

Carta do Gestor

FUNDOS DE CRÉDITO

1º Tri 2023



www.spxcapital.com

Carta do gestor | Fundos de Crédito

Caros investidores,

Entramos o ano de 2023 com um portfólio defensivo, com caixa acima do histórico, concentrado em empresas de melhor qualidade no nosso universo de investimentos e *duration* mais curta. O ambiente macroeconômico apertado e as incertezas políticas nos faziam vislumbrar um cenário desafiador para as empresas brasileiras. Logo em janeiro, fomos impactados pelo evento das Lojas Americanas, que foi o catalisador para iniciar um movimento de abertura dos *spreads* de crédito na indústria como um todo. Apenas para termos uma dimensão desse impacto, fizemos uma amostra com emissões com volume a partir de R\$150 milhões para o indexador CDI+, excluindo os papéis Lojas Americanas e Light. Os *spreads* abriram 11 pontos-base em janeiro, 38 pontos-base em fevereiro e 25 pontos-base em março. Quando ponderamos pela *duration* de 2,5 anos dessa amostra, o impacto foi de 187 pontos-base no período.

A indústria de fundos de renda fixa experimentou resgates constantes após um longo período de fluxo positivo para a classe, devido a essa contaminação nos *spreads* de crédito e até à concorrência de produtos incentivados de passivo bancário com liquidez e sem volatilidade. No ano, a categoria de renda fixa sofreu R\$12 bilhões de resgates, de acordo com a Anbima.

Atualmente, estamos mais construtivos com os títulos de crédito privados por quatro motivos. (i) Em primeiro lugar, o retorno nominal de ativos de crédito sai de um ponto de partida bastante alto, que é o CDI de dois dígitos. (ii) Os *spreads* de crédito já estão em níveis atrativos com diversas empresas de bom risco de crédito pagando acima de CDI+2,0 para *duration* abaixo de cinco anos. (iii) As empresas brasileiras que têm acesso ao mercado de capitais em sua maioria são empresas de primeira linha, que fizeram seu dever de casa ao longo dos anos e alongaram suas dívidas, além de atuarem em setores com boa previsibilidade de geração de caixa operacional. (iv) Há disposição dos agentes do mercado de capitais para auxiliar as empresas a atravessarem um ciclo econômico mais desafiador. Para esse último ponto, podemos citar os exemplos da empresa de turismo CVC, em que os credores e os acionistas chegaram a um consenso para refazer o perfil da dívida da companhia. Além dos casos de Diagnósticos da América, Hapvida e Natura, que foram capazes de gerar liquidez em seus balanços, cada uma à sua maneira.

Olhando para o curto prazo, os resultados das companhias no fechamento de 2022 vieram pressionados pelo aumento da despesa financeira e pela queda na demanda de bens e serviços devido à eleição no Brasil e à Copa do Mundo. Acreditamos que esse

ambiente desafiador irá perdurar. Assim, a seleção de empresas em setores estáveis que possam enfrentar ciclos econômicos mais apertados permanece crucial.

Mercado de Crédito Local

Entramos com uma carteira mais leve no trimestre com *duration* curta, caixa mais elevado e concentrado em empresas de melhor qualidade no nosso universo de investimentos possíveis. Após o evento Lojas Americanas, fomos ágeis ao vender alguns ativos de boa qualidade que sofreram menos com a abertura de *spreads*. Além de acompanhar o fundamento da qualidade de crédito, continuamos monitorando o fluxo de aportes na indústria, bem como o surgimento de outros compradores marginais, como tesourarias de bancos, para fazermos alocações de maneira mais vertiginosa.

Mercado de Crédito Offshore - LatAm

O mercado de crédito LatAm teve um início de ano bastante desafiador na busca por retorno, em linha com os ativos de risco e os mercados globais. O aumento abrupto da volatilidade do nosso principal *benchmark*, as *Treasuries* americanas, foi o catalisador para vermos o EMBI devolver rapidamente quase toda a boa performance do início do ano de acima de 4%, fechando o trimestre apenas 1% positivo.

No início de fevereiro, os juros nominais dos Estados Unidos voltaram a precificar novos apertos, levando a taxa terminal para perto de 5,75%, empurrados por pressões inflacionárias e uma economia se recuperando. Foi assim que, em poucas semanas, o cenário mudou. Os receios com o aperto das condições monetárias se tornaram preocupações de crise bancária, de potencial desaceleração repentina do crédito e de uma possível desaceleração da economia global, com a quebra de dois bancos regionais nos EUA. Com isso, houve um aumento expressivo da volatilidade nas *Treasuries* – as quais começaram a precificar cortes de quase 75 pontos-base para o ano –, mudando novamente nossa régua no mercado de crédito LatAm.

O mercado primário, que começou o ano muito forte, rapidamente se fechou. Os *inflows* que voltavam para o nosso mercado, após um ano recorde de *outflows*, secaram e retornaram para *outflows* e, com isso, o movimento técnico guiado por fluxo começou a se deteriorar.

Adicionalmente, eventos idiossincráticos específicos,

como crises políticas em diversos países na América Latina, não só no Brasil, mas também na Colômbia, Peru e no Equador, contribuíram para trazer cautela, mas também oportunidades ao mercado.

Estamos diante de um cenário macro instável e volátil, o que ocasiona deslocamentos de ativos, às vezes de forma irracional, e, conseqüentemente, proporcionam bons pontos de entrada. Como resultado deste cenário descrito, vemos diversos nomes sólidos com taxas convidativas em termos nominais. Achamos prudente nos protegermos, nos aproveitando de instrumentos líquidos para navegar taticamente, ao passo que também alocamos capital em nomes específicos de maneira mais estrutural.

