



CARTA DO GESTOR

A queda recente no prêmio de risco tem sido um catalisador essencial para a apreciação dos ativos brasileiros. Aqui fazemos uma análise aprofundada sobre essa variável tão importante, com o objetivo de compreender os possíveis efeitos de um ambiente econômico mais favorável nos valores dos ativos brasileiros.

UMA ANÁLISE SOBRE PRÊMIO DE RISCO A TERMO NO BRASIL

Nos últimos meses, temos testemunhado uma valorização significativa dos ativos de risco brasileiros, após um período prolongado de perdas nos últimos anos. A redução do prêmio de risco desempenhou um papel importante nesse movimento recente.

Com o intuito de fornecer uma análise mais sistemática, estudamos o prêmio a termo dos juros brasileiros, uma medida adequada do prêmio de risco, e examinamos seu comportamento à luz do ambiente macroeconômico. Esta carta tem como objetivo analisar os componentes do prêmio de risco e os fatores que podem influenciar sua trajetória futura, uma vez que esse elemento desempenha um papel fundamental na determinação do valor de um ativo.

Considerando o ponto bastante extremo no final do ano passado, quando se alcançou 5% de prêmio, contra uma média de 2,2% desde 2009, essa queda do prêmio foi relevante, com magnitude comparável ao observado durante a aprovação da Reforma da Previdência.

Vemos espaço para continuidade desse processo de queda, ainda que de forma mais lenta, condicionado à percepção dos agentes de uma melhora no ambiente macroeconômico no país, o que por sua vez, dependerá da entrega de alguns compromissos do lado fiscal, das aprovações de reformas no Congresso, da perseverança no combate à inflação, do cenário para crescimento e do ambiente global.

O mercado acionário nos parece ser o mais descontado frente à melhora recente de prêmio de risco e mesmo a manutenção do prêmio no atual patamar justificaria a valorização das ações domésticas.

Também apresentamos nossa análise sobre a Regra Fiscal e a proposta de Reforma Tributária, elementos fundamentais para a garantia da sustentabilidade fiscal e aumento da produtividade, e que tem grande peso na análise das agências de risco.

ESTIMATIVA DE PRÊMIO A TERMO

O prêmio de risco pode ser entendido como a recompensa extra exigida pelos investidores ao comprar um ativo que possui maior volatilidade e incerteza. Tomemos o exemplo do mercado de títulos públicos, onde um ativo de duração maior tem maior volatilidade. É natural que os agentes econômicos cobrem um prêmio adicional nesses ativos, além do juro básico. Neste caso, o prêmio a termo é uma boa medida de prêmio de risco e é nele que estamos interessados.

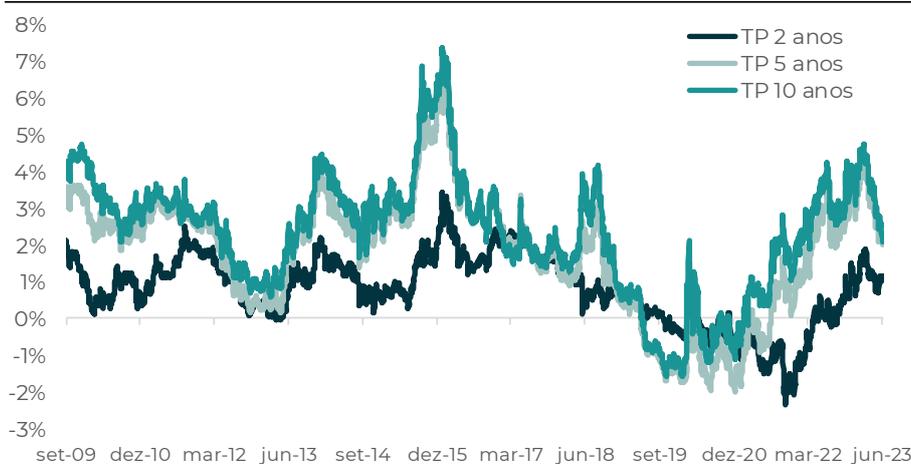
Em dezembro de 2022, o Banco Central publicou um box no Relatório de Inflação com uma estimativa de prêmio de risco nas taxas de juros nominais brasileiras, que seguiu a reputada metodologia dos economistas do Federal Reserve Adrian, Crump e Moench (ACM), e replicamos nesta carta com dados atualizados até o fechamento do primeiro semestre de 2023.

De uma maneira simplificada, a abordagem ACM usa regressões lineares e componentes principais, e busca encontrar a melhor linha de ajuste que minimiza a diferença entre os valores reais e previstos. Neste caso, os "valores reais" são os preços observados na curva de títulos públicos e os "valores previstos" são gerados por um modelo teórico que usa uma combinação de fatores de risco. Como resultado do modelo, temos a decomposição da taxa de juros futura entre a expectativa acumulada das taxas de juros a termo de curto prazo e o prêmio a termo.

Como os economistas do BC descrevem no Boxe, “(...) A expectativa da taxa de juros está mais ligada à política monetária (...)”, enquanto “(...) a parte do prêmio a termo está relacionada a diversos tipos de incerteza, tanto externos como internos, como, por exemplo, em relação à situação da economia global, à política econômica doméstica e à percepção fiscal do país”. Dessa forma, a primeira parte expressa a percepção de juro Selic em prazos mais longos e a segunda, foco do nosso estudo, traz informação sobre o prêmio de risco.

Nos gráficos 1 e 2 abaixo temos as séries diárias dos prêmios de risco de prazo 2, 5 e 10 anos entre 2009 e junho de 2023, e as séries diárias da taxa nominal à vista e do componente estimado para o prazo de 10 anos, respectivamente.

