

BOLETIM MENSAL

Julho/2024

“Em delicado equilíbrio entre a desinflação e a atividade resiliente, Fed abre a porta para o início da flexibilização monetária em setembro.”

CENÁRIO ECONÔMICO

A economia americana encontra-se no delicado equilíbrio entre a desinflação e a resiliência da atividade. Com dois dados benignos consecutivos, o núcleo de inflação atingiu 2,6% na comparação anual em junho, enquanto o PIB do segundo trimestre avançou 2,8% em termos anualizados, impulsionado pelo consumo e pelo investimento. No mesmo período, os salários desaceleraram de 4,8% para 3,6%, ritmo mais coerente com um mercado de trabalho equilibrado. Há, no entanto, pontos de fragilidade como o mercado imobiliário e a própria manufatura, que demandam acompanhamento a fim de antecipar uma eventual virada na geração de emprego.

Foi então que, motivado pelo seu duplo mandato, o Fed ajustou sua comunicação na reunião de julho e deixou aberta a porta para o início da flexibilização monetária em setembro. Apesar de não enxergarmos um risco de recessão em nosso horizonte, entendemos que os riscos inflacionários se dissipam e, assim, permitem um ciclo de corte cauteloso ao longo dos próximos trimestres.

Globalmente, ampliou-se a dessincronia de ciclos econômicos e monetários entre países. A Zona do Euro também teve uma surpresa positiva no crescimento do segundo trimestre, com destaque para economias periféricas, em detrimento às centrais. O BCE optou por pausar o corte na taxa de juros iniciado em junho, em linha com um cenário de cortes trimestrais. Já a China apresentou crescimento aquém do esperado, no qual a manufatura tenta compensar as perdas do setor de construção. Em resposta, o PBoC decidiu por um corte inédito em suas de taxas de juros. Porém, ainda que um crescimento próximo de 5% em 2024 seja possível, sem nova rodada de estímulos fiscais, é difícil vislumbrar uma recuperação mais robusta.

O ambiente tornou-se mais desafiador para o Brasil. Há de se salientar a exuberância do mercado de trabalho e a recuperação relativamente rápida das enchentes no RS. No entanto, o compromisso do governo com o equilíbrio fiscal foi testado ao longo de todo o mês. Isso levou o Ministério da Fazenda a anunciar um programa de corte de mais de R\$25 bilhões de gastos para 2025, sobre o qual não sabemos sua eficácia, e uma restrição de despesas de R\$15 bilhões na execução orçamentária deste ano. Mesmo assim, o nível de desconfiança permanece levado. Soma-se a isso a depreciação cambial, pautada tanto em fatores domésticos quanto externos, e a desancoragem adicional das expectativas. Coube ao Banco Central, portanto, elevar o tom em seu comunicado da reunião de julho, mas desviando-se do compromisso de iniciar um ciclo de alta de juros. Devido à incerteza sobre cenários e balanço de riscos, devemos observar uma nova rodada de deterioração no câmbio e nas expectativas para que haja reação do Copom.

ESTRATÉGIA MACRO

O mercado operou o mês de julho mirando dois eventos principais. Do lado externo, os agentes acompanharam de perto a divulgação de novos dados de atividade e inflação nos Estados Unidos que mostraram sinais de arrefecimento na margem. Nesse contexto, o FED deu sinais de que deve começar a cortar juros na reunião de setembro. Em paralelo, o mercado focou na discussão a respeito da questão fiscal no Brasil, principalmente em relação ao montante e fontes de contingenciamento de gastos federais.

Com dados mais fracos nos EUA e a postura mais *dovish* do FED, tivemos um fechamento e um aumento de inclinação da curva de juros americana que beneficiaram nossas posições aplicadas em juros e compradas em inclinação.

No Brasil, após intensas discussões e negociações políticas, o governo propôs o contingenciamento de R\$15bi, notícia aguardada, mas que se mostrou insuficiente para convencer o mercado do atingimento das metas dos fiscais do governo. O Dólar seguiu pressionado e a curva de juros acabou terminando o mês relativamente estável apesar da grande volatilidade das taxas. Ainda assim tivemos pequenas perdas nas nossas posições aplicadas e de inclinação. Por outro lado, o Ibovespa se recuperou das quedas de junho, fechando o mês em valorização de 3%, gerando ganhos para o fundo.

O Tenax Macro fechou o mês apresentando resultado positivo (1,03%), com pequenos ganhos nas posições de bolsas local e juros internacionais, e perdas no *book* de juros local.

ESTRATÉGIA DE RENDA VARIÁVEL

Julho foi um mês positivo para Renda Variável no Brasil, com o Ibovespa apresentando alta de 3,02%, recuperando parte das perdas acumuladas no ano. O mês também foi marcado pela oferta pública secundária de ações da Sabesp, com a privatização da companhia sendo concluída com sucesso. Acompanhamos de forma bastante próxima este processo, o que nos ajudou a gerar ganhos significativos com a companhia ao longo do ano para ambos os produtos.

O Tenax Ações apresentou alta de 5,75% no mês, gerando um alpha significativo tanto com relação ao Ibovespa (+2,73%) qual ao SMLL (+4,24%). As principais contribuições positivas vieram das posições compradas em Sabesp, Equatorial e Plano&Plano. As contribuições negativas do mês foram irrelevantes.

