

BOLETIM MENSAL

Maio/2023

“Um mês positivo para ativos brasileiros, impulsionados por significativa diminuição no prêmio de risco.”

CENÁRIO ECONÔMICO

Em nossas últimas cartas, mencionávamos a expectativa de que a economia dos EUA deveria entrar em processo de desaceleração, como resultado do ciclo de alta de juros e dos eventos bancários ocorridos em março. Os dados recentes, no entanto, não indicam sinais dessa desaceleração ou aumento do uso das linhas ou ruptura nos empréstimos. Nesse sentido, temos observado um retorno ao discurso mais rígido de alguns membros do Fed, que anteriormente estavam inclinados a uma pausa ou fim do ciclo de aperto monetário. Hoje, entendemos que uma alta adicional de juros é provável, mas sem espaço para um aumento muito além do nível atual.

Os dados mostram uma situação favorável no balanço das famílias, que têm mantido um consumo forte. O mercado de trabalho tem sustentado a renda em níveis elevados, além da poupança extra acumulada durante a pandemia. No entanto, seguimos acreditando que a economia americana enfraquecerá ao longo do ano e enfrentará uma recessão à medida que a poupança extra se torne escassa e o aperto monetário cumpra sua defasagem, levando as empresas a reduzir o ritmo de contratação. Os indicadores antecedentes qualitativos continuam apontando nessa direção. Outro aspecto importante do nosso cenário é a presença de sinais de desinflação benigna, com o restabelecimento da oferta de bens e a reorganização do mercado de trabalho.

Outro tema importante foi a negociação do limite da dívida nos EUA, que terminou com um acordo que adia as discussões para 2025. Os impactos do retorno das emissões do Tesouro para recomposição do caixa devem ser sentidos nos próximos meses.

Na Zona do Euro, é importante destacar os sinais de enfraquecimento da produção industrial. Após meses de revisões positivas da atividade, que surpreenderam mesmo diante do grande choque de preços do gás, a indústria parece liderar um processo mais amplo de desaceleração, especialmente após o verão, quando os serviços também terão espaço para se acomodar.

Na China, a recuperação perdeu força e os dados de março/abril foram decepcionantes, com vendas de imóveis ainda fracas em maio. O impulso inicial da reabertura não foi suficiente para gerar um ciclo de crescimento, e agora o mercado espera mais estímulos do governo. Diante das preocupações com a sustentabilidade da dívida dos governos regionais, a menor capacidade de compra de imóveis por parte das famílias e as questões geopolíticas com o Ocidente, não esperamos um pacote de estímulos suficiente para elevar as projeções de crescimento de forma sustentável.

No Brasil, por outro lado, a atividade econômica continuou forte, inclusive com uma surpresa positiva no PIB do primeiro trimestre. Esse crescimento foi impulsionado principalmente pelo setor agropecuário, mas foi suficiente para garantir um efeito estatístico significativo ao longo do ano. Como resultado, revisamos nossa expectativa de crescimento do PIB para 2023 de 1,6% para 2,2%.

Quanto à inflação, vemos alguns sinais mais favoráveis, com as medidas de núcleo apresentando moderação. Não consideramos as últimas divulgações do IPCA como suficientes para desencadear uma mudança significativa na tendência inflacionária, e ainda prevemos uma inflação de 5,8% em 2023 e 4% em 2024. No entanto, é importante ressaltar a significativa mudança no discurso do presidente do Banco Central e de alguns diretores, já indicando um caminho em direção à flexibilização monetária. Com isso, vemos agosto como o mês mais provável para o início do corte de juros e, considerando que partimos de um nível bastante restritivo, vemos espaço para um corte de 400 pontos-base em nosso cenário base.

ESTRATÉGIA MACRO

O principal tema do mês, no mercado brasileiro, foi uma significativa diminuição de prêmio de risco, devido principalmente à redução do risco de cauda trazido pelo novo arcabouço fiscal. Isso acabou por impulsionar os ativos brasileiros, tanto na renda fixa, quanto na bolsa. O Tenax Macro se beneficiou desse movimento através das posições aplicadas em juros nominais no Brasil e da sua carteira de ações brasileiras.