Prêmio a termo da taxa nominal (pp. aa.)



Fontes: Fed, ANBIMA, BBG | Elaboração: Tenax Capital

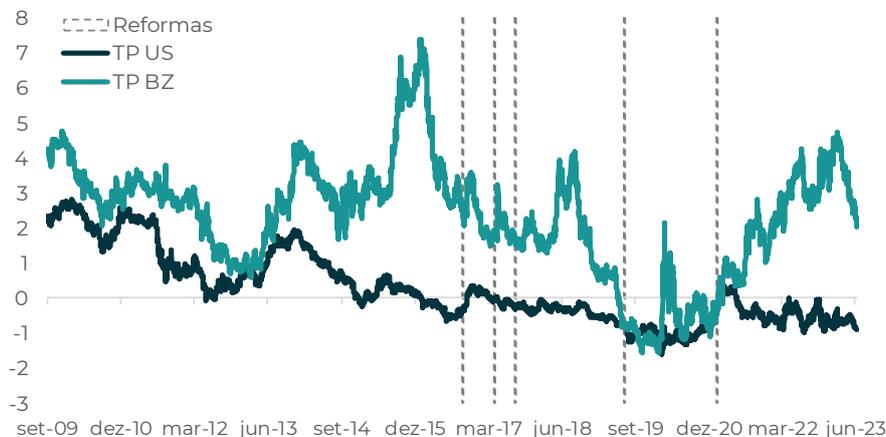
Taxa nominal de 10 anos e componente estimado de expectativa (% a.a.)



Fontes: Fed, ANBIMA, BBG | Elaboração: Tenax Capital

O Fed de NY também publica diariamente o resultado de seu modelo ACM para os EUA. No gráfico abaixo, temos a relação entre o prêmio a termo do Brasil e dos EUA ao longo dos anos, ambos para o prazo de 10 anos.

Prêmio a termo - Brasil e EUA - 10 anos (%)



Fontes: Fed, ANBIMA, BBC | Elaboração: Tenax Capital

Reformas marcadas: Trabalhista, TLP, Previdência, Autonomia do BC e Teto dos Gastos

Quando analisamos a relação do prêmio a termo brasileiro com o dos EUA, notamos que, desde 2013, houve uma abertura do *spread* entre as duas taxas, indicando uma piora na percepção dos agentes econômicos em relação à situação do Brasil. O *spread* positivo é esperado para um país emergente, mas ele tem se mantido consistentemente elevado, com exceção do período próximo da aprovação da Reforma da Previdência e durante a pandemia quando o prêmio brasileiro também veio para o terreno negativo.

O prêmio dos títulos americanos tem oscilado em terreno negativo desde meados de 2016 e não voltou ao terreno positivo mesmo no ambiente inflacionário pós-pandemia, marcado por maior incerteza.

O prêmio brasileiro, por sua vez, teve forte alta entre meados de 2013 até 2016, quando se vivia período de forte expansão fiscal e alta na inflação, que culminou no processo de Impeachment de Dilma Rousseff.

A partir da posse do presidente Temer e posterior aprovação de importantes reformas, como o Teto de Gastos, a Trabalhista, a Previdência e a mudança na TLP, o prêmio de risco viveu um período de contração que durou até a pandemia.

Entre as muitas batalhas travadas desde 2018, há que se destacar a aprovação da Lei sobre a autonomia do BC em fevereiro de 2020 e o amadurecimento do Sistema de Metas de Inflação após a passagem de duas diretorias técnicas e competentes, comandadas por Ilan Goldfajn e Roberto Campos, que levou à redução da meta objetivo desde 2019 – aproximando o Brasil da inflação meta em outros emergentes.

Como podemos ver na tabela a lado, esse período de reformas foi marcado por um fechamento do prêmio especialmente no momento anterior à aprovação dos textos no plenário da Câmara.

Depois da pandemia, esse quadro de maior rigor com o equilíbrio fiscal se reverteu, principalmente após a queda do Teto de Gastos com a PEC dos Precatórios e a ausência de uma nova âncora fiscal. A aprovação da PEC dos Benefícios consolidou o aumento dos gastos além do Teto, contribuindo para a exigência de prêmios elevados

Valorização a prêmio a termo na proximidade de reformas (delta pp)

90 dias antes 90 dias depois

Teto	-0,48	0,34
Trabalhista	-0,44	-0,12
TLP	-0,41	0,03
Previdência	-1,48	-0,22
BC	-0,22	1,21
Regra Fiscal	-1,44	-0,63
Tributária	-1,48	
Média	-0,85	0,10

* Considerando tributária no dado mais recente

na curva de juros. Na sequência da eleição de Lula para seu terceiro mandato, a PEC de Transição aumentou os gastos do governo em cerca de 2% do PIB, piorando as perspectivas de convergência da dívida, enquanto o debate sobre as metas de inflação de disseminava. A consequência desse ambiente foi a forte abertura do prêmio a termo brasileiro, que chegou no seu ponto máximo em 4,7% do dia 6 de março deste ano.

Desde então o prêmio de risco voltou a cair, refletindo certa reancoragem fiscal, com a perspectiva de aprovação de uma nova Regra Fiscal, perseverança do Banco Central no combate à inflação e resposta do Congresso às tentativas de retrocesso nas reformas

A queda do prêmio a termo desde março foi bastante intensa e trouxe o nível de taxa para o mesmo patamar de 2018, antes de reformas e do pagamento do BNDES ao Tesouro, mas também antes da deterioração de 5pp da dívida líquida/PIB e do naufrágio do Teto dos Gastos.

