



CARTA DO GESTOR

O processo de desinflação global e as suas consequências na condução da política monetária de todos os países talvez seja o principal tema de investimentos desse ano. Por isso, nessa carta, nos debruçaremos sobre os fatores que podem determinar a dinâmica da inflação global em 2024.

A desaceleração da inflação em 2023

O processo de desinflação global e as suas consequências na condução da política monetária de todos os países deverá ser o principal tema de investimentos desse ano. Por isso, nessa carta, nos debruçaremos sobre os fatores que podem determinar a dinâmica da inflação global em 2024.

O ano de 2023 começou com um ambiente de inflação muito elevada e bancos centrais aumentando as taxas de juros. A possibilidade de uma recessão ao longo do ano parecia bastante provável, considerando que não havia precedentes de um processo global de desinflação sem envolver alguns trimestres de declínio no Produto Interno Bruto (PIB) e aumento do desemprego. Entretanto, o ano terminou com boa parte das economias com crescimento acima da perspectiva consensual na entrada do ano, inclusive a nossa, mesmo diante de um grande aperto monetário.

Desempenho das economias foi melhor do que nossa a expectativa

Por outro lado, observamos uma acentuada acomodação nos preços ao redor do mundo, com boa parte das regiões de nossa cobertura apresentando números de inflação núcleo próximos à meta perseguida (considerando uma banda de 0.2 p.p.) ou abaixo dela, quando analisamos a inflação média dos últimos três meses anualizada.

Inflação ao Consumidor - Núcleo

	12 meses (%)			3 meses anualizado (%)			3m. distância em relação à meta
	nov-23	jun-23	dez-22	nov-23	jun-23	dez-22	
Estados Unidos	3,2	4,3	4,9	2,2	3,1	4,1	0,2
Zona do Euro	4,1	6,2	6,2	0,9	3,7	5,3	-1,1
Canadá	3,5	3,7	5,3	2,6	3,8	3,9	0,6
Reino Unido	5,1	6,9	6,4	2,0	8,5	6,3	0,0
Austrália	5,0	5,8	7,1	0,9	1,0	1,7	-1,6
Japão	3,7	4,2	2,9	1,6	4,1	3,2	-0,4
China	0,6	0,4	0,7	0,0	0,4	1,0	-3,0
Brasil	4,6	6,0	9,1	3,5	4,4	6,0	0,5
México	4,8	5,7	6,4	4,4	4,1	5,6	1,4
Chile	4,7	6,9	8,6	3,6	3,4	5,0	0,6
Colômbia	8,5	10,0	9,1	6,7	9,7	10,1	3,7

*Para os EUA, usamos o núcleo do PCE

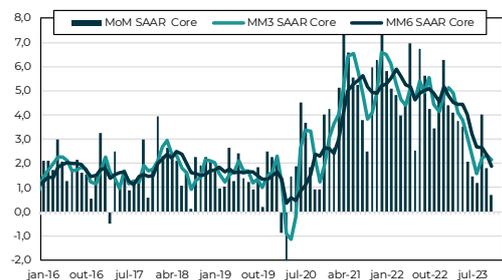
Fontes: BBG, bases originais | Tenax Capital

A inflação total teve uma desaceleração ainda mais acentuada, com recuo de preços de alimentos e energia. Nos Estados Unidos, por exemplo, a inflação de alimentos em domicílio, medida pelo CPI, caiu de 11,8% no final de 2022 para 1,7% ao ano em novembro. No caso da energia, a queda foi de 7,3% para -5,4%.

A inflação de bens foi o destaque de baixa

De maneira geral, nos países de nossa cobertura, a inflação de bens foi o destaque de baixa, consequência da regularização das cadeias de suprimentos no último ano e acomodação dos preços das *commodities*. Nas pesquisas com os gerentes de compras industriais, a mensagem geral tem sido de pressão negativa nos preços, em um ambiente em que os estoques se normalizaram.

EUA - Inflação ao Consumidor - PCE (%)



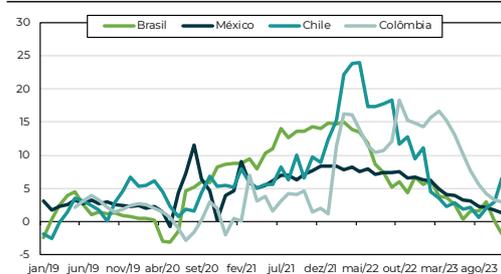
Fonte: BEA | TENAX Capital

A inflação de serviços mostrou-se mais resiliente, mas também apresentou moderação, especialmente na Zona do Euro, onde a inflação do último trimestre foi 2%, após ter alcançado cerca de 4,5% em meados do ano. Nos Estados Unidos, essa parte da inflação tem sido mais resiliente, mas também recuou, e aqui observamos uma divergência entre os dois principais indicadores, o PCE e o CPI. No caso do PCE, houve uma acomodação para 3,6%, vindo de 6,2% no final do ano passado.