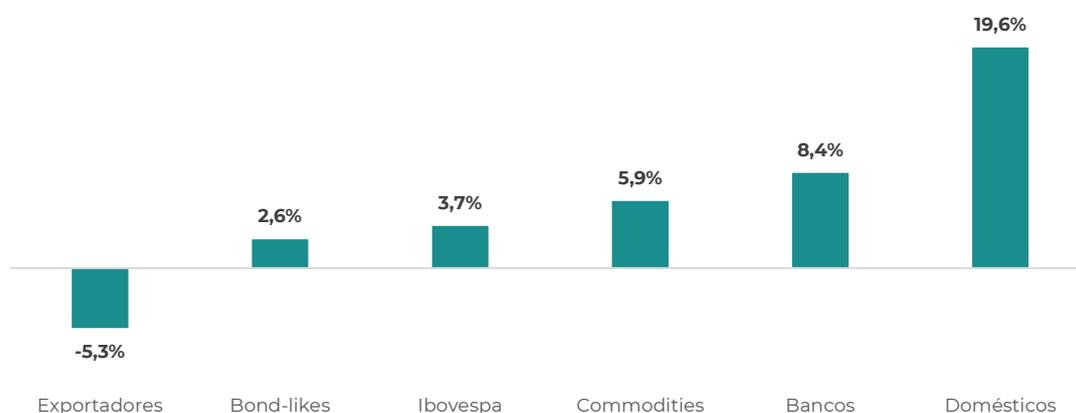
Entendemos que boa parte dessa melhora já está precificada e que a continuidade desse movimento dependerá de sinais mais claros vindos do BC em relação ao início do ciclo de afrouxamento monetário. Assim sendo, seguimos com posições mais otimistas em juros e bolsa brasileiras, mas agora em menor tamanho.

Do lado internacional, o fundo sofreu perdas em posições aplicadas em juros nos EUA e em posições vendidas no USD e nas bolsas americanas. Nossa principal tese no mercado externo se baseia num esfriamento da economia americana e no final do ciclo de alta de juros do Fed. Fomos surpreendidos pela reaceleração dos dados de atividade nos EUA, que levaram a uma significativa abertura de taxas de juros e consequente fortalecimento do dólar, que foi ainda impulsionado pelos dados fracos vindo da China e da Europa. Considerando a significativa elevação dos juros reais americanos, é ainda mais surpreendente a resiliência dos principais índices de ações, com alta puxada principalmente pelas empresas de tecnologia ao tema de inteligência artificial. Decidimos reduzir o risco externo como um todo, mas acreditamos que a tese de Estados Unidos e “mundo” mais fracos foi apenas adiada. Por isso, nosso viés é de voltar a aplicar juros mais longos em países que entendemos estar mais adiantados no ciclo econômico.

ESTRATÉGIA DE RENDA VARIÁVEL

Em linha com a tendência do mês anterior, maio foi um mês bastante positivo para os ativos de renda variável no Brasil. Um maior apetite a risco dos investidores, mais animados com a proximidade do início do ciclo de afrouxamento monetário, se refletiu em uma alta de 3,74% do Ibovespa no mês, muito concentrada em ações de empresas cíclicas domésticas. A título de ilustração desse efeito, o índice de *Smallcaps* apresentou uma valorização de 12,92% no mês. Se desconsiderássemos as ações da Vale (aproximadamente 15% do índice e que caíram 11,86% em maio), o Ibovespa teria apresentado alta de 6,58%.

Performance média mensal das ações do Ibovespa
(por classificação setorial)



Decidimos aumentar, em todos os nossos mandatos, nossa alocação em ativos mais expostos a um cenário de aumento de apetite a risco, como XP e Alliansce Sonae, reduzindo posições consideradas mais defensivas, como Auren Energia. Realizamos, também, a troca das classes de ações de uma parte do nosso investimento em Eletrobras. Em janeiro, com a percepção de que enfrentaríamos um cenário político mais turbulento, decidimos concentrar todo nosso investimento em Eletrobras nas ações preferenciais. Desde então, elas superaram as ações ordinárias em mais de 10%. Tendo em vista o nosso cenário mais construtivo para o desfecho das ações do governo contra a companhia, e a percepção de que o spread entre ELET6 e ELET3 já está acima do valor justo, decidimos voltar parte da nossa posição na empresa para as ações ON.