NOVA REGRA FISCAL

De modo geral, o movimento dos prêmios de risco no Brasil costuma estar associado à percepção de risco fiscal, e às perspectivas de aprovação de reformas estruturantes que permitam ganhos de produtividade, crescimento sustentado da economia e baixa inflação. Sob ambos os pontos de vista, o novo governo iniciou o mandato com dificuldades em apontar a direção da agenda econômica, o que contribuiu para o aumento da incerteza. A apresentação do novo arcabouço fiscal foi um passo na direção de reduzi-la.

De forma resumida, a nova regra fiscal é um regime de metas de superávit primário, com um limite sobre o crescimento dos gastos, tal que ele seja sempre menor que o das receitas. Assim, as despesas terão crescimento real, limitado a uma banda de 0,6% a 2,5% ao ano, o que significa uma importante flexibilização frente ao extinto Teto de Gastos. Além disso, alguns gastos adicionais foram excepcionalizados, como as linhas de ciência e tecnologia e o Fundo Constitucional do Distrito Federal.

As metas de superávit funcionam em um sistema de bandas, no qual o não-cumprimento em um ano exige a adoção de medidas restritivas no ano seguinte e reduz o crescimento dos gastos no ano posterior.

Pode-se avaliar o projeto aprovado na Câmara à luz do que a literatura sugere como características desejáveis em regras fiscais. Em primeiro lugar, uma regra fiscal deve ser simples o suficiente para que a sociedade tenha clareza de seus mecanismos e como ela se comporta de acordo com suas demandas. Nesse sentido, o novo arcabouço passou por um processo político que o tornou bastante complexo, tanto em relação aos seus cálculos, quanto de sua fiscalização. Dentre os motivos para este resultado, estava a preocupação com outro aspecto relevante: sua capacidade de absorver choques exógenos e de suavizar as contas públicas ao longo do ciclo econômico. Assim, ao incorporar válvulas de escape, o arcabouço acaba com a lógica de discricionariedade via emendas à constituição imposta pelo Teto, por outro lado, prejudica sua ampla compreensão.

Para que o arcabouço seja crível, é desejável também que ele disponha de incentivos que neutralizem ímpetus expansionistas do governo e garantam ajustes automáticos em caso de desvio de rota. Como consequência do desenho de bandas e penalizações subsequentes, houve um grau de flexibilização na Lei de Responsabilidade Fiscal, em vigor desde 2001. Por fim, um elevado número de combinações de cenários e circunstâncias reduz sua previsibilidade. Em especial, a ambiciosa missão de zerar o

resultado primário em 2024 está fundamentada na capacidade arrecadatória do Estado. Para que contas fechem no curto e médio prazo, o governo precisa que a Receita Corrente Líquida atinja no mínimo 19% do PIB, o que é historicamente alto.

O governo assimilou a importância da busca por superávit

No curto prazo, apesar de sua fragilidade, o processo de construção do novo arcabouço trouxe dois elementos-surpresa, que podem explicar o movimento observado até aqui nos prêmios de risco. Primeiro, o fato do governo ter assimilado a importância da busca por superávits primários, ainda que, para esta gestão, isso se resume à busca por fontes de recomposição de receitas para financiar sua agenda de aumento de gastos.

Também surpreende a firme e ativa participação do Congresso na redação de um texto mais rígido que o entregue pelo Ministério da Fazenda, uma sinalização positiva que também foi verificada quando o Congresso impediu qualquer retrocesso nas reformas empreendidas desde 2016, como no caso do Marco do Saneamento.

De qualquer forma, o cenário fiscal e de expansão de gastos se mostrou mais benigno que o esboçado a partir da aprovação da PEC da Transição. Se por um lado, as chances de uma trajetória de dívida pública explosiva foram reduzidas, por outro, só conseguimos enxergar sua estabilização na próxima década, em um patamar próximo a 100% do PIB.

Para que as perspectivas melhorem de maneira mais substancial, é necessário um crescimento econômico maior que os das últimas duas décadas e que a taxa de juros neutra se reduza. Tais melhorias dependem, portanto, da agenda de reformas, destacadamente, a tributária.

PERSPECTIVAS PARA A REFORMA TRIBUTÁRIA

Não é de hoje que o país discute uma reforma no sistema de tributação. O atual sistema é um fator relevante por trás da ineficiência, desigualdade e da baixa produtividade da economia brasileira e, há muitos anos, propostas de novos regimes de tributação sobre o consumo e sobre a renda são debatidas no Congresso e na sociedade civil.

No esforço de promover um fluxo de notícias positivas, o Ministério da Fazenda tomou para si a bandeira da reforma dos tributos sobre o consumo e aproveitou a discussão das propostas de emendas às Constituição que amadurecem desde 2019 no Congresso.

Os preceitos básicos passam pela criação de um imposto sobre valor agregado (IVA), com a unificação de cinco impostos federais e estaduais (IPI, PIS, Cofins, ICMS e ISS) em um imposto dual de base ampla, não-cumulativo, com incidência “por fora” e cobrado no destino da operação. A consequência mais importante do novo sistema é a unificação das legislações subnacionais e o fim da diferenciação entre bens e serviços ao nível do produto.

Ainda que conceito de simplificação do sistema esteja preservado no texto em discussão, o rigor técnico vai sendo afastado à medida que a realidade da política se impõe.

É certo que concessões serão feitas, especialmente aos Estados, levando a um custo fiscal para a União, além de benefícios a determinados setores, como saúde e educação.

