulam 6,47% no ano.

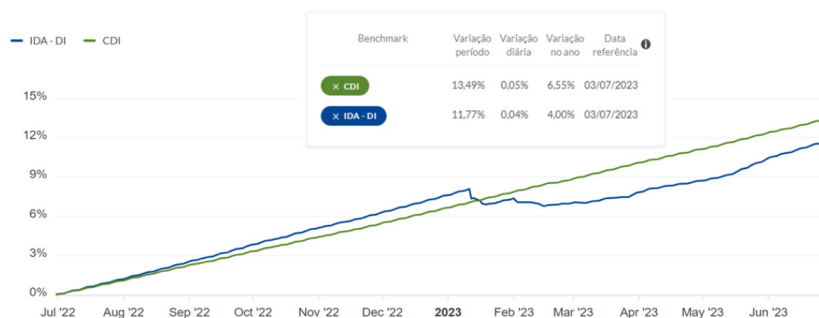
Nos mercados emergentes, tivemos mais um mês de dados ruins de atividade na China o que gerou um impacto sobre o crédito das companhias. Por outro lado, o governo anunciou uma nova leva de estímulos: o PBOC reduziu as taxas de empréstimos de médio prazo em 10 bps, além de permitir a redução das taxas de depósitos por parte dos bancos comerciais. Tais medidas acabaram conduzindo o rendimento dos bonds de volta ao campo positivo no ano. O JP Emerging Markets Bond ETF (CEMB) subiu 0,88%. Na mesma linha, o JPM Ásia Credit Bond avançou 0,78% no mês e sobe 4,1% no ano. No cenário local, o destaque foi a sinalização atribuída pela S&P Ratings para o rating brasileiro, colocando-o em perspectiva positiva. Através de uma análise histórica, segundo o levantamento abaixo realizado pela XP, podemos observar que o único momento em que a agência atribuiu perspectiva positiva e não elevou o rating soberano brasileiro na sequência foi meses antes da crise da Covid-19 (por razões óbvias).

Apesar de ainda estarmos longe de retomar o patamar de grau de investimento, perdido em setembro de 2015, a sinalização já provocou uma série



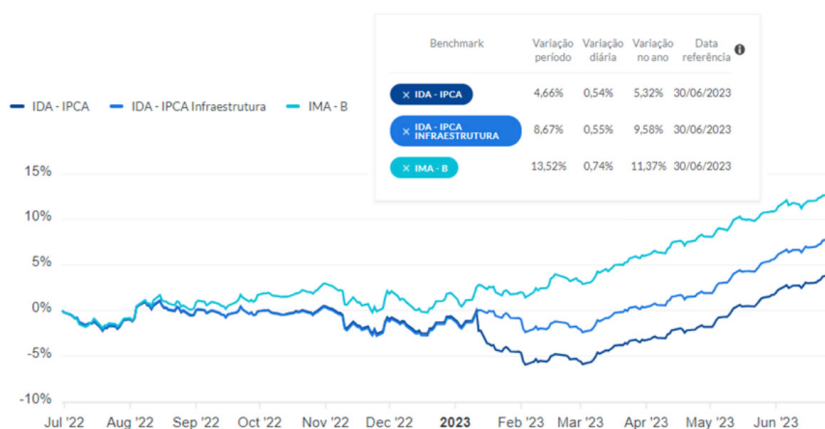
de revisões automáticas em ratings de companhias com rating atrelado (limitado) ao risco soberano, contribuindo para um fluxo positivo para bonds corporativos brasileiros. O CDS de 5 anos do Brasil recuou de 206,96 pts para 179,92 pts.

Os spreads das emissões high grades locais também se beneficiaram do movimento. Apesar da média de spread da indústria medida pelo JGP Idex ter ficado estável no mês, em 2,7%, os papéis AAA apresentaram rendimento acima da média. Observamos uma retomada na performance dos fundos de crédito mais líquidos com o alívio no fluxo de resgates. Já podemos observar alguns nomes rodando acima de 120% do CDI, apesar do resultado acumulado em 12 meses ainda ficar abaixo (87,4% do CDI).



Na parcela de inflação, a recuperação dos spreads de crédito foi ainda maior. Como tivemos um novo fechamento na curva local, a performance do índice superou de longe o CDI em mais um mês. O IDA-IPCA e o IDA-Infraestrutura subiram 2,88% e 2,89%, respectivamente, frente a 2,39% do IMA-B.

Desempenho 12 meses IDA-IPCA e IDA- Infraestrutura



Fonte: Anbima

Temos realizado algumas simulações e análises históricas para a performance de nossas carteiras nos próximos meses e acreditamos que, com a iminência do início de corte de juros, os ativos atrelados à inflação devam performar muito bem nos próximos 12 a 24 meses. Para se ter uma dimensão, nos últimos 5 cortes de juros que tivemos no Brasil, o IMA-B rendeu em média 18,1% (142% do CDI) nos 12 meses seguintes ao primeiro corte. Somado a isso, observamos um prêmio adicional relevante nos ativos corporativos que estão com o spread de crédito próximos ao que observamos na

pandemia e ainda contam com isenção de IR.

