

BOLETIM MENSAL

Maio/2024

“O mês foi marcado pelo fechamento das curvas de juros globais e novas máximas nos índices de ações. A exceção foi o Brasil, que segue operando pior que seus pares.”

CENÁRIO ECONÔMICO

Novos dados reforçam a resiliência da economia norte-americana, mas com sinais de moderação. O consumo das famílias cresceu menos no início do segundo trimestre e o ritmo de criação de vagas finalmente ficou abaixo de 200 mil. O PIB segue em forte crescimento entre 2,0% e 2,5%, mas os sinais de superaquecimento estão diminuindo, o que é uma boa notícia para a dinâmica inflacionária e para as perspectivas de política monetária. A inflação de abril ainda marcou 3% em termos anualizados e dificilmente cairá abaixo de 2,7%-2,8% na comparação anual nas próximas apurações, mas a moderação da atividade é um elemento importante no mandato do Fed e constrói a base para uma desinflação no futuro. Nossa opinião é que um corte de juros em setembro ainda é prematuro, mas as chances de início de ciclo de queda de juros em dezembro, após a eleição, aumentaram. De todo modo, a flexibilização deverá ser comedida, afinal, os vetores para a manutenção de um mercado de trabalho capaz de gerar crescimento da massa salarial continuam presentes. Seguimos com a perspectiva de manutenção de juros elevados por um longo período, exceto em caso de algum acidente imprevisto.

Outras economias devem sustentar o crescimento global, enquanto os EUA desaceleram. Na Zona do Euro, após um crescimento pífio em 2023, os sinais são de alguma retomada. O aperto máximo de política monetária já passou e a confiança está sendo retomada. O BCE deve começar o ciclo de afrouxamento de juros na reunião de junho, apesar da inflação de serviços ainda elevada. Na China, o governo tem apresentado mais medidas focadas no setor imobiliário e, desta vez, procurando endereçar o excesso de oferta de casas. Entendemos que a China já viveu seu momento mais severo de desaceleração e o viés para crescimento nos próximos meses é ligeiramente mais positivo.

Para o Brasil, mesmo com um ambiente global de sustentação de crescimento e início de flexibilização de juros em algumas economias, o cenário local tem prejudicado a consolidação de uma tendência positiva para os preços dos ativos. O arcabouço fiscal foi enfraquecido com as mudanças das metas de superávit primário para 2025 e 2026 em abril, e desde então não houve sinais de reafirmação do compromisso com a melhora das contas públicas nos próximos anos. Com a tragédia no RS, o resultado primário de 2024 será mais negativo e não há motivos para esperarmos um déficit menor do que 1% do PIB em 2025. Na reunião do Copom, o dissenso trouxe ruído e as expectativas de inflação do Relatório Focus têm piorado semana a semana, impossibilitando a continuidade dos cortes de juros. A inflação veio benigna nas últimas apurações, mas o aquecimento do mercado de trabalho e a piora das expectativas já indicam uma inflação mais alta para 2025, período que é o horizonte relevante para o Banco Central. Para os ativos brasileiros, o ponto favorável é o patamar já bastante descontado, mas o fim prematuro do ciclo de corte de juros é uma má notícia e deve resultar em piora do crescimento em 2025.

ESTRATÉGIA MACRO

Maio foi marcado por dois momentos bastante distintos nos mercados globais. Na primeira quinzena, observamos um fechamento das curvas de juros puxado, principalmente, pela curva americana devido a uma sequência de dados econômicos mais fracos e pela postura *dovish* do presidente do Fed. Com o alívio nos juros e uma temporada de resultados forte, os principais índices acionários americanos fizeram novas máximas e o dólar se desvalorizou contra os principais pares. Na segunda metade do mês, tivemos uma reversão de parte desse movimento, só que desta vez puxado pelas curvas ex-EUA, onde vimos dados econômicos mais fortes e inflação resiliente. No final, o mês acabou sendo positivo para as principais bolsas globais com juros em patamares mais baixos e com o USD mais fraco. Na China, tivemos anúncio de novas medidas de auxílio para o mercado imobiliário que ajudaram a impulsionar os mercados locais e o ambiente pró risco ao redor do globo.

Olhando a frente, a dinâmica inflacionária americana ainda se mostra complexa, mas a novidade é que a economia dos EUA parece finalmente estar desacelerando do forte ritmo observado no final do ano passado. Essa combinação tem ajudado a reduzir a volatilidade e impulsionado ativos de risco. Carregamos posições compradas em inclinação e em inflação implícita na curva americana assim como posições compradas em volatilidade nos índices acionários. Fora dos EUA, temos posições táticas aplicadas no Canadá e na Colômbia e posições vendidas na moeda chinesa.

No Brasil, os mercados seguem operando pior que os pares globais. O BC deve encerrar o ciclo de queda da SELIC e a discussão fiscal/política segue atrapalhando a performance dos ativos brasileiros que, de maneira geral, nos parecem baratos, porém sem um gatilho local claro para melhora.