Muito ficará para ser deliberado em 2024 pelos parlamentares e os detalhes definidos nas legislações complementares podem se traduzir em benesses para grupos de interesse e perda de eficiência.

Mesmo com alterações no texto, a Reforma Tributária será um grande avanço.

Ainda assim, a Reforma, se aprovada, será um avanço expressivo frente ao sistema atual, demasiado ineficiente e oneroso para o setor produtivo. A expectativa é que haja ganhos incrementais de produtividade e crescimento potencial ao longo das próximas décadas, e será um fator fundamental para a redução do prêmio de risco.

QUEDA DO PRÊMIO E MERCADOS

O mercado, obviamente, está atento ao que está acontecendo e incorporou esses elementos às suas expectativas. Um grande *rally* do prêmio a termo já aconteceu na curva brasileira e, possivelmente, quedas adicionais terão outra velocidade e intensidade.

Historicamente vemos tendências longas do prêmio, conforme evolui a política econômica do país

De todo modo, historicamente vemos tendências longas do prêmio, conforme evolui a política econômica do país. A piora durante o período Dilma durou mais de 3 anos, com miniciclos de alta e de baixa dentro dessa grande tendência. No ciclo iniciado durante o governo Temer, a tendência de melhora durou 4 anos, também com grandes correções no meio

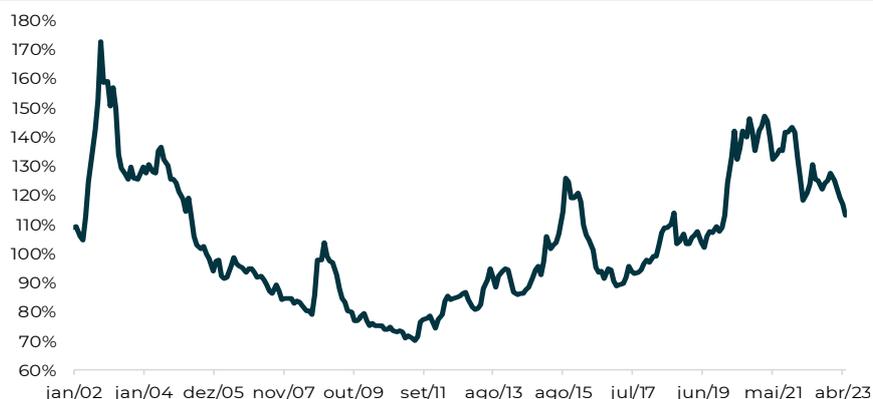
do caminho, como no evento com a JBS, que acabou por adiar a aprovação da Reforma da Previdência para o próximo governo. O último ciclo negativo de abertura de prêmio teve a pandemia como catalisador e durou 3 anos.

Como comentamos anteriormente, entendemos que a Regra Fiscal tem falhas, mas trouxe o compromisso do governo com uma agenda que passa pela recomposição de superávits primários. As sinalizações de que há um forte compromisso do executivo e até do Congresso na aprovação da Reforma Tributária são indicativos de um ciclo mais longo de redução do prêmio de risco, além da queda vista até aqui.

Analisando o impacto desse movimento nos diferentes ativos, observa-se que os mercados de juros e câmbio reagiram de forma mais rápida a essa nova realidade. No mercado de juros, embora a queda dos prêmios esteja geralmente associada a ganhos nos prazos mais longos da curva, o que se observou foi um fechamento rápido das taxas de juros de curto prazo. Atualmente, há uma assimetria maior na curva de juros reais em comparação aos juros nominais. É importante ressaltar que a redução do prêmio de risco, decorrente da ancoragem das expectativas de inflação futura, pode levar a uma reavaliação não apenas do tamanho do ciclo de corte de juros, mas também do ritmo desse ciclo.

O Real também já teve importante valorização, mas ainda deve ser beneficiado, caso essa tendência se mantenha. Ainda não vemos a moeda brasileira sendo negociada em um patamar caro, quando avaliamos o Real corrigido por cesta de moedas e suas inflações. Contudo, o ciclo de flexibilização de taxas de juros, em um ambiente que ainda deve contar com taxas nos Estados Unidos mais elevadas por um tempo, será um importante elemento a limitar maior valorização do Real.

Câmbio Real - % da média histórica desde 2002



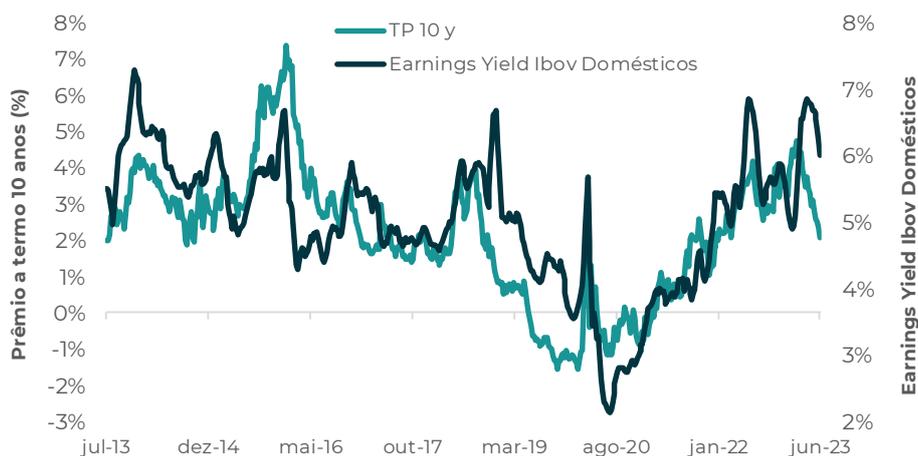
Fontes: MCM | Tenax Capital *Ajustado por 19 países

Por fim, no mercado de renda variável, vemos um quadro distinto. O recente movimento de descompressão de risco ocorreu após um longo período de fraco desempenho do mercado acionário, culminando em *valuations* bastante comprimidos, principalmente das ações das empresas expostas ao mercado doméstico.