Mercado de Crédito *Offshore* – Países Desenvolvidos

O mercado de crédito americano iniciou o ano com o pé direito, após os dados econômicos confirmarem a trajetória de queda da inflação vista no final de 2022 e mostrarem uma economia ainda resiliente, corroborando a narrativa de "*soft-landing*". No início de fevereiro, o índice *High-Yield* (HY) estava retornando 5,5% no ano com os *spreads* tocando 385 pontos-base e o índice *Investment-Grade* (IG) retornando 5% com os *spreads* em 115 pontos-base, sendo esses os menores níveis de *spread* observados desde abril de 2022 para ambos HY e IG.

O mercado primário retomou suas atividades e, em janeiro, observamos U\$ 20 bilhões de emissão primária de *bonds* HY, volume significativo comparado à média mensal de U\$ 10 bilhões em 2022, porém ainda pequeno comparado à média mensal de U\$ 45 bilhões em 2021. O universo *Investment-Grade* (IG) também teve um volume robusto de emissões primárias em janeiro de U\$ 150 bilhões, superior a uma média mensal de U\$ 100 bilhões em 2022.

Em fevereiro, o mercado de crédito americano perdeu forças e devolveu grande parte dos ganhos do ano, conforme os agentes do mercado passaram a precificar um Fed mais *hawkish* frente aos dados econômicos fortes de fevereiro e a inflação acima do esperado. A volatilidade dos juros americanos voltou a subir, retornando a níveis de dezembro de 2022, e os fluxos para fundos de crédito e volumes de emissões primárias se desaceleraram.

O *spread* do índice HY chegou a tocar 515 pontos-base e do IG 160 pontos-base. O mercado de emissões primárias foi interrompido abruptamente e a volatilidade dos juros americanos alcançou níveis semelhantes à crise de 2008. Ao final de março, porém, conforme o mercado apresentava estabilidade e a crise bancária parecia estar contida, os índices HY e IG recuperaram parte do movimento de abertura dos *spreads* e fecharam o mês em 455 pontos-base e 138 pontos-base,

respectivamente. Ainda que o prêmio de risco exigido pelo investidor tenha aumentado em março, as taxas de juros americanas fecharam consideravelmente de 30 a 100 pontos-base, dependendo do vértice, permitindo que o índice HY tivesse um retorno de 1,1% no mês e 3,6% no trimestre e o índice IG 2,8% no mês e 3,5% no trimestre.

Desde o início do ano, estamos com uma visão pessimista sobre os *spreads* de crédito e otimistas com as taxas de papéis de alta qualidade. Após o episódio dos bancos, temos dificuldade em ver atratividade nos *spreads* de crédito, tendo em vista o aumento da volatilidade dos juros americanos e um banco central *hawkish* que irá atuar como um vento de proa para a economia e para os ativos de risco em geral até que o regime de liquidez do Fed mude novamente. Em relação ao portfólio, optamos por reduzir taticamente as posições compradas em taxa de papéis IG após o movimento favorável dos juros americanos em março.

Atribuição de Performance

No trimestre, as maiores contribuições positivas para a performance no mercado local vieram dos setores financeiro e petróleo & gás. Em paralelo, o maior detrator no período foi consumo discricionário. No Seahawk Global e Seahawk Previdenciário, as alocações no mercado internacional apresentaram retornos positivos em petróleo & gás junto de *treasury*, enquanto consumo discricionário e crédito soberano tiveram perdas.

Terminamos o trimestre com o prazo médio da carteira em 2,5 anos para o Seahawk, 2,8 anos para o Seahawk Global e 3,2 anos para o Seahawk Previdenciário.

	1T2023	2022	2021	2020	Desde o Início	PL Atual PL Médio em 12 meses	PL Master	Tx. Adm. Tx. Perf.
SPX Seahawk FIC FI Renda Fixa Crédito Privado LP	0,80%	14,05%	7,70%	2,78%	27,25%	R\$ 2.007.292.926	R\$ 2.770.664.966	0,6%
Retorno CDI	3,25%	12,37%	4,40%	2,75%	24,48%	R\$ 1.685.498.512		20%
SPX Seahawk Global FIC FIM Crédito Privado LP	-0,25%	11,72%	4,34%		16,12%	R\$ 2.47.248.144	R\$ 280.856.105	0,8%
Retorno CDI	3,25%	12,37%	3,33%		19,89%	R\$ 283.635.678		20%
SPX Seahawk Previdenciário FIM Crédito Privado	-0,85%	11,81%	1,12%		12,10%	R\$ 65.769.869	R\$ 179.850.829	0,8%
Retorno CDI	3,25%	12,37%	0,82%		16,98%	R\$ 94.663.624		20%

CONTATOS



E-mail



Site



Instagram



LinkedIn

Rio de Janeiro

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

São Paulo

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

Londres

1 New Burlington Place • 4th Floor W1S
2HR • Mayfair • Londres
+44 20 3911-0661

Nova York

450, Park Avenue • 28th Floor
Nova York • NY 10022
+1 212 386 5810

Cascais

Marina de Cascais, 64
CEP 2750.800 • Cascais
+351 21 145 2180

Singapura

88 Market Street
CapitaSpring, Level 39
Singapura • 048948

Signatory of:



Gestão de Recursos

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

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