

Carta do Gestor

FUNDOS DE CRÉDITO

Dezembro/2022



www.spxcapital.com

Carta do gestor

Caro investidor,

O ano de 2022 foi um dos piores anos para o mercado de crédito nos países emergentes. No início do ano, a demanda agregada global continuava forte – na esteira de estímulos fiscais e monetários implementados desde o início da pandemia de Covid-19 no primeiro semestre de 2020 – e o mundo ainda enfrentava os efeitos dos entraves nas cadeias de suprimentos globais. Quando a oferta de bens parecia normalizar-se e a expectativa de retomar o crescimento sustentável parecia provável, mesmo num ambiente de aperto monetário, a guerra da Ucrânia ocasionou uma tragédia humanitária e engolfou a economia mundial numa série de ondas de choque de incerteza geopolítica, afetando duramente o mercado de alimentos, energia, fertilizantes, entre outros.

Entramos em um cenário com alta demanda, choque na oferta e alta inflação, que nos EUA chegaram ao maior nível desde 1981. Para conter a escalada dos preços, o Fed reagiu, talvez com algum atraso, iniciando uma sequência de altas rápidas e acentuadas, trazendo a taxa básica dos Fed Funds de 0,25%, para 4,50% ao longo do ano.

Nesse cenário, em que diversas ondas de choque se combinavam, a consequência em nosso mercado foi quase imediata: o *Emerging Markets Bond Index* (EMBI) despencou 23% no ano. Uma parte dessa desvalorização pode ser explicada por maiores taxas de desconto – tanto das taxas de juros básicas, quanto pelo maior risco que as empresas estariam submetidas neste novo cenário de juros mais altos, maior incerteza e maior probabilidade de recessão à frente. Além disso, o mercado de *bonds* de países emergentes enfrentou uma significativa fuga de capitais, de cerca de 31 bilhões de dólares dos fundos dedicados.

Protegemos bem nosso portfólio. Mantivemo-nos estrategicamente posicionados em setores mais defensivos e abrigados do risco de abertura dos juros; o Seahawk Global teve uma rentabilidade de 11,7% no ano, contra 12,4% do CDI. Olhando exclusivamente para a carteira *offshore*, o retorno foi de 9,2%: empatamos jogando fora de casa. A outra face da moeda é que para 2023 partimos de um patamar muito mais atrativo, com os *spreads* em níveis bem mais elevados e com carregos do EMBI de 8,0% em dólar, comparado a 5,4% no início de 2022.

O cenário ainda é desafiador, uma vez que para muitas empresas de pior qualidade de crédito, os níveis das taxas de juros tornam quase proibitivo o acesso ao mercado de crédito externo. Consequentemente, existe um risco de rolagem das dívidas de curto prazo que não pode ser ignorado. No entanto, a expectativa do mercado é que o Fed pare de aumentar os juros em algum momento do primeiro semestre. Em um ambiente em que as taxas oferecidas pelos títulos sejam atraentes, com os preços operando com bons descontos em relação ao valor de face, os fluxos de investimentos podem voltar para mercados emergentes. Poderemos ter um resultado surpreendente com as empresas que forem capazes de atravessar esse ciclo. O jogo de volta é dentro de casa.

No mercado doméstico, por características técnicas e fatores idiossincráticos, o reflexo nos preços durante o ano foi bem diferente. Diferentemente da última crise em 2015-2016, as empresas fizeram um ótimo trabalho de rolagem e alongamento da dívida nos anos anteriores à pandemia, levando a *duration* média de 5,0 anos em 2017, para 6,2 anos em 2022; manobrando relativamente bem a gestão do passivo durante 2020 e 2021.

Nesse contexto, ao entrarmos em 2022, o fator técnico foi dominante na definição dos *spreads*. Por um lado, a subida da Selic de 2,00%, para 13,75% nos últimos dois anos pode ser apontada como uma das principais responsáveis pela saída de 66 bilhões de reais dos fundos de ações – por incorporar uma taxa de desconto mais elevada aos ativos e maior despesa financeira às empresas – e de 83 bilhões dos fundos multimercados. Por outro, a remuneração dos ativos de crédito local é predominantemente pós-fixada, protegendo os ativos da abertura da curva de juros e trazendo uma remuneração muito mais atrativa. O resultado é que o mercado de crédito captou 230 bilhões de reais em 2021 e 75 bilhões de reais até novembro de 2022, dando um bom suporte para as empresas acessarem capital. Essa característica contracíclica do mercado local é pouco comentada e valorizada por muitos investidores.