Como podemos ver no gráfico abaixo, há uma forte correlação entre a nossa medida de prêmio a termo e o *Earnings Yield*, que mostra a relação de lucro/valor de mercado e que é uma proxy da rentabilidade esperada dessas ações.

A queda do prêmio nos últimos meses foi acompanhada de uma pequena melhora do *Earnings Yield*, indicando que as ações ainda não se valorizaram proporcionalmente e ainda estão sendo negociadas a múltiplos mais baixos.

Prêmio a termo 10 anos e Earnings Yield Ibov Domésticos



Fontes: Fed, ANBIMA, BBG | Elaboração: Tenax Capital

Além disso, o iminente processo de flexibilização monetária poderá impulsionar o aumento dos lucros, uma vez que reduzirá o custo das dívidas e os encargos financeiros das empresas, contribuindo ainda mais para o desempenho positivo dos ativos.

Atual nível de prêmio de risco justificaria preços mais elevados das ações domésticas

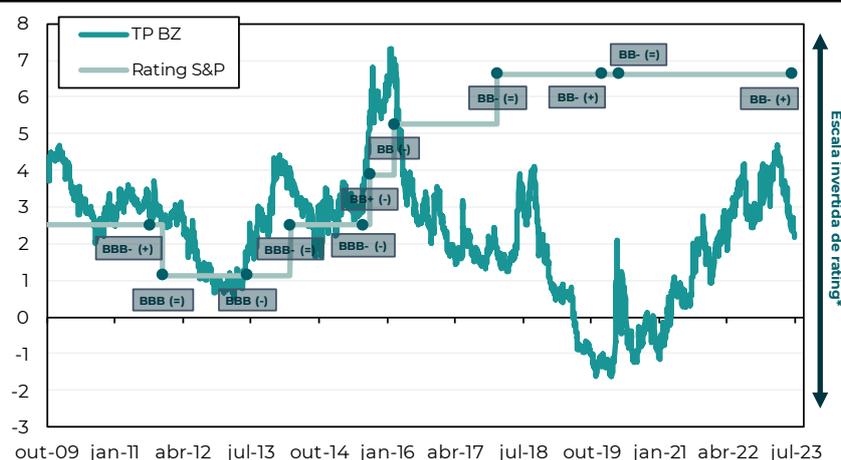
De fato, entendemos que mesmo a manutenção do prêmio no patamar atual justifica preços mais elevados das ações domésticas. Esse é o mercado onde vemos maior assimetria e, portanto, temos aumentado a exposição de nossos portfólios à bolsa brasileira, principalmente através de empresas do grupo de cíclicos domésticos.

PRÊMIO A TERMO E A AVALIAÇÃO DAS AGÊNCIAS

Não é apenas o mercado de renda variável que parece estar atrasado em refletir o atual nível de prêmio de risco no Brasil. Há algum tempo, as agências de risco têm mantido uma classificação para o Brasil que não condiz com o histórico desse fator.

Até 2016, a classificação de rating das agências de risco para o Brasil tinha correlação com o prêmio a termo, mas depois disso houve quebra dessa correlação.

Brasil: prêmio de risco a termo (10y) versus rating S&P



Fonte: Tesouro Nacional, ANBIMA | TENAX Capital | (*) Maior o nível, pior o rating.

No período entre 2016 e 2019, o Brasil passou por uma série de ajustes e reformas que trouxeram o prêmio a termo para níveis historicamente baixos, mas a classificação de risco do país não refletiu essa realidade. No final de 2019, a S&P emitiu relatório atribuindo perspectiva positiva para o país – que, na sequência, foi desafiado pela pandemia e os desafios econômicos a ela relacionados. Na sequência, as notas para o Brasil seguiram estáveis e a perspectiva também voltou para patamar estável.

Somente no último mês voltamos a navegar nos mares de perspectiva de melhora nas notas atribuídas pelas agências de rating com a revisão de perspectiva pela S&P para positiva. Os níveis atuais de diferença entre o prêmio a termo e a classificação de risco percebido pelas agências denota uma 'boca de jacaré' já vivida anteriormente. Aqui poderíamos discutir se as agências estão atrasadas ou excessivamente conservadoras. Da mesma forma, a percepção de risco do mercado pode estar em desacordo com os critérios das agências. Mais à frente, analisamos a metodologia de rating da S&P para tentar, assim, entender o potencial de melhora nas notas para o Brasil, o que certamente seria um fator importante na atração de capital e consequente crescimento da economia.

Apesar de entendermos que os preços de mercado reagem de forma mais rápida do que uma agência na revisão de seu rating e de perspectivas, o acesso a diferentes fluxos de capital muda com a ratificação de uma agência de risco. As mudanças de classificação podem não representar mudanças de tendências ou avanços para uma descompressão de prêmio, mas podem garantir a sustentabilidade em níveis menos estressados (e comportamento menos volátil) do que vimos nos últimos anos.

