

# BOLETIM MENSAL

Abril/2024

“Economia americana ainda forte, tornando o trabalho do *Federal Reserve* ainda mais complicado, especialmente quando consideramos a dinâmica de salários.”

## CENÁRIO ECONÔMICO

Os dados econômicos mais recentes reforçaram a dinâmica de crescimento da economia americana e uma reversão no processo de desinflação observado até o fim do ano passado. No fechamento do trimestre, o consumo das famílias seguiu forte e terminou o período com alta de 2,5% em termos anualizados, com avanço de 4,0% no consumo de serviços. Quanto à inflação, o núcleo do PCE, que havia terminado o ano com uma média móvel trimestral de 1,6%, teve aceleração para 4,4% no final de março. No final de abril, os dados do *Employment Cost Index*, considerados uma medida de salários mais precisa devido à sua correção por composição, revelaram uma aceleração dos salários durante esse período, aumentando de 3,6% no quarto trimestre para 4,8% no início deste ano.

Essa conjuntura torna o trabalho do Federal Reserve ainda mais complicado, especialmente quando consideramos a dinâmica de salários, elemento fundamental para a inflação de serviços. Variáveis macroeconômicas são voláteis e, portanto, não podemos descartar uma reversão no que foi observado no primeiro trimestre. Por ora, temos dificuldade de apontar catalisadores para uma maior desaceleração do mercado de trabalho, que combinaria com uma dinâmica mais benigna de salários e da inflação.

As empresas seguem com crescimento de lucro, enquanto o balanço desalavancado de empresas e famílias tem camuflado os efeitos da política monetária restritiva. Hoje há menor clareza sobre o momento de flexibilização do FED, afinal, sem novos motores de desinflação, aumenta a probabilidade de termos a inflação núcleo se estabilizando no desconfortável patamar de 2,8% em termos interanuais.

Como essa história não se repete em todas as geografias, a condução da política monetária nos países desenvolvidos não deve ocorrer de maneira sincronizada, como no passado recente. Na Zona do Euro, a inflação foi benigna em março, com acomodação inclusive nos serviços. A atividade está melhor na ponta, mas nada sugere um rápido fechamento do hiato. Esperamos que o BCE inicie a flexibilização dos juros em junho.

Na China, o destaque do mês foi a valorização dos índices acionários. Em termos macroeconômicos, o quadro continua bastante desafiador, com sinais de melhora no ciclo industrial, mas com indicadores do setor imobiliário ainda muito fracos, sem dinamismo nas vendas. A desvalorização do iene é mais um desafio, afinal, trata-se do segundo maior parceiro comercial do país.

No Brasil, a oscilação da moeda se deu especialmente em função da reprecificação da curva de juros dos EUA, mas também por conta da percepção de piora da dinâmica fiscal, com a mudança da meta para 2025. O presidente Roberto Campos mudou a sinalização do "*forward guidance*" nos quatro cenários apresentados durante as reuniões do FMI, em um claro recado que se incerteza em relação aos gastos públicos não diminuir, o ritmo de queda da Selic poderá ser reduzido, já na próxima reunião.

A reunião do FOMC e os dados do *Payroll* de abril aliviaram a pressão sobre a moeda brasileira, mas há pouca dúvida de que estamos em uma situação em que a visibilidade para a flexibilização nos EUA é muito menor do que se via no momento da última reunião do Copom. Esperamos um corte de 25 pontos-base agora em maio, e hoje vemos a Selic terminal em 10%.

## ESTRATÉGIA MACRO

Em um mês bastante complicado os ativos de risco, e para a indústria de fundos, em particular, que voltaram a sofrer devido a uma nova rodada de alta nos juros americanos, o fundo Tenax Macro fechou abril com performance de 0,75%, marginalmente abaixo do CDI. Dados de atividade fortes somados a uma dinâmica inflacionária mais desafiadora para o FED colocaram pressão altista em toda curva americana. Dessa vez as bolsas não resistiram e acabaram sofrendo perdas expressivas no mês. O dólar se fortaleceu derrubando ativos de mercados emergentes.

Do lado geopolítico tivemos agravamento de tensões no oriente médio gerando aumento significativo de volatilidade. Os ativos brasileiros também sofreram bastante durante o mês, não só pelo ambiente global mais adverso, como também por uma piora da percepção de risco fiscal/político. Nesse contexto, o fundo tem operado de forma tática e com risco reduzido devido ao aumento da incerteza em relação ao cenário global e local.