O Tenax Ações apresentou uma alta de 9,37% no mês, 5,6 pontos percentuais acima do Ibovespa. As maiores atribuições positivas do mês vieram dos nossos investimentos em Grupo GPS e Vivara e as maiores contribuições negativas vieram das nossas posições compradas em empresas de commodities, com destaque para PetroRecôncavo e SLC Agrícola.

Já o Tenax Total Return subiu 6,28 % no mês, contra uma valorização do IPCA+Yield IMA-B de 0,96 %. As maiores contribuições positivas vieram das posições compradas em Lojas Renner, no índice de *Smallcaps* e aplicadas em juros. Do lado negativo, os principais detratores ficaram por conta das posições compradas em Vale e Pagseguro e da posição vendida em Petrobras. Seguimos com uma posição direcional comprada ao redor de 45% e com uma carteira mais posicionada em setores ciclos domésticos.

Permanecemos com um portfólio alocado em empresas líderes em seus setores, com vantagens competitivas estruturais em seus negócios e que julgamos estarem negociando a níveis de *valuation* bastante atrativos, combinando a avaliação micro das companhias com a nossa visão macro na alocação do portfólio.

NOSSOS FUNDOS

Fundo	Cota	Mês	Ano	Desde Início*	PL do Fundo	PL da estratégia**
Tenax Macro FIC FIM	1,14010	0,47%	5,52%	14,01%	162,6	840,7
Tenax Total Return FIC FIM	1,06529	6,28%	-1,18%	6,53%	57,5	76,4
Tenax Ações FIC FIA	1,02782	9,37%	2,23%	2,78%	28,5	242,8
Tenax Icatu Macro Prev FIC FIM FIE I	1,03335	-	-	-	1,4	1,4
PL Total						1.161,2

ÍNDICES E BENCHMARKS

CDI	1,12%	5,37%	16,67%
IBOVESPA	3,74%	-1,28%	-4,25%
IPCA + YIELD IMA-B	0,96%	5,64%	16,08%

*Data base: 25/02/2022

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

Caso queira receber essas informações pelo Whatsapp, adicione o número (11) 3514-0660 na sua agenda de contatos e nos envie uma mensagem para que possamos incluí-lo na nossa lista de transmissão.



Av. Juscelino Kubitschek, 1600 – cj 82 – Itaim Bibi
São Paulo • SP • CEP 04543-000 • +55 11 2823-2850 • www.tenax.capital

AVISOS LEGAIS

Este material é de uso exclusivo da TENAX Capital Ltda. ("TENAX"). Na hipótese de sua entrega a terceiros, é fornecida, exclusivamente, a título informativo, e não constitui oferta ou qualquer sugestão ou recomendação de investimento, em particular ou em geral. Este documento não deve ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, total ou parcialmente, sem o prévio consentimento da TENAX. Não há neste documento qualquer declaração ou garantia, explícita ou implícita, acerca de promessa de rentabilidades futuras quanto ao produto ou serviço financeiro identificado. Este documento não leva em conta objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer pessoa física ou jurídica individualmente considerada.



As informações presentes neste material técnico são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes e são de caráter meramente e exclusivamente informativo, não se tratando de qualquer recomendação de compra ou venda de qualquer ativo negociado nos mercados financeiro e de capitais. Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Para avaliação da performance do fundo de investimentos, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses. Não há carência de resgate e prazo de operação.

A TENAX não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste material. A TENAX não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. É fundamental a leitura do regulamento dos fundos antes de qualquer decisão de investimento. Todos os fundos de investimento geridos pela TENAX utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Este material não deverá ser reproduzido, distribuído ou publicado sob qualquer propósito sem autorização da TENAX. Para mais informações, acesse www.tenax.capital.