

Carta do Gestor Crédito

Outubro/2021



www.spxcapital.com

Carta do gestor

Caros investidores,

Nos meses de setembro e outubro, o SPX Seahawk, fundo de crédito dedicado ao mercado local, apresentou rentabilidade de 0,70% e 0,53%, respectivamente. Dessa forma, o fundo alcançou rentabilidade acumulada de 6,13% no ano, comparado à rentabilidade do CDI de 2,99%. Terminamos o mês de outubro com R\$ 843,6 milhões de patrimônio líquido e o prazo médio (*duration*) da carteira é de 2,5 anos.

Nesse bimestre, participamos de quatro operações no mercado primário que totalizaram cerca de R\$ 3,5 bilhões nos setores de Logística, Saúde e Proteína. Observamos, nessas oportunidades no mercado primário, que os livros estavam bem cobertos, com todas as emissões tendo demanda maior do que o volume ofertado pelas empresas. As tesourarias dos bancos têm mantido a estratégia de ancorar as emissões, num processo que aumenta a demanda. Já no mercado secundário, percebemos que os investidores têm optado por uma concentração em operações maiores, com prioridade para emissores de melhor perfil de risco.

Do lado da gestão, temos sido bastante cautelosos em entrar nas emissões primárias, optando por nomes de maior qualidade de risco de crédito em setores com boa previsibilidade de geração de caixa e cujos produtos tem uma demanda pouco sensível às fases do ciclo econômico, como por exemplo Utilidades Públicas, Rodovias e Saúde, entre outros. Dessa maneira, acompanhamos atentamente os acontecimentos macroeconômicos para monitorar em que fase estamos no que chamamos, informalmente, de “dança das cadeiras”.

Esse jogo é útil para realizar as mais diversas metáforas, inclusive para olharmos o que passamos agora no mundo dos investimentos. No mercado global, o controlador da música é primordialmente o Federal Reserve (Fed). E toda vez que o Fed na figura do seu *Chairman* Jerome Powell dá indícios de que irá diminuir a liquidez que vem injetando na economia, é como se algumas cadeiras fossem retiradas. Os mercados globais seguem no ritmo dessa dança das cadeiras, sempre buscando manter o entusiasmo com os ativos de risco e monitorando o momento em que a música irá parar e mais um perdedor sobrar pelo caminho, ficando todos mais próximos do fim da história.

No Brasil, os ativos de risco também são afetados por esse processo global, mas em adição, temos fortes fatores com uma dinâmica própria. Aqui, o cenário político acaba se sobressaindo, pautando a agenda econômica e influenciando os movimentos dos preços.

Recentemente, a inflação tem surpreendido o mercado negativamente, com vários indicadores vindo sequencialmente acima do esperado. Isso é em parte explicado por um aumento dos preços globais, por uma experiência monetária mal sucedida no Brasil, mas também, no limite, por certa leniência com a agenda fiscal do governo federal. Essa surpresa na inflação fez com que o Banco Central se visse obrigado a ter um comportamento mais incisivo para frear a expectativa de continuidade desse movimento de aumento de preços. O mecanismo utilizado para tal foi uma escalada mais íngreme da taxa básica de juros, a Selic, chegando a 7,75% ao ano. A contrapartida para uma contínua escalada dos juros é comprometer a perspectiva de crescimento, já frágil, para o ano seguinte.

No meio de todo esse processo, é interessante analisar como se comportam os ativos de crédito corporativos no mercado brasileiro. Enquanto nos mercados globais, os ativos são prefixados, o que se traduz em um conhecimento prévio do valor monetário dos juros que se irá receber, no mercado local os ativos são pós-fixados, remunerando a própria curva de juros soberana adicionada de um diferencial (*spread*). O preço de um título corporativo, que é prefixado, tem que sofrer um ajuste para que a taxa embutida no título mantenha o *spread* constante. Já no Brasil, por essa característica pós-fixada dos títulos, o CDI pode oscilar dentro de sua volatilidade natural, pois a taxa embutida no preço não precisa subir causando queda do preço para manter o *spread* constante.