Na América Latina, o fenômeno desinflacionário também está em curso, ainda que com características diferentes entre as economias da região.

A desinflação de bens industriais foi bastante pronunciada em todas as economias. Além da normalização de preços de bens importados em dólares, a apreciação cambial vivida foi elemento que contribuiu para desinflação desses preços. A economia chilena, a primeira a iniciar o processo de afrouxamento monetário na região, foi também a primeira a sentir seus efeitos na moeda. A depreciação já impactou preços desses bens nos últimos meses do ano.

América Latina - inflação de bens industriais (MM3M, SAAR)

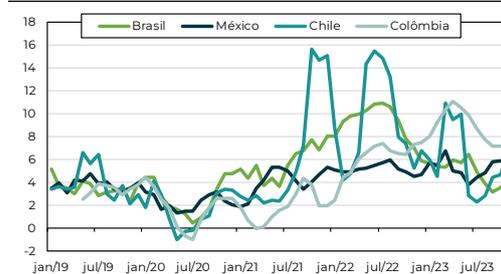


Fontes: IBGE, INEGI, INE, DANE | TENAX Capital

Último dado: nov/23

Do lado de serviços, a desinflação foi menos homogênea. No Brasil, o processo desinflacionário avançou de forma consistente, e hoje, o país flerta com níveis de inflação de serviços subjacentes compatíveis com momentos de recessão. No Chile, a inflação de serviços foi mais volátil e, depois de forte acomodação em meados do ano, voltou a uma tendência mais elevada. O México, que não praticou estímulo fiscal relevante durante a pandemia, não viveu uma elevação da inflação de serviços como seus pares latinos, mas segue enfrentando o desafio de trazer a inflação volta para os 4%. Por fim, a Colômbia segue atrasada em termos de desinflação de serviços, após alcançar o pico inflacionário mais tardiamente.

América Latina - inflação de serviços (MM3M, SAAR)



Fontes: IBGE, INEGI, INE, DANE | TENAX Capital

Último dado: nov/23

Os vetores globais de inflação em 2024

É amplamente reconhecido que a pandemia da Covid-19 desencadeou uma série de impactos econômicos. Por muitas vezes, foi difícil diferenciar o que era efeito desse evento extraordinário do que era uma mudança estrutural no padrão observado até então. Um dos choques mais evidentes foi na inflação de bens, consequência da desorganização das cadeiras de suprimentos.

Os clássicos vetores globais da inflação de bens se normalizaram

Passados quatro anos, nem todas as respostas estão claras, mas alguns dados sugerem que os clássicos vetores globais da inflação de bens se normalizaram e os preços parecem se comportar como anteriormente, como mostra o principal indicador de cadeias de suprimentos, desenvolvido pelo *Federal Reserve* de NY.

Índice Global de Cadeia de Suprimentos (GSCPI)



Fonte: NY Fed | Tenax Capital

Outro vetor importante de desinflação de bens veio da China, que ainda é o maior polo industrial no mundo. Aqui, os preços ao produtor acumulam deflação de 3% em 12 meses, enquanto a inflação ao consumidor também está em terreno negativo, no mais baixo patamar desde a pandemia.

Também, muito se fala sobre o processo de “*nearshoring*”, onde as nações mais ricas trazem o polo manufatureiro para regiões mais próximas e de relação diplomática estabelecida. Esse é fenômeno que está em curso, mas seus efeitos não são imediatos. Além disso, a real pressão nos preços ainda precisa ser verificada, já que o custo unitário do trabalho do México, por exemplo, é inferior ao da China, segundo algumas métricas.

De maneira concreta, além de índices de preços no atacado em países desenvolvidos e na América Latina operarem com inflação baixa, temos observado nas pesquisas qualitativas, com gerentes de compras do setor industrial, uma pressão de custos cada vez mais declinante.

ISM - Preços pagos



Fonte: ISM | Tenax Capital

Por outro lado, o ambiente geopolítico segue mais incerto e novos choques de *commodities* não estão descartados. É impossível antecipar o próximo choque e sabemos que, se isso ocorrer, teremos mais uma rodada de alta de inflação no mundo. Acrescentando mais uma nuance de incerteza e risco, estamos sob efeito de El Niño, o que pode impactar a produção agrícola, afetando a oferta de alimentos e seus respectivos preços. O El Niño também afeta recursos energéticos, como hidrelétricas, elevando os custos de produção de energia. Isso, por sua vez, influencia o consumidor

final e indústrias dependentes de eletricidade e contribui para outras pressões inflacionárias.

