

BOLETIM MENSAL

Janeiro/2025

“Início de ano com novidades, tanto do lado macro quanto do lado micro: as primeiras medidas do segundo mandato de Trump e o surgimento do Deepseek”

CENÁRIO ECONÔMICO

Não há dúvidas de que o principal evento de mercado no início de 2025 foi a posse de Donald Trump, um presidente já polêmico, mas que, neste segundo mandato, gera ainda maior expectativa e incerteza devido ao seu empoderamento após o acachapante resultado nas urnas. A despeito da promessa de medidas protecionistas logo nos primeiros dias, ficou para o início de fevereiro a imposição das primeiras tarifas significativas sobre o México e o Canadá, além de uma alíquota menor para a China. O mercado celebrou o tom inicial mais moderado de Trump, parecendo querer precificar um cenário onde essas tarifas se mostrem temporárias e/ou voltadas apenas para forçar negociações. Para nós, o terreno está e seguirá muito instável neste início de governo, e não acreditamos que valha a pena comprar a ideia de um "Trump soft" como a probabilidade mais alta. Tarifas como as anunciadas no começo de fevereiro, se mantidas, devem ser capazes de elevar a inflação núcleo de maneira substancial nos EUA, eliminando a possibilidade de novos cortes de juros. Para os países afetados, o crescimento será impactado, com efeitos que devem reverberar pelo resto do mundo. No curto prazo, a cautela é recomendável em um ambiente que deve favorecer o dólar (USD) e inibir cortes adicionais por parte do Fed.

A inteligência artificial e o anúncio de novas tecnologias viáveis e competitivas na China também foram temas relevantes. Embora algumas empresas dos EUA possam ser afetadas negativamente, o surgimento de concorrência em IA é positivo para outros setores e países. Potencialmente, estamos diante de um choque de produtividade que se tornará mais acessível, o que é favorável para o cenário de ativos de risco.

Voltando ao tema das tarifas, a China foi atingida com uma alíquota de 10% sobre toda a sua pauta de exportações para os EUA, afetando os bens de consumo finais que haviam sido poupados durante a guerra comercial de 2018. Com as exportações crescendo a um ritmo forte para os EUA nos últimos doze meses, é razoável supor que o crescimento da China será impactado. Uma moeda doméstica mais fraca deve ajudar a suavizar o golpe, mas o resultado provável será uma economia com mais dificuldades para se sustentar, com crescimento em torno de 4,5%.

A Zona do Euro também deverá enfrentar a imposição de tarifas pelos EUA. Por lá, o ECB segue cortando juros a um ritmo de 0,25% por reunião, um passo que deve continuar nos próximos encontros, muito provavelmente levando as taxas a patamares estimulativos, abaixo de 2,0%.

Os ativos brasileiros tiveram um grande rally em janeiro, recuperando-se dos patamares bastante pressionados de dezembro. Um Trump inicialmente mais moderado e a ausência de ruídos vindos de Brasília podem ter contribuído, mas a história parece mais fruto de uma correção técnica do que de fundamentos sólidos. O IPCA-15 veio muito acima do esperado, com a inflação de serviços subjacentes se aproximando de 1% ao mês. Por parte do BC, houve a entrega dos 100 bps sinalizados, mas sem o compromisso de uma nova sinalização além dos 100 bps indicados para a reunião de março. Foi notável o bom comportamento do real mesmo após um comunicado que não foi particularmente duro. Certamente, as placas tectônicas ainda estão se movendo. Esperamos que o ajuste da Selic vá além dos 14,25% já sinalizados e alcance uma taxa terminal de 15,5%.

ESTRATÉGIA MACRO

O ambiente global de início de ano trouxe novidades, tanto do lado macro quanto do lado micro. A postura inicial de Trump mais branda na agenda protecionista trouxe alívio para ativos de risco e moedas ao redor do globo, com arrefecimento do forte movimento de apreciação do USD observado desde setembro de 2024 e continuidade do movimento de alta nas bolsas, principalmente na Europa. As curvas de juros dos principais mercados desenvolvidos terminaram o mês praticamente inalteradas, depois de sofrerem pressão altista no início do mês devido a ruídos do lado fiscal na Inglaterra. Os principais BCs não causaram surpresa, entregando os movimentos esperados pelo mercado.

A grande surpresa do lado micro veio do surgimento do Deepseek, aprofundando o questionamento sobre a necessidade e o retorno potencial do gigantesco plano de investimentos das empresas ligadas ao tema de inteligência artificial. Olhando a frente, acreditamos que a economia americana vai seguir resiliente, crescendo acima do potencial. A inflação nos EUA deve se estabilizar em patamar mais alto, mas acreditamos que isso não forçará uma mudança de postura do FED no curto prazo. O crescimento europeu segue muito fraco e o acreditamos que o ECB tem bastante espaço para cortar juros. A China vai seguir lidando com a perda de dinamismo econômico devido aos seus problemas estruturais forçando o governo a novas rodadas de estímulo. Nosso portfólio segue com viés comprador de USD e com posições tomadas em juros americanos. Acreditamos que o ambiente macro segue favorável para a compra de bolsa nos EUA, especialmente nas large caps. Seguimos atentos a um potencial aumento da tensão sobre a adoção de tarifas levando a uma guerra comercial. Carregamos também posições compradas na moeda japonesa e vendidas no franco suíço. Temos viés mais negativo com a economia europeia devido a fraqueza das principais economias do bloco econômico.