Uma questão importante a ser respondida é até que ponto faz sentido aumentarmos a duration dos portfólios, tendo em vista a diferença significativa observada entre a performance do IMA-B 5 (duration próxima a 2 anos) e o IMA-B 5+ (duration em torno de 12 anos), já que uma duration mais alta também significa incremento de volatilidade nas carteiras.

Janelas de cortes de Juros no Brasil desde 2000



Performance Média dos Índices Seleccionados

Índice	Performance Média Acumulada				
	12 meses Antes	6 meses Antes	6 meses depois	12 meses depois	Acumulado
Ibovespa	15,4%	-0,5%	28,0%	29,8%	29,2%
IHFA	11,1%	5,2%	7,6%	15,3%	21,3%
IMA B	20,3%	9,5%	9,1%	18,1%	29,4%
IMA B 5	14,9%	7,7%	7,8%	15,5%	24,4%
IMA B 5+	24,2%	10,6%	11,6%	21,1%	33,9%
IRF-M	18,7%	9,7%	8,1%	16,8%	28,1%
IDA DI	11,9%	6,1%	5,5%	11,8%	18,6%
IDA IPCA	17,6%	7,9%	9,0%	18,7%	28,0%
USD	-3,3%	0,7%	-2,0%	6,3%	7,1%
CDI	14,3%	7,3%	6,2%	12,7%	21,0%
Média	14,5%	6,4%	9,1%	16,6%	24,1%

Para isso, realizamos um backtesting em que avaliamos a performance média de nossas carteiras recomendadas nas janelas de corte de juros, substituindo os percentuais que possuímos atualmente em cada classe pelo seu índice correspondente de mercado. A única variável testada foi a troca para a parcela de inflação entre os diferentes IMA-Bs. Ainda incluímos um índice de fundos de ações com gestão ativa (IQT) que representaria uma duration ainda maior do que o IMA-B 5+.

Backtesting Retorno Médio das Carteiras MMZR

	Índice	Análise Duration RF - Retornos - Média Janelas			
		12 meses Antes	6 meses Antes	6 meses depois	12 meses depois
Conservador	IMA B	13,74%	6,61%	5,65%	10,75%
	IMA B 5	11,92%	5,95%	5,31%	9,91%
	IMA B 5+	15,05%	7,04%	5,87%	11,44%
	IQT	13,31%	5,70%	6,97%	8,98%
Moderada	IMA B	13,30%	6,25%	7,76%	15,63%
	IMA B 5	12,01%	5,78%	7,52%	15,03%
	IMA B 5+	14,23%	6,55%	7,91%	16,11%
	IQT	13,35%	5,29%	8,86%	16,34%
Agressiva	IMA B	13,21%	5,22%	8,86%	18,46%
	IMA B 5	11,23%	5,02%	8,76%	18,21%
	IMA B 5+	12,18%	5,35%	8,93%	18,68%
	IQT	11,66%	4,96%	9,34%	18,57%
	Média	12,9%	5,8%	7,6%	14,8%

Apesar do retorno médio das carteiras nos 12 meses que sucedem o corte realmente ser maior, quando ajustamos ao risco, observamos que o sharpe acaba sendo menor. Portanto, concluímos que não há um benefício claro em alongar a duration da parcela de inflação e devemos

manter a duration média no intervalo de 4 a 6 anos.

Por fim, para os prefixados temos encontrado cada vez menos oportunidades de alocação em taxas ativas, em função disso reduzimos nossa exposição nas carteiras para realizar parte do lucro obtido na marcação a mercado.

Backtesting Sharpe Médio das Carteiras MMZR

	Índice	Análise Duration RF - Sharpe - Média Janelas			
		12 meses Antes	6 meses Antes	6 meses depois	12 meses depois
Conservador	IMA B	2,20	2,25	1,42	0,48
	IMA B 5	2,16	2,51	1,68	0,67
	IMA B 5+	2,14	2,00	1,24	0,43
	IQT	0,77	0,38	1,43	0,56
Moderada	IMA B	1,16	0,95	2,63	1,95
	IMA B 5	1,25	0,73	2,61	2,03
	IMA B 5+	1,35	1,02	2,57	1,85
	IQT	0,64	0,44	2,10	1,39
Agressiva	IMA B	0,47	0,33	2,41	1,93
	IMA B 5	0,33	0,22	2,36	1,92
	IMA B 5+	0,56	0,39	2,43	1,95
	IQT	0,37	0,22	2,24	1,70
	Média	1,11	0,95	2,09	1,40

RESULTADO CARTEIRAS

	AGRESSIVA	MODERADA	CONSERVADORA
MÊS (Junho 23)	2,17% 202,0% CDI	1,92% 179,4% CDI	1,53% 142,8% CDI
ANO (2023)	7,60% 116,9% CDI	7,32% 112,6% CDI	6,89% 106,1% CDI
12 MESES	11,05% 81,6% CDI	12,43% 91,8% CDI	13,05% 96,3% CDI
DESDE INÍCIO (Jan 2019)	48,82% 135,1% CDI	49,06% 135,8% CDI	45,67% 126,4% CDI
CONCENTRAÇÃO POR CLASSE DE ATIVOS		