Apesar de ser clara a relação do regime de chuvas e o fenômeno do El Niño, a magnitude desses efeitos na produção agrícola e nos preços de energia é mais inconstante e diverge entre economias. Já incorporamos em nossas projeções de inflação para 2024 o cenário de El Niño forte e com repasses tradicionais em preços de alimentos.

Estudo indica que os choques exercem uma influência mais marcante sobre a inflação, porém, também podem dissipar-se com maior rapidez

Dito isso, a pesquisa capitaneada pelo economista argentino e professor de Harvard, Cavallo et al. (2023) traz um alerta importante. Ele tem documentado que, com o advento do varejo online e algoritmos de precificação sofisticados, as empresas passaram a atualizar seus preços com muito mais frequência do que nas décadas anteriores. Em um estudo recente, já com

informação do último choque, ele ressalta que, ao não considerar a frequência aumentada de mudanças de preços, os modelos de séries de tempo são incapazes de capturar o rápido aumento da inflação, assim como a subsequente rápida desaceleração. Lição bem importante dos últimos dois anos e que traz uma mensagem mais construtiva agora que estamos na fase de reversão dos choques da pandemia e da guerra da Ucrânia.

Por fim, o componente das expectativas é essencial em um regime de metas de inflação e o prognóstico dessa carta seria muito diferente caso houvesse indícios de desancoragem mais ampla. Há alguma divergência entre as medidas dos países de nossa cobertura, mas de maneira geral, esse ciclo foi marcado pela baixa aderência das expectativas mais longas aos choques de preços.

Passado o choque em bens, mercados de trabalho apertados

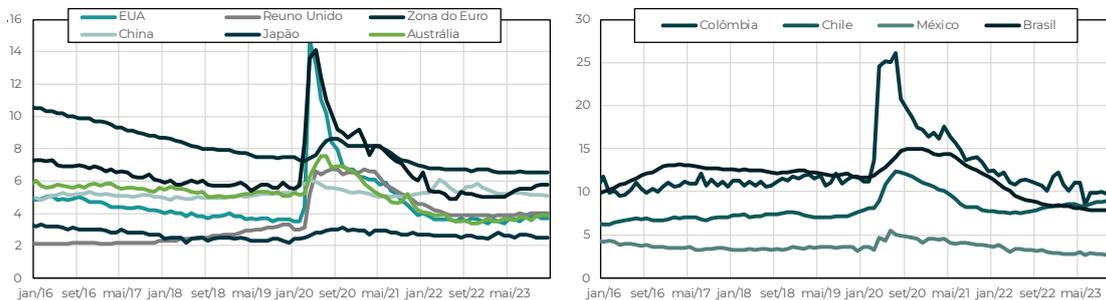
A dissipação dos choques ligados à pandemia sobre os preços de bens deve continuar ao longo dos próximos trimestres. Pela sua natureza intrínseca ao mercado internacional, o fenômeno deve ser observado em escala global.

Observa-se nas principais economias um processo em comum de aperto de seus mercados de trabalho

Da mesma forma, observa-se nas principais economias um processo em comum de aperto de seus mercados de trabalho, com taxas de desocupação muito próximas ou até abaixo das taxas observadas nos anos pré-pandemia, período no qual se considerava que a economia global operava em

pleno emprego. A rápida recuperação do emprego após a recessão de 2020 está ligada aos mesmos motivos que geraram desequilíbrios no mercado de bens: ampliação da liquidez e pacotes de estímulo fiscal abundantes.

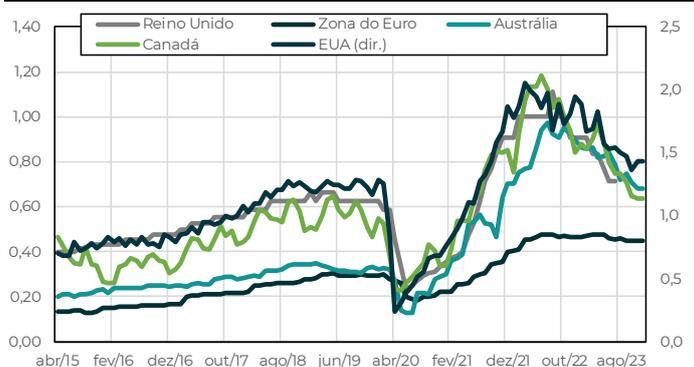
Taxa de desemprego com ajuste sazonal (%)



Fontes: BBG | Tenax Capital

Os gráficos acima trazem a evolução do desemprego dos nossos países de cobertura e mostram o processo citado acima. Dentre as maiores economias, Zona do Euro, China e Austrália apresentam taxas de desemprego abaixo do pré-pandemia, enquanto na América Latina, Colômbia, México e Brasil também parecem mais aquecidas.