Essa dinâmica antagônica entre os mercados local e *offshore* levou a uma disparidade relevante no nível dos *spreads* dos ativos, de forma que grandes empresas brasileiras que emitem dívida em ambos os mercados têm apresentado um prêmio nos *bonds* externos em relação às debêntures locais de mesma *duration*. Algumas passaram, inclusive, a recomprar uma parte dessa dívida emitida no exterior, ou até mesmo emitir localmente para recomprá-las, aproveitando a oportunidade. Esse tema precisa ser testado neste próximo ciclo; é difícil dizer se essa dinâmica irá persistir. Vemos nisso uma indicação de que os níveis de *spread* dos *bonds* estão atrativos e refletem mais do que apenas um maior risco de crédito, podendo ultrapassar a performance do mercado ao longo do ano.

Mas, se por um lado, o mercado local é muito menos volátil e tem se beneficiado de uma dinâmica mais favorável, por outro, é necessário que tenhamos atenção redobrada. Para as empresas, é completamente diferente gerir um negócio com uma taxa de juros nominal de 2% em vez de taxa de quase 14%; o custo de dívida mais elevado compromete uma parcela muito maior do resultado operacional das companhias, traduzindo em menor geração de caixa, capacidade de investimentos e distribuição de dividendos.

Com o novo governo, temos um fator adicional de incerteza na condução da política fiscal e do endividamento público, o que pode manter a curva de juros em níveis elevados por mais tempo do que era anteriormente previsto pelo mercado, trazendo dificuldade para as empresas sustentarem esse custo.

Como consequência, poderemos ser impactados com um menor crescimento do país e maior risco de crédito das empresas. Por isso, estamos muito mais cautelosos para o próximo ano. Nesse momento, achamos que a diferença entre os *spreads* de crédito de empresas de rating A, de setores cíclicos que podem sofrer nesse contexto, e de empresas AAA é pequena e não se justifica. Até que tenhamos mais clareza sobre o cenário macroeconômico doméstico, temos preferências pelos setores mais resilientes, como energia e infraestrutura.

Nesse ano, também veremos mudanças regulatórias importantes entrando em vigor no mercado local. Como exemplo, a mudança das antigas instruções CVM 400 e 476 que regulavam as ofertas de novas emissões em aspectos de prazos de distribuição, período de *lock-up* no qual a debênture não pode ser negociada, entre outros, que passarão a ser regulados pela CVM 160, acelerando o processo de captação pelas empresas e negociação no mercado secundário. Teremos a substituição da CVM 555 pela resolução CVM 175, que simplifica a estrutura de fundos e irá permitir a entrada de novos produtos mais arrojados no mercado. Além disso, a Anbima determinou que a carteira de títulos públicos e crédito privado seja marcada a mercado no varejo, trazendo mais transparência aos clientes. Todas essas mudanças trazem mais agilidade e profissionalização para a indústria e são reflexo da evolução que estamos passando ao longo dos últimos anos.

O mercado de crédito brasileiro está se desenvolvendo rapidamente: o volume de debêntures em circulação aumentou de 278 bilhões de reais, para 831 bilhões de 2017 até hoje, enquanto o universo de *Bonds Corporates* de LatAm encolheu aproximadamente 13% no mesmo período. Apesar das incertezas que discutimos ao longo desta carta, temos trabalhado intensamente para ganhar eficiência em antecipar, avaliar e mitigar riscos, tanto de mercado, quanto aqueles específicos a empresas e setores, o que, associado a um mercado que cresce em um bom ritmo e de forma saudável, nos faz enxergar muitas oportunidades neste ano que se inicia.

Mercado de Crédito Local

Passadas as eleições, apesar do cenário de incerteza, vimos o *pipeline* de emissões voltar a se aquecer, com um número razoável de empresas buscando emitir às vésperas do fechamento do quarto trimestre. No mês de dezembro, analisamos 19 emissões no mercado primário, totalizando 22,7 bilhões de reais emitidos de setores variados, tendo participado de 5 ofertas nos setores financeiro, elétrico e construção civil.

Mercado de Crédito Offshore – LatAm

O mercado de crédito na América Latina teve um mês positivo, apesar da volatilidade advinda de fatores globais, com o EMBI trazendo retorno próximo a 1% no mês, porém ainda perto de 18% negativo no ano. No geral, os fluxos em ativos emergentes de renda fixa em dólares voltaram a ser positivos em dezembro, ajudando na performance do setor.

Do lado macro, o ensaio de uma reabertura da economia na China juntamente com o aumento dos casos de Covid-19 tem trazido tensão aos mercados, mas ajudou a suportar os preços de diversas *commodities*. No campo da política monetária, tivemos números de inflação surpreendendo para baixo no mundo desenvolvido, mas por outro lado as falas mais duras de ECB, BoJ e também Fed acabaram trazendo um pouco de volatilidade aos ativos de risco. Ainda, o cenário político no Brasil e a formação da nova equipe do governo continuou trazendo cautela aos ativos brasileiros.

Mercado de Crédito Offshore – Países Desenvolvidos

O mercado de crédito americano estava se encaminhando para o seu terceiro mês consecutivo de altas, com o índice *High Yield* (HY) retornando +1,65% e o índice *Investment Grade* (IG) +2,31%. Porém, o mercado mudou de rumo no meio do mês após as reuniões do Fed e do ECB desencadearem um movimento global de abertura de juros, fazendo com que os índices HY e IG fechassem o mês retornando -0,62% e -0,44%, respectivamente.