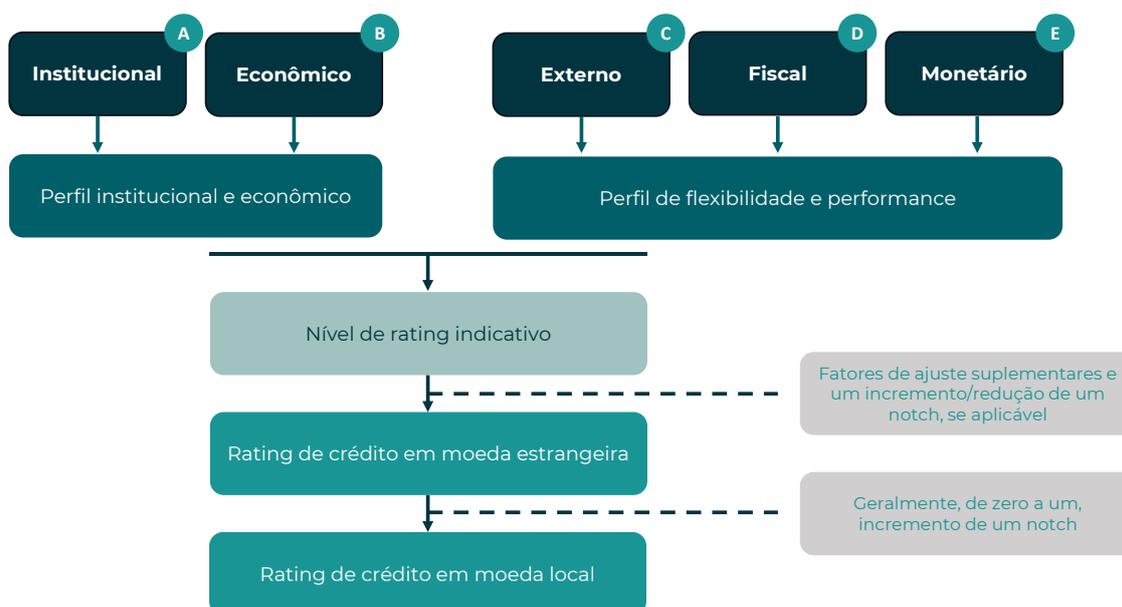
A concretização da agenda em discussão no Congresso, somada ao sucesso do governo no cumprimento das metas fiscais seriam condições necessárias para melhorar a perspectiva e a classificação de risco do país. Importante destacar como o patamar atual da nota contempla uma avaliação bastante negativa das condições macro do Brasil, de forma que a assimetria é na direção de melhora.

Mudança de *outlook* e perspectivas

Para avaliar a possibilidade de novas revisões positivas em relação ao rating dado ao Brasil, cabe uma análise mais detalhada sobre qual o arcabouço e o processo de avaliação dessas agências. Tomemos como exemplo a Standard and Poors (S&P).

Na sua classificação de crédito, o S&P se utiliza de uma estrutura de ponderação por notas a partir de 5 áreas chave. As avaliações institucional, econômica, externa, fiscal e monetária variam numa nota de 1 a 6 (1 é a melhor avaliação, 6 é a pior), ponderadas com médias simples. As médias dos perfis institucional e econômico e do perfil de flexibilidade e performance são dispostas numa tabela de duas entradas para determinar o rating indicativo (e este está sujeito a graus de liberdade de ajuste de até um 'notch').

Estrutura de classificação de crédito (rating soberano) da Standard & Poor's



Estrutura de ratings (S&P)

Avaliações do Brasil marcadas em cinza

		INSTITUTIONAL AND ECONOMIC PROFILE											
		Superior	Extremely strong	Very strong	Strong	Moderately strong	Intermediate	Moderately weak	Weak	Very weak	Extremely weak	Poor	
		1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5	5,5	6	
FLEXIBILITY AND PERFORMANCE PROFILE	Extremely strong	1 a 1,7	aaa	aaa	aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	bb+	bb-
	Very strong	1,8 a 2,2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
	Strong	2,3 a 2,7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
	Moderately strong	2,8 a 3,2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
Intermediate		3,3 a 3,7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
Moderately weak		3,8 a 4,2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
Weak		4,3 a 4,7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
Very weak		4,8 a 5,2	bbb	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
Extremely weak		5,3 a 6	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	b-	b-

Rating final (resultado do modelo)
Rating ajustado (após desvio do analista)

Em linhas gerais, o processo de avanço nas notas passa pela necessidade de pavimentar um melhor cenário de crescimento (aumento de produtividade) e avanço de reformas e controle fiscal.

- Do lado do perfil “Institucional e Econômico”, vemos espaço para avanço através da tramitação completa da reforma tributária, do voto de qualidade no Carf e do arcabouço fiscal. A celeridade dessas aprovações pode influenciar a revisão da parte de avaliação institucional do país.
- No fator Econômico^b, tanto a aprovação de reformas quanto o ponto do ciclo econômico no qual o país se encontra (iminência de um ciclo de corte de juros) poderá motivar revisões altistas nas projeções de crescimento, tanto do ponto de vista conjuntural quanto do estrutural.
- No fator Fiscal^d, que faz parte da avaliação de “Flexibilidade e Performance” da agência, as métricas para avaliação são quantitativas. Precisariamos viver uma reversão do panorama fiscal – este atrelado à capacidade de arrecadação e, conseqüentemente, de geração de superávit primário – para angariar uma avaliação melhor. Como o Brasil já tem a pior nota possível nesse aspecto (6), por definição, a perspectiva é positiva nessa avaliação.

Por fim, numa análise horizontal, podemos observar que na comparação com nossos pares latino-americanos, também há espaço para melhora. O Brasil detém a pior das notas nos panoramas institucional e fiscal.