Razão entre vagas anunciadas e desemprego



Fonte: BBG | Tenax Capital

O gráfico traz a relação entre vagas abertas e desemprego (v/u) para os países desenvolvidos e tenta capturar o grau de aperto do mercado de trabalho. De modo geral, a figura mostra uma dinâmica até agora semelhante de normalização, que se deu via fechamento de vagas em alternativa ao aumento do desemprego. Essas são características típicas de um pouso suave, em contraposição a um quadro de recessão (aumento de desemprego). Nas regiões da Zona do Euro e da Austrália, por exemplo, ainda há um longo caminho para o retorno aos patamares pré-pandemia, mas a tendência de normalização é comum.

Pelo exposto até aqui, entendemos que o mercado de trabalho apertado não foi a principal causa da inflação pós-pandemia, devido principalmente às expectativas bem-comportadas, ancoradas na credibilidade acumulada pelos bancos centrais dos países desenvolvidos nas últimas três décadas. Portanto, pouco do mercado de trabalho se traduziu em repasses aos salários que gerasse uma espiral sobre preços, especialmente nos núcleos de serviços.

A partir de 2024, no entanto, o processo de convergência da inflação para a meta dependerá do comportamento do consumo e do mercado de trabalho, que, se apresentar desequilíbrio por período prolongado, tem efeito cumulativo sobre expectativas e, logo, inflação observada. Assim, o próximo estágio de desinflação será caracterizado por dinâmicas mais peculiares aos países,

O processo de convergência da inflação dependerá do consumo e do mercado de trabalho

seja nos componentes estruturais que explicam a inflação inercial, seja nas escolhas feitas pelos seus banqueiros centrais. Neste caso, haverá uma maior dicotomia entre atividade, representada pelo emprego, e perseguição da meta de inflação.

Economia dos EUA e perspectiva para a inflação

No restante da carta, focaremos nas perspectivas de inflação para os EUA. A inflação lá definirá a política monetária do Fed, que continua sendo a “nave-mãe” entre os bancos centrais dos demais países de nossa cobertura.

Os vetores globais permanecem favoráveis para a inflação nos EUA em 2024 e, por ora, nosso cenário é de que a inflação de bens deve permanecer bem-comportada, alinhada ao padrão pré-pandemia.

O risco maior vem da inflação doméstica em um ambiente em que ainda vemos um mercado de trabalho aquecido e capaz de gerar massa salarial robusta, salários acima do patamar compatível com a inflação na meta e consumo forte. Tudo isso ainda em um ambiente de déficit fiscal elevado.

O mercado de trabalho segue forte, mas há uma moderação importante nos últimos dados. Na pesquisa Jolts, vimos uma queda significativa da razão entre vagas e desempregados, que já se aproxima do patamar pré-pandemia. Entre os trabalhadores que pedem demissão, indicador que

O mercado de trabalho segue forte, mas há uma moderação importante

costuma guardar correlação com a taxa de avanço dos salários, também houve uma queda importante, o que sugere que as pessoas estão menos encorajadas a sair de seu atual emprego para buscar salários mais elevados em outro lugar. De fato, em meados de 2022, o diretor do *Federal Reserve*, Chris Waller, trouxe a discussão do pouso suave da economia, que passaria por alinhamento da demanda e oferta de trabalho, com queda das vagas abertas e aumento da força de trabalho, mas potencialmente sem passar por aumento significativo da taxa de desemprego. Até aqui, é isso que temos visto.

Por outro lado, o consumo pode representar um risco para o cenário de convergência da inflação, caso permaneça no ritmo observado no terceiro trimestre de 2023. Em um ambiente de excesso de poupança acumulado na pandemia, associado ao crescimento da renda proveniente do trabalho e da valorização dos ativos, esse risco não é baixo. São dados que acompanharemos com de perto, mas entendemos que não há motivos para perpetuarmos aquele terceiro trimestre muito robusto.

Primeiro, o dado já foi bastante revisado, e hoje o que temos é algo bem menos impactante do que o visto na primeira divulgação. Além disso, não é esperado um impulso fiscal tão forte via reajuste de faixa de imposto de renda e desembolsos previdenciários, como vimos no começo do ano passado. Adicionalmente, as pesquisas com gerentes de compra sugerem acomodação adicional da demanda por emprego, e, se isso acontecer, certamente teremos como resultado um consumo mais moderado.