## ESTRATÉGIA DE RENDA VARIÁVEL

Conforme citado no comentário acima referente a estratégia macro, abril foi um mês de muita volatilidade e bastante desafiador para ativos de risco em geral, incluindo renda variável. Dada a abertura da curva de juros local e expressiva desvalorização cambial, pudemos identificar uma clara discrepância setorial, em que companhias ligadas a *commodities* e exportadoras em geral lideraram a performance do Ibovespa, enquanto na ponta perdedora identificamos companhias domésticas mais cíclicas e empresas com maior alavancagem.

O Tenax Ações apresentou queda de 5,58% no mês, abaixo da performance do Ibovespa, que fechou o mês em queda de 1,70%. As maiores contribuições positivas vieram das posições compradas em Intelbras, Vale e Oceanpact. Em relação aos detratores, os principais destaques ficaram por conta das posições compradas em Iguatemi, Plano&Plano e Grupo GPS.

Já o Tenax Total Return apresentou queda de 3,04% no mês, contra uma valorização de 0,70% do IPCA + Yield do IMA-B. As maiores contribuições positivas vieram de uma posição vendida no setor de siderurgia e de posições compradas em BRF e Vale. Do lado negativo, destaques para as posições compradas em Itaú, Suzano e Plano&Plano.

Em relação ao posicionamento dos fundos, dada a expressiva *underperformance* que algumas teses domésticas apresentaram no mês, aproveitamos para adicionar/aumentar posição em nomes que entendemos ter muita qualidade e passaram a apresentar uma relevante margem de segurança em termos de preço x valor. O Tenax Ações voltou para uma alocação próxima a 100% comprado, enquanto o Tenax Total Return também aumentou marginalmente sua exposição, chegando a um direcional ao redor de 60% comprado e com uma exposição bruta ao redor de 100%.

## ESTRATÉGIA DE CRÉDITO

Neste mês, o mercado primário de emissões de debêntures se aqueceu consideravelmente, melhorando as perspectivas para os *spreads* de crédito. Principalmente pelo lado das debêntures incentivadas, algumas emissões primárias de empresas AAA testaram *spreads* muito baixos, porém sem muito apetite pelo lado das gestoras dos fundos dedicados. Conseqüentemente, passamos a observar algumas operações precisando ajustar seus *spreads*. Da mesma forma, o mercado secundário também se mostrou mais equilibrado ficando mais estável em relação ao fechamento de março e interrompendo a sequência de quedas vista nos meses anteriores.

Mantemos nossa visão positiva de um cenário atraente para os ativos de crédito em geral, o ano de 2024 tem potencial para ser recorde histórico em volume de emissões de debêntures incentivadas no mercado brasileiro, o que deve gerar um melhor equilíbrio entre oferta e demanda e, possivelmente, alguma acomodação de *spreads* em patamares mais atrativos.

O carregamento do Índice JGP Index-Infra Core, que mede os *spreads* das partes mais *premium* da carteira do índice geral (apenas empresas com *rating*, capital aberto e alto volume de emissão), abriu 1 bp em abril, fechando o mês no nível de 43bps/NTNB.

Ainda em função da flexibilidade de enquadramento permitida durante os primeiros meses, continuamos com a carteira do Tenax RFA Incentivado, preponderantemente, composto de ativos em CDI, diversificada em emissores dos principais setores ligados à infraestrutura. Devemos manter essa estratégia de concentração em ativos CDI+ durante os próximos meses, esperando que o movimento de acomodação/ajuste dos *spreads* se intensifique.

Estamos com 33 ativos investidos emitidos por 28 grupos econômicos distintos. O fundo encerrou o mês com cerca de 78,3% de seu PL alocado em ativos de crédito privado e já com operações aprovadas para alcançar o seu objetivo de alocação em crédito nas próximas semanas. O carregamento da carteira de crédito alcançou CDI + 2,0%, com uma *duration* de 3 anos.

Já no âmbito do book de risco de mercado, optamos pela estratégia de operar os exageros, com posições mais táticas aplicadas, visando o *profit taking* sem posições estruturais, dado que o cenário tanto interno quanto externo ficaram com menor visibilidade.

Temos ainda estratégias de opções para outubro que contemplam uma diminuição do ritmo de queda para 25bps já em maio e manutenção do ritmo por mais 2 ou 3 reuniões.