Última atualização	jun/23	jul/22	out/22	jan/23
Avaliação	Brasil	México	Chile	Colômbia
(A) Institucional	4	3	2	3
(B) Econômica	5	5	4	4
(C) Externa	2	2	4	5
(D) Fiscal	6	3,5	2,5	4
(E) Monetária	3	3	2	3

Na tabela abaixo, apresentamos as atuais notas recebidas pela S&P, com a respectiva avaliação da agência (em itálico), e nossos comentários na sequência com os possíveis pontos de avanço (em negrito), bem como a nota possível no caso de efetivação desse cenário otimista para o exercício teórico de limite de avanço no curto prazo.

Vemos espaço para avanço de dois 'notches' do nosso rating

A agência deverá ser parcimoniosa e verificar a capacidade de entrega do atual governo antes de fazer uma revisão de rating. Contudo, vemos espaço para avanço de dois 'notches' do nosso rating atual e avançarmos de um bb- (sendo que a nota atual conferiria um bb (indicativo)) para um bb+.

Área	Nota atual	Nota possível	Comentário da S&P e ponto de avanço
(A) Institucional	4	3	<p>O Brasil tem uma democracia estável e sólida, com pesos e contrapesos sólidos, juntamente com um forte setor privado e uma imprensa atuante. Ao mesmo tempo, tem demonstrado progresso lento e desigual na abordagem dos desequilíbrios fiscais e econômicos. A divulgação de dados é ampla e oportuna, e tais dados são analisados pelo órgão federal de contabilidade em busca de irregularidades após a divulgação.</p> <p>O entendimento de progresso lento no avanço de reformas para correção de desequilíbrios fiscais e econômicos poderá ser desafiado com a celeridade do avanço da reforma tributária e aprovação do arcabouço fiscal.</p>
(B) Econômica	5	5	<p>Com base no PIB per capita (US\$) e tendências de crescimento, de acordo com os Indicadores Seleccionados nas projeções da agência. A tendência de crescimento médio ponderado do PIB per capita em um período de 10 anos é de 1,2%, abaixo da tendência dos governos soberanos na mesma categoria de PIB.</p> <p>Na mesma direção do comentário acima, tanto o avanço nas reformas quanto as perspectivas de política monetária poderão afetar a percepção de produtividade e PIB potencial da agência e dos próprios agentes econômicos.</p>
MÉDIA [(A+B)/2]	4.5	4.0	<p>Nesse cenário, a avaliação do perfil institucional e econômico do país avançaria de 'fraco' para 'intermediário'.</p>
(C) Externa	2	2	<p>Com base no status do real como uma moeda ativamente negociada e na dívida externa líquida estreita, de acordo com os Indicadores Seleccionados nas projeções da agência. Considerando o grande estoque de IED no Brasil, o país é vulnerável a uma possível mudança significativa nas condições de financiamento internacional.</p> <p>O parâmetro de vulnerabilidade internacional está mais relacionado à característica de mercado emergente, dificilmente modificável em um curto espaço de tempo.</p>
(D) Fiscal	6	5	<p>Flexibilidade e desempenho: Com base na variação da dívida líquida do governo geral (% do PIB), de acordo com os indicadores selecionados nas projeções da agência.</p> <p>Carga de endividamento: Com base na dívida líquida do governo geral (% do PIB) e nas despesas com juros do governo geral (% das receitas do governo geral), de acordo com os indicadores selecionados nas projeções da agência. Exposição do setor bancário superior a 20% dos ativos. O número de ações judiciais contra o governo é significativo, o que aumenta as pressões de longo prazo nas contas fiscais.</p> <p>O atual patamar de dívida/PIB torna desafiadora uma reversão do cenário de gastos com juros. Na mesma direção, o número de ações judiciais contra o governo é elevado e aumenta pressão nas contas. Nesse sentido, as modificações no processo decisório do Carf (critério de desempate) poderão sinalizar um avanço com melhoria de nota.</p>
(E) Monetária	3	3	<p>O real é uma moeda de câmbio flutuante, e o Banco Central intervém ocasionalmente. O Banco Central tem um histórico de independência de fato, e adquiriu independência legal em 2021. Também tem capacidade para atuar como credor em última instância. Taxa de inflação de acordo com os indicadores selecionados nas projeções da agência.</p> <p>A manutenção da independência do banco central deve reforçar o arcabouço institucional monetário, bem como a manutenção de nível de meta de inflação.</p>
MÉDIA [(C+D+E)/3]	3.6	3.3	<p>Nesse cenário, mesmo com o avanço na avaliação fiscal, o perfil institucional e econômico ficaria estável em 'intermediário'.</p>
RATING	bb	bb+	

ESTRATÉGIA MACRO

Nos EUA, a antecipada recessão continua sendo postergada. A resiliência da economia americana tem surpreendido o mercado e até mesmo o FED teve que incorporar essa nova realidade às suas projeções, antevendo mais altas nos *fed funds*, nesse ano. Desta forma, junho foi marcado por expressiva alta nos juros, principalmente nos prazos mais curtos da curva, levando o diferencial entre as taxas de 2 e o 10 anos para níveis negativos poucas vezes observados. Mesmo com juros mais altos, os principais índices de ações tiveram alta expressiva, puxados principalmente pelas ações de tecnologia e com grande dispersão entre setores. Não trabalhamos com um cenário de recessão acentuada nos EUA, mas acreditamos que o nível de juros real atual deverá pesar na atividade econômica num futuro próximo. Assim, seguimos com viés aplicador de juros na parte mais longa da curva e, por hora, preferimos manter posição neutra na bolsa americana, aguardando um melhor momento para reestabelecer a posição vendida, que foi fonte de perdas esse mês e ao longo do ano.