Surpresa positiva com o com o desempenho da produtividade

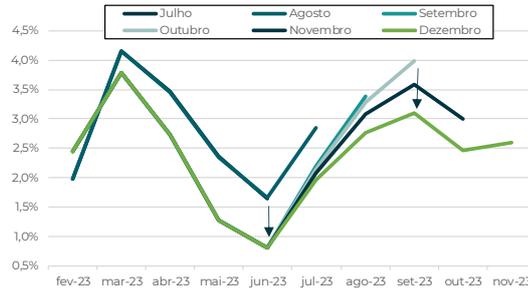
A produtividade do trabalho também é um elemento chave ao pensarmos na inflação doméstica, e fomos surpreendidos positivamente nos últimos dois trimestres. Ainda não é possível saber se este foi um movimento temporário, como consequência das quedas na pandemia, ou se estamos diante de um choque positivo mais duradouro, talvez em função de ganhos de tecnologia (obrigado, ChatGPT). Mas é fato que, enquanto ela estiver mais forte, os ganhos de salário são menos inflacionários. Adiante, trataremos novamente desse tema dentro do modelo do Bernanke e Blanchard (2023).

Poupança % da Renda x Poupança Extra



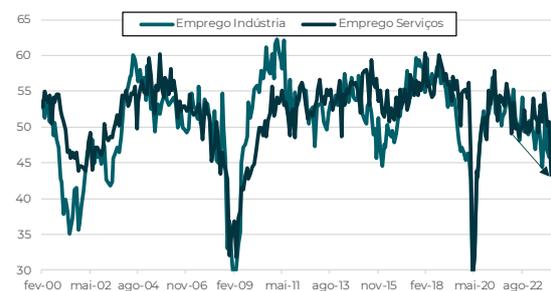
Fonte: BEA | Tenax Capital

EUA - Consumo com revisões - Variação trimestral anualizada (%)



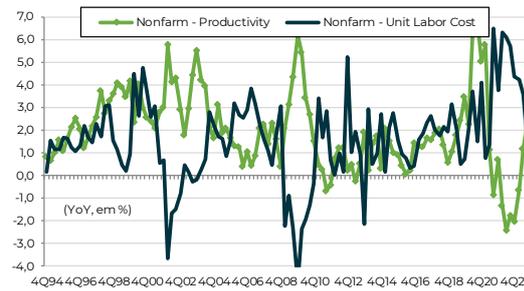
Fonte: BEA | TENAX Capital

EUA - Pesquisa qualitativa - Emprego Serviços e Indústria (ISM)



Fonte: ISM, BBG | TENAX Capital

EUA - Produtividade (% Anual/ano)



Fonte: BEA | TENAX Capital

O que causou a inflação para Bernanke e Blanchard e implicações

Em maio do ano passado, Bernanke e Blanchard publicaram um estudo sobre a inflação nos EUA. O trabalho já foi replicado para o Reino Unido, pelo Banco da Inglaterra, e outros bancos centrais estão seguindo pelo mesmo caminho. Não entraremos nas tecnicidades da modelagem, mas, de forma simplificada, apresentaram um modelo dinâmico com equações para inflação, salários e expectativas de inflação, com o objetivo de lançar luz sobre o choque vivido até aqui e sobre o que pode ser o caminho da inflação adiante, dadas algumas condições.

Bernanke e Blanchard concluíram que a inflação alta foi resultado dos choques em bens e não de salários

Com dados até o primeiro trimestre do ano passado, concluíram que "ao contrário das preocupações iniciais, de que a inflação seria impulsionada por mercados de trabalho superaquecidos, a maior parte da alta inflacionária iniciada em 2021 foi resultado de choques nos preços em relação aos salários."

Os modelos indicam uma reação significativa dos preços à situação do mercado de trabalho e dos salários e alertam que "embora os mercados de trabalho apertados até agora não tenham sido o principal impulsionador da inflação, constatamos que os efeitos de mercados de trabalho superaquecidos no crescimento nominal dos salários e na inflação são mais persistentes do que os efeitos de choques no mercado de produtos. Controlar a inflação, portanto, exigirá, em última instância, alcançar um melhor equilíbrio entre a demanda e a oferta de trabalho."