ESTRATÉGIA DE RENDA VARIÁVEL

A bolsa brasileira apresentou um novo mês de queda nos seus principais índices (Ibovespa: -3,0% e SMLL: -3,4%), impactada pela piora da perspectiva quanto as contas públicas e da possível interrupção do ciclo de corte de juros no Brasil. Esse quadro levou a uma nova *underperformance* dos setores mais ligados à economia doméstica. O Ibovespa já acumula uma queda superior a 9% no ano, enquanto o índice SMLL apresenta queda de 14,5% no mesmo período.

O Tenax Ações apresentou queda de 3,22% no mês, marginalmente abaixo do Ibovespa. As contribuições positivas vieram das posições compradas nos setores de Saúde, Financeiro e de Tecnologia, enquanto as principais perdas vieram das posições ligadas aos setores de Transporte, Petróleo & Gás e Papel & Celulose.

Seguimos com a estratégia de manter um portfólio mais balanceado setorialmente, com maior exposição aos setores de Utilidades Públicas, Bancos, Petróleo, Shoppings e Construção Civil.

O Tenax Total Return apresentou queda de 3,56% no mês, contra uma valorização de 0,93% do IPCA + Yield do IMA-B. As principais contribuições positivas vieram dos setores de Proteínas, Tecnologia e Financeiro. Já as principais perdas vieram das posições ligadas aos setores de Papel & Celulose, Petróleo & Gás e Varejo. Também tivemos perdas com as posições nos livros de Juros Brasil e Bolsas Offshore. Seguimos carregando algumas estruturas de derivativos que ajudaram a defender a exposição direcional do fundo. Terminamos o mês com uma exposição líquida comprada ao redor de 45%, e temos aproveitado a recente queda do mercado para aumentar esta exposição.

ESTRATÉGIA DE CRÉDITO

O mercado primário de emissões de debêntures continuou bastante aquecido. Após um abril de forte fechamento e empresas buscando diminuir seus spreads, o mês de maio trouxe mais equilíbrio, tanto nos negócios do mercado secundário quanto nas precificações das novas emissões primárias.

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, o que deve gerar um melhor equilíbrio entre oferta e demanda e, possivelmente, alguma acomodação de spreads.

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), voltou a abrir em maio, aumento de novos 4 bps, fechando o mês no nível de 47bps/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. Encerramos o mês com pouco mais de 22% do PL do fundo, alocado em debêntures 12.431. 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 39 ativos investidos emitidos por 33 grupos econômicos distintos. O fundo encerrou o mês com cerca de 80,9% de seu PL alocado em ativos de crédito privado. Já temos novas operações aprovadas, podendo alcançar os patamares ideais de alocação em crédito nas próximas semanas. O carregamento da carteira de crédito alcançou CDI + 1,85%, com uma duration de 3,17 anos.

Em relação ao book de risco de mercado, o mês foi complexo com revisão de expectativas de inflação de 2025 e 2026. O mercado segue tentando entender se existe, efetivamente, um consenso dentro do Banco Central, dado que a votação do último Copom não foi unânime. Os diretores dizem que perseguem a meta de 3%, mas parece que existe uma visão oposta dentro do BC em relação aos sacrifícios que devem ser feitos para atingir esse objetivo. A expectativa agora é se teremos o BC parando em 10,50% no próximo encontro, dadas as deteriorações tanto do fiscal quanto das expectativas de inflação.

Seguimos com aplicação pequena no jan26, de forma tática, e IDI jan25, que visa manutenção de juros até o fim do ano em 10,50%.

NOSSOS FUNDOS

| Fundo | Cota | Mês | Ano | Desde Início* | PL do Fundo | PL da estratégia** |
|--------------------------------------|---------|--------|--------|---------------|-------------|--------------------|
| Tenax Ações FIC FIA | 1,16118 | -3,22% | -9,87% | 16,12% | 31,3 | 238,0 |
| Tenax Total Return FIC FIM | 1,08974 | -3,56% | -6,53% | 8,97% | 58,2 | 95,6 |
| Tenax Icatu Total Return Prev FIE | 1,05537 | -1,04% | -1,76% | 5,54% | 4,5 | 95,6 |
| Tenax Macro FIC FIM | 1,16082 | -0,17% | -3,15% | 16,08% | 165,7 | 599,6 |
| Tenax Renda Fixa LP | 1,09783 | 0,74% | 3,64% | 9,78% | 24,4 | 221,2 |
| Tenax RFA Incentivado FIC RF CRPR LP | 1,01065 | - | - | - | 19,9 | 26,7 |
| PL Total | | | | | | 1.176,67 |

ÍNDICES E BENCHMARKS

| | | | |
|--------------------|--------|--------|--------|
| CDI | 0,83% | 4,40% | 30,68% |
| IBOVESPA | -3,04% | -9,01% | 7,92% |
| IPCA + YIELD IMA-B | 0,93% | 4,77% | 27,48% |

* 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/>