O Tenax Total Return apresentou alta de 4,76% no mês, frente a uma valorização de 0,84% do IPCA + Yield do IMA-B. As principais contribuições positivas vieram das posições compradas em Sabesp, Equatorial e PetroRio. Já as principais perdas vieram das posições ligadas aos setores de Papel & Celulose.

Com um cenário macro ainda bastante volátil e incerto, tanto no front local, quanto o externo, aproveitamos para reduzir risco em ambos os produtos. O Tenax Ações chegou a uma exposição líquida comprada ao redor de 92%, enquanto o Tenax Total Return chegou a uma exposição líquida comprada ao redor de 30%.

ESTRATÉGIA DE CRÉDITO

Em julho, apesar do mercado primário ter se mantido bastante aquecido, notamos uma redução das novas emissões incentivadas, após vários meses de volume forte de ofertas. Este movimento é natural, pois várias empresas já anteciparam captações relevantes e os próprios bancos coordenadores organizam os calendários para permitir que, os papéis emitidos nos anteriormente e que não foram 100% vendidos a mercado, possam ser negociados no mercado secundário.

Com isso, os *spreads* das debêntures incentivadas que estavam refletindo um melhor equilíbrio entre oferta e demanda voltaram a ter um expressivo fechamento, com a indústria seguindo em ritmo de forte captação. No ano, a captação da indústria de fundos de debêntures incentivadas soma cerca de R\$50bi, volume muito grande considerando um patrimônio líquido estimado de R\$160bi.

O volume negociado no mercado secundário foi menor em julho (R\$40bi contra R\$46 bi em junho), mas ainda demonstra grande profundidade e um mercado com boa liquidez em um rol grande de ativos. Ainda que essa métrica seja indiscutivelmente positiva, no mês, uma boa parte desta liquidez ficou concentrada em negociações de alguns papéis bastante longos e que tinham sido recentemente emitidos. Esse cenário gerou compressões de *spreads* ainda mais acentuados, enquanto o efeito de fechamento de *spreads* ficou menos evidente para os ativos que foram menos negociados ao longo do mês.

A dinâmica dos *spreads* das debêntures isentas nos próximos meses será bastante dependente desta dinâmica entre as novas ofertas de ativos e a continuidade do fluxo de captação dos fundos. Mas os níveis atuais de *spread* já demandam uma certa cautela, especialmente considerando as emissões com maior *duration*, ainda que seja factível (e até provável) que esse cenário de fluxo positivo continue e siga comprimindo os prêmios de risco de crédito.

O fundo completou 5 meses com rentabilidade em linha com o mandato. Além disso, ele segue com planejamento de enquadramento já praticamente endereçado, com 62,1% do PL em debêntures 12.431. Considerando o cenário de *spreads* comprimidos, optamos por montar um portfólio com *duration* controlada, diversificado setorialmente e com diversas teses de investimentos que estão com uma assimetria atrativa quando olhamos a relação individual de retorno e risco. Gostamos sempre de ressaltar que o mandato do fundo conta com dois fatores de risco – por meio das gestões ativas dos riscos de crédito e mercado – para geração de *alpha*. Essa é uma característica importante do produto para se navegar no atual ambiente de mercado de debêntures incentivadas, pois o fundo possui ferramentas para buscar *alpha* mesmo em momentos de correção de *spreads*.

A carteira de crédito responde por 88,50% do PL e é composta por 63 ativos emitidos por 46 grupos econômicos. O carrego da carteira de crédito alcançou CDI + 1,25% com uma *duration* de 3,64 anos. Na parcela incentivada, o carrego segue atrativo relativamente a indústria, com 90 bps de *spread*, e com *duration* mais controlada (nesta parcela incentivada a *duration* está em 4,18 anos).

Em relação ao book de risco de mercado, fechamos o mês com os books zerados. O mês foi marcado por um mercado complexo, com projeções de inflação desancorando, onde se esperava um tom mais duro do BC no comunicado do Copom. A princípio, com o real nos níveis atuais, a alta de juros parece ser inevitável. Por hora mantemos posições táticas, sem posições estruturais.

NOSSOS FUNDOS

Fundo	Cota	Mês	Ano	Desde Início*	PL do Fundo	PL da estratégia**
Tenax Ações FIC FIA	1,25300	5,75%	-2,74%	25,30%	32,1	258,9
Tenax Total Return FIC FIM	1,15048	4,76%	-1,32%	15,05%	60,8	96,5
Tenax Icatu Total Return Prev FIE	1,10082	2,66%	2,47%	10,08%	3,7	96,5
Tenax Macro FIC FIM	1,17259	1,03%	-2,17%	17,26%	167,3	596,6
Tenax Renda Fixa LP	1,11385	0,85%	5,16%	11,39%	25,7	179,7
Tenax RFA Incentivado FIC RF CRPR LP	1,01065	-	-	-	29,7	43,0
PL Total						1.195,6

ÍNDICES E BENCHMARKS

CDI	0,91%	6,18%	32,90%
IBOVESPA	3,02%	-4,87%	12,82%
IPCA + YIELD IMA-B	0,84%	6,60%	29,71%

* 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

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/>