O que vimos ao longo de 2023 foi um processo gradual, mas contínuo, que sugere um maior equilíbrio entre a oferta e a demanda de trabalho nos EUA. No estudo de Bernanke, o indicador-chave na modelagem foi a razão entre vagas e desempregados, que atingiu o recorde histórico de 2x em 2022, ou seja, duas vagas abertas para cada desempregado. Desde abril de 2023, a tendência de

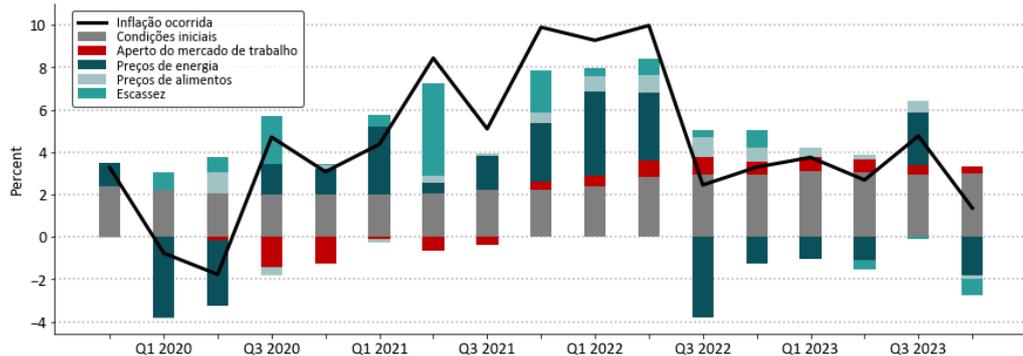
Processo de equilíbrio entre a oferta e a demanda de trabalho

normalização foi mais clara, e a razão fechou novembro/23 em 1.4x, mais próxima ao patamar observado no pré-pandemia.

Essa equalização veio de ambos os lados, tanto da demanda, quanto da oferta de trabalho. Do lado da demanda, há vários sinais de moderação do apetite por contratação, especialmente evidente nas pesquisas qualitativas nos setores industrial, de serviços e em pequenas empresas. O dado de vagas em aberto da pesquisa Jolts, de fato, corrigiu rapidamente, saindo de 12 milhões no início de 2022 para 8,8 milhões em novembro. Ainda é um número alto, mas a correção foi rápida. Do lado da oferta de trabalho, houve um aumento significativo da força de trabalho, também em ritmo mais intenso do que o antecipado, com um aumento de mais de 3 milhões de pessoas disponíveis para trabalhar.

Replicamos a modelagem com os dados mais atualizados até o quarto trimestre de 2023, mantendo a estratégia do estudo original de extrapolar cenários de mercado de trabalho para projetar efetivamente a inflação cheia. Para os dados ainda desconhecidos do quarto trimestre, fizemos algumas extrapolações a partir dos dados mensais já conhecidos para as variáveis, utilizando tendências lineares ou projeções de mercado para elas.

Estados Unidos - decomposição da inflação trimestral (2020 a 2023, QoQ, SAAR)



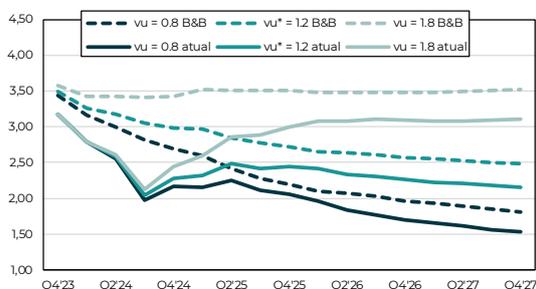
Fonte: Bernanke e Blanchard (2023), FRED, BLS, Google Trends | TENAX Capital

Com a atualização do modelo, observamos que: i) os choques em preços de energia trouxeram a inflação cheia para patamares mais baixos ao longo de 2023. Esse efeito contribuiu para um melhor ponto de partida e uma menor contribuição de inércia; ii) a reorganização das cadeias globais de suprimentos contribuiu com deflação nos últimos três trimestres; e iii) o componente advindo das condições de aperto do mercado de trabalho americano caiu ao longo dos trimestres.

Com o ponto de partida e parâmetros atualizados, refizemos os exercícios de comparação propostos no estudo em questão. Chegamos a estimativas de inflação anual mais baixas que o modelo inicial proposto, em linha com o esperado dados os choques baixistas de inflação observados no ano passado. Um ponto importante é que essa modelagem foi feita para o CPI dos EUA e a meta do Fed é para a inflação PCE, que historicamente roda de 0,5% a 1% abaixo do CPI. Ou seja, 2,5% no CPI é conquista da meta.