Na Europa, vemos alguns dados de atividade corrente com sinais de fraqueza, principalmente na Alemanha. O banco central europeu, por sua vez, segue resolutivo no combate da inflação, que segue em níveis elevados, principalmente nas medidas de núcleo. Interessante notar que os dados de crédito já mostram deterioração mais acentuada que nos EUA e isso deve continuar piorando com o aperto monetário contratado à frente. Não temos posições relevantes em Europa no momento, mas entendemos que os juros alemães mais longos começam a ficar atrativos nos atuais níveis.

Também mantemos posições aplicadas na parte intermediária da curva de juros no Canadá, onde o nível da taxa nos parece atrativo, mesmo com o banco central tendo subido os juros na última reunião. Ainda acreditamos que o banco central japonês será forçado a mudar sua política ultra expansionista nesse ano, abrindo espaço para posições compradas na moeda japonesa e/ou tomados em juros.

A economia chinesa segue decepcionando. Com a falta de estímulo fiscal mais relevante, o processo de reabertura econômica tem ficado muito aquém do que vimos em outros países, o que tem levado o mercado a reduzir suas projeções de crescimento. O afrouxamento do lado monetário tem se mostrado insuficiente e o governo não parece apressado em abrir os canais tradicionais de estímulo. Nesse contexto, a China não deve servir de um forte contraponto à desaceleração da economia global, o que de certa forma diminui pressão altista na inflação global com menos demanda por commodities e exportações mais baratas através de uma moeda mais depreciada.

Na América Latina, o mercado parece premiar os países que, de certa forma, lidaram melhor com o processo inflacionário e que estão com os ciclos econômicos mais ajustados. De maneira geral, o mercado já vislumbra cortes de juros nas principais economias da região, o que ajuda a dar sustentação aos preços dos ativos de risco locais. Temos trabalhado com posições aplicadas de juros no México e com *steepeners* na curva de juros chilena.

No Brasil, como descrevemos anteriormente nessa carta, seguimos com viés otimista para os ativos locais, principalmente para a bolsa, muito baseado na expectativa de uma reprecificação de múltiplos, a partir da redução de prêmios de risco do país. O book de juros foi a principal fonte de contribuição de resultado esse mês. Reduzimos nossas posições aplicadas no DI e aumentamos exposição a NTN-Bs na parte intermediária da curva. Temos também algumas posições de aumento de inclinação de curva, em função do eminente início de flexibilização monetária.

ESTRATÉGIA DE RENDA VARIÁVEL

Junho foi um mês bastante positivo para a bolsa e ativos de risco em geral no Brasil. Novos eventos de cunho macro trouxeram uma maior convicção dos participantes do mercado quanto ao iminente início do ciclo de afrouxamento monetário no país, o que tem sido, em nossa opinião, o principal driver de performance do mercado acionário.

O Ibovespa apresentou uma alta de 9,0% no mês, novamente bastante concentrada em ações de empresas domésticas, com maior intensidade nas companhias mais alavancadas e/ou que mais se beneficiam de uma dinâmica de queda de juros em seus negócios. Adicionalmente às teses domésticas, outro destaque positivo do Ibovespa ao longo do mês veio da performance positiva da Petrobras, que apresentou uma alta de 20,3% em junho e acumula alta de 46,6% no ano.

O Tenax Ações apresentou uma alta de 9,35% no mês, superando o Ibovespa. As principais contribuições positivas do mês vieram dos nossos investimentos em Grupo GPS, Itausa, BTG Pactual e Aliansce. As contribuições negativas do mês foram irrelevantes.

Já o Tenax Total Return apresentou uma alta de 4,36% no mês, contra uma valorização de 0,53% do IPCA + Yield do IMA-B. As maiores contribuições positivas vieram das posições compradas no índice de *Smallcaps*, XP e Eletrobras. Do lado negativo, os principais detratores ficaram por conta das posições aplicadas em *Treasury* americana.

Em relação às principais movimentações do mês, continuamos com o processo de rotação de teses ligadas a commodities para teses ligadas a economia doméstica. Atualmente, o nosso produto Long Only encontra-se em seu patamar mínimo histórico de alocação a companhias exportadoras.

Permanecemos com um nível alto de alocação em ambas as estratégias de ações. O Tenax FIA permanece com um nível de caixa perto dos patamares mínimos históricos, enquanto o Tenax Total Return veio aumentando sua exposição ao longo do mês, e atualmente encontra-se com uma posição direcional comprada ao redor de 80%.

NOSSOS FUNDOS

Fundo	Cota	Mês	Ano	Desde Início**	PL do Fundo	PL da estratégia*
Tenax Macro FIC FIM	1,1557	0,47%	6,97%	15,57%	165,0	619,3
Tenax Total Return FIC FIM	1,1116	6,28%	3,12%	11,17%	59,7	79,4
Tenax Ações FIC FIA	1,1239	9,37%	11,79%	12,39%	30,8	243,2
Tenax Renda Fixa LP FI	1,0000	-	-	-	11,9	267,4
Tenax Icatu Macro Prev	1,0438	-	-	-	1,4	1,4
PL Total da Gestora						1210,7

ÍNDICES E BENCHMARKS

CDI	1,07%	6,50%	17,92%
IBOVESPA	9,00%	7,61%	4,37%
IPCA + YIELD IMA-B	0,53%	6,24%	16,81%

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

** Início dos fundos Macro, TR e Ações: 25/02/2022 / RF: 30/06/2023 / Macro Prev: 02/02/2023.



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.