Com isso, no mercado local, desde que os *spreads* corporativos se mantenham constantes, um aumento do CDI traz atratividade para essa classe de investimentos, uma vez que o retorno nominal cresce. Essa atratividade é traduzida em captação mais elevada para os fundos que a Anbima classifica como "Renda Fixa". No ano, essa categoria captou mais de R\$ 280 bilhões e, no mês de outubro, mais de R\$ 40 bilhões.

Por esse motivo, no Brasil, o crédito corporativo tem características contracíclicas, conseguindo se beneficiar em momentos de incertezas políticas e econômicas, como o que vivemos agora. Acreditamos que esse fluxo positivo irá se manter para os fundos de renda fixa, aumentando a demanda pelos ativos de crédito.

Esse cenário positivo para a captação no mercado de renda fixa nos mantém otimistas com essa classe de ativos, porém conservamos a cautela com a parte macroeconômica, que pode em algum momento prejudicar o fundamento das empresas.

Seahawk Global

Na parte *offshore*, nós nos mantivemos com posicionamento mais leve nestes últimos dois meses, dado o cenário mais turbulento nos mercados emergentes pelo mundo, focando, assim, em temas mais idiossincráticos. Apesar de uma certa estabilização em relação aos tópicos que afetaram o mercado global em setembro, especificamente a situação do mercado de crédito *high yield* asiático e da Evergrande, em outubro vimos o Brasil voltando a ser o assunto da vez. O CDS de Brasil cinco anos subiu de 195, para 250 pontos-base, refletindo toda a percepção de piora do cenário local, afetando também, dessa forma, os nomes brasileiros de dívida corporativa. Todavia, os resultados das empresas no terceiro trimestre divulgados até agora se mostraram resilientes, especialmente de certos setores, como os exportadores. Os balanços continuam sólidos, mas fica difícil imaginar uma compressão de *spread* ainda maior para certos créditos que já negociam muito perto ou pagando menos do que o Brasil.

Além do Brasil, estamos monitorando atentamente dois países mais *high yield* ou mesmo *distressed*, como Equador e Argentina, porém ainda sem posições no Seahawk Global. Na Argentina, irão acontecer as eleições legislativas em 14 de novembro e, caso se confirmem os resultados das prévias, poderemos ver uma vitória da oposição e alguma animação do mercado, mesmo com muitas dúvidas quanto ao acordo com o FMI. Os *bonds* caíram cerca de 5% no último mês e estão nas mínimas dos últimos cinco meses.

Também, no Equador, temos a expectativa das aprovações das reformas fiscal e trabalhista, o que podem ser bons indicativos dos rumos do país com o novo e ainda popular governo do presidente Guillermo Lasso.

Na parte *Corporate*, os destaques foram os papéis das petroleiras, com as quais estamos envolvidos. Na Pemex, segue a eterna discussão sobre o suporte do governo e as declarações recentes nessa linha fizeram os *bonds* ter alguma recuperação; os *spreads* atuais nos parecem interessantes. A colombiana Ecopetrol realizou uma emissão de US\$ 2 bilhões que pesou um pouco nos papéis, mas acreditamos que possa ter dado uma limpada nesse receio do mercado, e uma esperada emissão de *equity* pode trazer interesse pela dívida, sendo negociada a praticamente 6% na parte mais longa da curva. Por fim, a Petrobras divulgou resultados trimestrais e atingiu a meta de dívida bruta abaixo de US\$ 60 bilhões. Porém, além de sofrer críticas sobre sua política de preços, já negocia com *spreads* muito apertados em relação ao Brasil. Dessa forma, não nos parece ter muito *upside* no lado de crédito no momento.

SPX Seahawk FIC FI Renda Fixa Crédito Privado LP															PL		
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	CDI Ano	Atual	Médio	Master
2020	0,6%	0,3%	-3,9%	-0,0%	0,5%	1,8%	1,2%	1,1%	0,5%	0,4%	0,3%	0,2%	2,8%	2,8%	R\$ 528.869.551	R\$ 308.297.801	R\$ 843.573.596
2021	0,7%	0,5%	0,9%	0,4%	0,5%	0,6%	0,5%	0,7%	0,7%	0,5%			6,1%	3,0%			

Este material foi preparado em conjunto pela SPX Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Capital") e SPX Equities Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Investimentos"), e SPX Crédito Gestora de Recursos Ltda. ("SPX Crédito"), empresas 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.