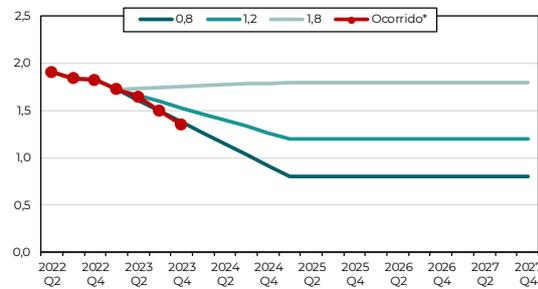
Além disso, o ritmo observado para a relação entre vagas abertas por desempregado caiu em um ritmo próximo ao cenário mais benigno do exercício original (com a relação v/u caminhando para 0.8x até o primeiro trimestre de 2025).

EUA: projeções de inflação sob ritmos alternativos de v/u (a/a)



Fonte: Bernanke e Blanchard (2023), FRED, BLS, Google Trends | TENAX Capital

EUA: ritmo da relação 'vagas abertas por desempregado' no modelo original



Fonte: Bernanke e Blanchard (2023), BLS | TENAX Capital

(*) Para Q4'2023, utilizamos a tendência linear de 2023 para projeção do mês de dezembro/23.

Ainda temos um ritmo aquecido de contratações líquidas, que combina com a queda adicional da taxa de desemprego. Se o ritmo mensal de criação de vagas não diminuir, dificilmente teremos alívio monetário tão cedo. Mas os antecedentes (tal qual a razão de vagas abertas por desempregado) sugerem que há espaço para eventual moderação no ritmo de criação de vagas. Isso se alinha com o cenário mais promissor para a inflação assim como o traçado por Bernanke e Blanchard em julho passado.

Antecedentes sugerem que cenário se alinha com projeção de inflação mais promissora

Política monetária nos EUA e implicações para Brasil

Conforme descrito anteriormente, a economia dos EUA seguiu forte em 2023 e, mesmo com os dados antecedentes sinalizando moderação, o cenário básico ainda é de crescimento robusto da massa salarial em 2024, evitando uma derrocada do consumo nos meses à frente. A rápida queda da inflação de bens e a moderação da inflação de serviços já permitiram ao Fed terminar o ciclo de ajuste, e a perspectiva é que os efeitos defasados da política monetária sejam percebidos de forma mais clara com a rolagem de dívida das empresas nos próximos meses, o que já levou a uma mudança importante no discurso de membros-chave do Comitê.

Na ata da reunião do FOMC, um trecho importante foi o seguinte: “diversos participantes destacaram a incerteza associada a quanto tempo uma postura restritiva da política monetária precisaria ser mantida, e apontaram para os riscos negativos para a economia que estariam associados a uma postura excessivamente restritiva. Alguns sugeriram que o Comitê poderia potencialmente enfrentar um dilema entre seus objetivos duplos do mandato no período à frente.” Ou seja, a discussão sobre mudança de postura já começou e a preocupação sobre excesso de restrição está mais evidente.

De fato, a direção mudou e a discussão passa a ser sobre o momento e magnitude da flexibilização monetária em 2024. A trajetória dos juros dependerá dos dados, especialmente daqueles que dão conta do potencial melhor equilíbrio entre oferta e demanda por trabalho e da trajetória da inflação em si.

Olhando à frente, acreditamos que o ambiente mais favorável para ativos de risco ao redor do globo deva permanecer por mais algum tempo, principalmente se confirmada a tese discutida nessa carta de que o processo desinflacionário nos EUA continuará surpreendendo positivamente. Desta forma, o Fed pode dar início ao

processo de flexibilização de juros entre o primeiro e segundo trimestre num ambiente de atividade econômica ainda firme. Na ausência de novos choques, isso abre espaço para maior flexibilização dos emergentes, especialmente os bancos centrais da América Latina.

Portanto, acreditamos que o ambiente externo exercerá forte influência no cenário doméstico. No Brasil, espera-se uma desaceleração gradual da economia no início do ano, à medida que os grandes vetores de crescimento de 2023 arrefecem. Ainda assim, um mercado de trabalho robusto, um setor primário resiliente e processo de flexibilização monetária devem suavizar este processo e sustentar o consumo ao longo de 2024. Enquanto isso, a inflação brasileira se beneficia do mesmo processo aprofundado acima e garante uma convergência parcial em direção a meta no horizonte relevante. Essa combinação de fatores, aliada a um ambiente em que o Real não se desvaloriza, é compatível com uma Selic terminal em 8,5%, patamar que deve ser alcançado de maneira gradual, tendo em vista os diversos riscos em torno do cenário benigno e a própria postura parcimoniosa do atual Copom.