Na medida que o pico de inflação dos EUA parece estar no retrovisor, o nosso foco em 2023 passa a ser nos impactos de uma taxa de juros em torno de 5% no crescimento do país. Níveis de caixa elevados e indicadores de sentimento de mercados negativos sugerem que a maioria dos agentes espera algum nível de recessão. No nível do portfólio, permanecemos construtivos em papéis IG de duração intermediária, porém com uma alocação de risco pequena. Estamos viesados a não lutar contra o Fed e permaneceremos pacientes até que uma janela de entrada mais oportuna se apresente para comprarmos papéis caso a recessão nos EUA se mostre mais forte que o esperado e os *spreads* se tornem mais atrativos.

Comentários dos Fundos

Seahawk

No bimestre, o SPX Seahawk, fundo de crédito dedicado ao mercado local, apresentou rentabilidade de 2,30%. Dessa forma, o fundo alcançou rentabilidade acumulada de 14,05% no ano, comparado à rentabilidade do CDI de 12,37%. Terminamos o mês com R\$ 2,97 bilhões de patrimônio líquido e o prazo médio (*duration*) da carteira é de 2,8 anos.

Seahawk Global

No bimestre, o SPX Seahawk Global, fundo híbrido com as estratégias de crédito corporativo *high grade* na parte local e na parte *offshore*, com risco alocado nos mercados de crédito da América Latina e dos Estados Unidos, obteve rentabilidade de 4,02%. Dessa forma, o fundo alcançou rentabilidade acumulada de 11,72% no ano, comparado à rentabilidade do CDI de 12,37%. Terminamos o mês com R\$ 355 milhões de patrimônio líquido e prazo médio da carteira de 2,9 anos.

Seahawk Previdenciário

No bimestre, o SPX Seahawk Prev, que busca replicar a estratégia do Seahawk Global seguindo as regras de fundos de previdência, obteve rentabilidade de 2,74%. Dessa forma, o fundo alcançou rentabilidade acumulada de 11,81% no ano, comparado à rentabilidade do CDI de 12,37%. Terminamos o mês com R\$ 235 milhões de patrimônio líquido e prazo médio da carteira de 2,8 anos.

	DEZ 2022	2022	2021	2020	Desde o Início	PL Atual (R\$) PL Médio em 12 meses (R\$)	PL Master (R\$)	Tx. Adm. Tx. Perf.	Início Status
SPX Seahawk FIC FI Renda Fixa Crédito Privado LP	1,18%	14,05%	7,70%	2,78%	26,24%	2.146.612.343	2.968.395.038	0,6%	18/12/19
CDI	1,12%	12,37%	4,40%	2,75%	20,56%	1.303.047.441		20%	Aberto
SPX Seahawk Global FIC FIM Crédito Privado LP	1,55%	11,72%	4,34%	-	16,58%	321.217.640	355.115.434	0,8%	08/06/21
CDI	1,12%	12,37%	3,33%	-	16,12%	276.850.925		20%	Aberto
SPX Seahawk Previdenciário FIM Crédito Privado	1,27%	11,81%	1,12%	-	13,07%	91.793.148	235.302.001	0,8%	26/11/21
CDI	1,12%	12,37%	0,82%	-	13,30%	128.856.978		20%	Aberto

Rio de Janeiro
Rua Humaitá 275 • 6º Andar
Humaitá • RJ • 22261-005
+55 21 3203-1550

São Paulo
Rua Prof. Atílio Innocenti 165 • 11º andar
Itaim Bibi • SP • 04538-000
+55 11 3508-7500

Londres
1 New Burlington Place • 4th Floor W15
2HR • Mayfair • Londres
+44 20 3911-0661

Nova York
667 Madison Avenue • 4th Floor
Nova York • NY 10065
+1 212 386 5810

Cascais
Marina de Cascais, Loja 64
CEP 2750-800 • Cascais
+351 21 145 2180

Singapura
88 Market Street
CapitaSpring, Level 39
Singapore • 048948

ri@spxcapital.com.br
www.spxcapital.com

Signatory of:



Gestão de Recursos

Este material foi preparado pela SPX Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Capital"), empresa do grupo SPX, e tem caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de cotas dos fundos geridos e não considerando objetivos de investimento ou necessidades individuais e particulares. O grupo SPX não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa de prospectos e regulamentos ao aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada já é líquida das taxas de administração, de performance e dos outros custos pertinentes ao fundo, mas não é líquida de impostos. Nos fundos geridos pela SPX a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este material não pode ser copiado, reproduzido, publicado ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia autorização, por escrito, do grupo SPX.

Moody's
LOCAL
MQ1.br
Avaliação referente a
SPX Capital.