## NOSSOS FUNDOS

Fundo	Cota	Mês	Ano	Desde Início*	PL do Fundo	PL da estratégia**
Tenax Ações FIC FIA	1,19975	-5,58%	-6,87%	19,97%	32,5	246,3
Tenax Total Return FIC FIM	1,13001	-3,04%	-3,07%	13,00%	60,3	96,6
Tenax Icatu Total Return Prev FIE	1,06649	-1,46%	-0,73%	6,65%	1,4	96,6
Tenax Macro FIC FIM	1,16280	0,75%	-2,99%	16,28%	166,2	595,2
Tenax Renda Fixa LP	1,08975	1,00%	2,88%	8,97%	25,2	225,9
Tenax RFA Incentivado FIC RF CRPR LP	1,01065	-	-	-	17,5	22,6
<b>PL Total</b>						<b>1.187,96</b>

## ÍNDICES E BENCHMARKS

CDI	0,89%	3,54%	29,60%
IBOVESPA	-1,70%	-6,16%	11,30%
IPCA + YIELD IMA-B	0,70%	3,80%	26,30%

\* Patrimônio da estratégia em R\$ milhões; considera respectivos fundos master.

\*\* Início dos fundos Macro, TR e Ações: 25/02/2022 / Renda Fixa: 30/06/2023 / TR Prev: 01/11/2023 / RFA Incentivado: 29/02/2024



Av. Juscelino Kubitschek, 1600 – cj 82 – Itaim Bibi  
São Paulo • SP • CEP 04543-000 • +55 11 2823-2850 • [www.tenax.capital](http://www.tenax.capital)

### AVISOS LEGAIS

A TENAX CAPITAL LTDA. ("TENAX") é uma sociedade devidamente autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") para o exercício da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários na categoria "gestor de recursos". O conteúdo aqui veiculado possui caráter exclusivamente informativo, reproduz a opinião pessoal dos gestores e demais membros da equipe de gestão da TENAX e/ou está baseado em dados publicamente disponíveis. A TENAX não comercializa e nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. O conteúdo não caracteriza e não deve ser entendido como recomendação de investimento, análise de valores mobiliários, oferta de venda ou distribuição de quaisquer ativos. Para investir nos fundos sob gestão da TENAX, o investidor deve iniciar relacionamento junto aos distribuidores/plataformas autorizados e buscar assessoramento sobre a adequação do investimento ao seu perfil.



A rentabilidade passada ou histórica de fundos não representa garantia de rentabilidade futura. Eventual referência à rentabilidade não é líquida de tributos. A rentabilidade ajustada considera o reinvestimento dos dividendos, juros sobre capital próprio ou outros rendimentos advindos de ativos financeiros que integrem a carteira do Fundo repassados diretamente ao cotista. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, do custodiante ou de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A utilização de índices comparativos de rentabilidade que não sejam benchmark descrito no regulamento do fundo devem ser interpretados e considerados como mera referência econômica e não vinculativa. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.

Fundos de investimento que podem realizar aplicações em ativos financeiros no exterior e/ou utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento, podem incorrer em perdas patrimoniais significativas para seus cotistas, inclusive a perda de mais do que o capital investido e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Fundos de investimento que investem em crédito privado podem estar sujeitos a risco de perda substancial do patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes da sua carteira. A utilização de índices comparativos de rentabilidade que não sejam benchmark descrito no regulamento do fundo devem ser interpretados e considerados como mera referência econômica e não vinculativa.

Fundos de investimento podem estar expostos à significativa concentração em ativos financeiros de poucos emissores, variação cambial e outros riscos não mencionados neste material. Neste sentido, é recomendado ao investidor a leitura cuidadosa do regulamento e de outros documentos do fundo de investimento antes de aplicar seus recursos, especialmente da seção "Fatores de Risco".

Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Verifique a data de início das atividades dos fundos. Os documentos podem ser acessados em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br> > Fundos de Investimento > Fundos Registrados

A TENAX não se responsabiliza pela exatidão ou completude das informações ou pela publicação acidental de dados incorretos, omissões ou pelo uso de tais informações. As informações, conclusões e análises apresentadas podem sofrer alteração a qualquer momento e sem aviso prévio. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído para terceiros, total ou parcialmente, sem a expressa concordância da TENAX Capital. Para mais informações acerca de todos os avisos legais exigidos pela CVM e pela ANBIMA, documentos do fundo e informações institucionais da TENAX, acessar: <https://www.tenax.capital/>