Referências Bibliográficas

Blanchard, Olivier J., and Ben S. Bernanke. What Caused the US Pandemic-Era Inflation?. No. w31417. National Bureau of Economic Research, 2023.

Cavallo, Alberto, Francesco Lippi, and Ken Miyahara. Large shocks travel fast. No. w31659. National Bureau of Economic Research, 2022.

ESTRATÉGIA MACRO

Dezembro foi um mês bastante positivo para ativos de risco ao redor do globo. O movimento de fechamento de taxas nos EUA se intensificou com a postura mais *dovish* do FED, levando o mercado a embutir mais cortes de juro na curva americana, enfraquecendo o dólar e colocando pressão altista nas bolsas.

O Tenax Macro apresentou forte valorização de 3,67% no período, se beneficiando desse ambiente pró-risco através de posições aplicadas em juros, principalmente no Brasil e em menor tamanho na América Latina, EUA e Europa, posições estas que ainda perseguimos. As principais contribuições positivas foram os livros de juros Brasil, juros internacionais, bolsa no Brasil e moedas. Tivemos contribuição negativa apenas no livro de bolsa internacional.

No mercado de renda fixa, além das posições aplicadas em juros nominais, seguimos carregando posições aplicadas em NTN-B. No *book* de moedas, seguimos com viés mais vendedor da moeda americana, principalmente contra a moeda brasileira e a moeda japonesa. Temos também posições vendidas em Euro contra o Iene. O livro de bolsa brasileira teve uma boa performance no mês e seguimos com posições liquidamente compradas. Mantendo nosso viés otimista com os mercados, temos usado a bolsa americana como *hedge*, nos aproveitando do baixo nível da volatilidade implícita nas opções para comprar *puts* nos principais índices de bolsa dos EUA, além de explorar as opções de compra de petróleo, dado o aumento do risco geopolítico. Também seguimos aplicados em juros em algumas economias da América Latina, Europa e EUA.

ESTRATÉGIA DE RENDA VARIÁVEL

As mensagens positivas vindo tanto do mercado externo (especialmente os EUA), quanto do Brasil, em relação a uma dinâmica inflacionária mais benigna e expectativas de uma política monetária mais frouxa ajudaram a performance da bolsa brasileira. Grande parte dos nomes do Ibovespa ficaram no território positivo, sendo que os principais destaques ficaram novamente por conta de companhias da economia doméstica de segmentos diversos, com poucos destaques negativos para ressaltar.

O Tenax Ações apresentou alta de 6,76% no mês, superando o Ibovespa, que fechou o mês com valorização de 5,24%. As maiores contribuições positivas vieram das posições compradas em Sabesp, Vivara, Copel, XP e Iguatemi.

Já o Tenax Total Return apresentou alta de 4,61% no mês, contra uma valorização de 0,75% do IPCA + Yield do IMA-B. As maiores contribuições positivas vieram das posições compradas no ETF *Smallcaps*, XP, Cyrela e Sabesp.

Não fizemos grandes alterações do posicionamento estratégico dos fundos, em relação ao mês passado, mantendo uma concentração relevante do portfólio em teses ligadas a queda de juros, em especial nos setores de Utilidades Públicas, Shoppings, Serviços Financeiros, Construção Civil e Varejo. O Tenax Ações permanece com uma posição alocada ao redor de 95%. Já o Tenax Total Return segue com uma exposição direcional ao redor de 65% comprado e com uma exposição bruta de 120%.

NOSSOS FUNDOS

Fundo	Cota	Mês	Ano	Desde Início**	PL do Fundo	PL da estratégia*
Tenax Ações FIC FIA	1,28830	6,76%	28,14%	28,83%	33,8	327,0
Tenax Total Return FIC FIM	1,16583	4,61%	8,15%	16,58%	63,9	102,6
Tenax Icatu Total Return Prev FIE	1,07292	-	-	-	1,1	102,6
Tenax Macro FIC FIM	1,19859	3,67%	10,93%	19,86%	172,4	669,3
Tenax Icatu Macro Prev FIE	1,08258	2,73%	8,26%	8,26%	5,2	669,3
Tenax Renda Fixa LP	1,05922	-	-	-	20,9	194,4
PL Total da Gestora						1.292,51

ÍNDICES E BENCHMARKS

CDI	0,90%	13,05%	25,17%
IBOVESPA	5,38%	22,28%	18,60%
IPCA + YIELD IMA-B	0,81%	10,67%	21,68%

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

** Início dos fundos Macro, TR e Ações: 25/02/2022 / Macro Prev: 02/02/2023 / Renda Fixa: 30/06/2023 / TR Prev: 01/11/2023



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.