No Brasil vivemos uma grande redução de prêmio de risco, apesar do cenário macro seguir bastante desafiador com uma piora da dinâmica inflacionária e dados de atividade mais fracos. Carregamos posição mais otimista na bolsa brasileira durante o mês que foram sendo gradualmente reduzidas. Seguimos operando taticamente a moeda e juros locais.

ESTRATÉGIA DE RENDA VARIÁVEL

Janeiro começou de forma bastante positiva para o mercado de renda variável local, com o EWZ (proxy da bolsa brasileira em USD) figurando entre as bolsas de melhor desempenho no acumulado do ano (YTD). Como comentado no último boletim, iniciamos 2025 com um pessimismo significativo precificado nos ativos. No entanto, ao longo do mês, observamos uma acomodação do câmbio e dos juros em patamares mais baixos, o que contribuiu para a redução do prêmio de risco na bolsa. Assim, tivemos um movimento oposto ao de dezembro de 2024, com os destaques positivos concentrados em teses mais cíclicas, expostas à atividade econômica e à alavancagem, enquanto os destaques negativos ficaram por conta de empresas dolarizadas e/ou de perfil mais defensivo.

O Tenax Ações apresentou alta de 7,13% no mês, superando o Ibovespa, que avançou 4,86%. As principais contribuições positivas vieram das posições compradas em Equatorial, Plano&Plano e Itaúsa, enquanto os maiores detratores foram Localiza e SLC Agrícola.

Já o Tenax Total Return registrou alta de 3,83%, frente a uma valorização de 0,92% do IPCA + Yield do IMA-B. Os principais ganhos vieram das posições compradas em Equatorial, BTG e Smartfit, enquanto as maiores perdas foram decorrentes das

posições compradas em Localiza e PetroRio, além de posições vendidas no setor financeiro.

Em relação ao posicionamento dos fundos, o Tenax Ações segue bem alocado, com uma exposição comprada ao redor de 95%, enquanto o Tenax Total Return mantém uma exposição líquida comprada de aproximadamente 40%.

ESTRATÉGIA DE CRÉDITO

Após a abertura dos spreads dos ativos não incentivados em dezembro de 2024, o movimento se inverteu em janeiro, levando à compressão dos spreads de crédito para boa parte dos emissores no início de 2025. O JGP IDEX CDI, que chegou a apresentar um carregamento de CDI + 2,30% na primeira semana de janeiro — reflexo de negociações realizadas nos últimos dias de dezembro —, encerrou o mês em CDI + 2,00%, apenas 20 bps acima do patamar de novembro de 2024.

Essa recuperação, no entanto, não foi homogênea, beneficiando principalmente debêntures de emissores com menor risco de crédito e melhor posicionados para enfrentar o ambiente político e econômico adverso no Brasil. Assim, após um primeiro movimento mais generalizado e uniforme de queda nos preços, o cenário seguinte destacou-se por uma recuperação seletiva, impulsionada pelos fundamentos de crédito. Seletividade, alpha e gestão ativa já se mostraram essenciais em janeiro de 2025 e devem continuar desempenhando um papel central ao longo do ano.

No mercado de debêntures incentivadas, os spreads permaneceram bastante estáveis ao longo de janeiro de 2025, comportamento semelhante ao observado em dezembro de 2024. Contudo, a volatilidade intra mês foi acentuada pelos movimentos na curva de juros reais. O JGP IDEX Infra fechou o mês com um spread de 40 bps, contra 41 bps no mês anterior. Apesar disso, a indústria de fundos de debêntures incentivadas parece ter registrado resgates líquidos, interrompendo a forte tendência de captação observada ao longo de 2024. A evolução dos spreads de crédito nesse segmento dependerá diretamente do equilíbrio entre captação líquida e novas emissões primárias, uma dinâmica crucial a ser monitorada nos próximos meses.

Diante desse cenário mais incerto, a gestão do RFA Incentivado vem adotando uma postura mais conservadora desde o mês anterior, mantendo um percentual maior de caixa (próximo de 20%) e reduzindo ainda mais a duration da carteira de crédito — de 3,74 para 3,54 anos. Além disso, foram zeradas posições muito longas que já haviam apresentado um fechamento expressivo nos spreads de crédito, como no caso da Vports.

Apesar do caixa elevado, o giro da carteira tem preservado um carregamento atrativo para o fundo (CDI + 0,88%), uma vez que a carteira de crédito segue com um carregamento de CDI + 1,13%.

NOSSOS FUNDOS

Fundo	Cota	Mês	Ano	Desde Início*	PL do Fundo	PL da estratégia**
Tenax Acoes FIC FIA	1,18752	7,13%	7,13%	18,75%	192,82	253,47
Tenax Total Return FIC FIM	1,08029	3,83%	3,83%	8,03%	68,16	87,77
Tenax Icatu Total Return Prev FIE	1,06676	2,12%	2,12%	6,68%	2,18	87,77
Tenax Macro FIC FIM	1,20017	0,99%	0,99%	20,02%	297,25	297,25
Tenax RFA Yield LP	1,73524	1,05%	1,05%	14,02%	67,74	67,74
Tenax RFA Incentivado FIC RF CRPR LP	1,11414	1,11%	1,11%	11,41%	75,70	129,06

PL Total da Gestora

863

ÍNDICES E BENCHMARKS

CDI	1,01%	1,01%
IBOVESPA	4,86%	4,86%
IPCA + YIELD IMA-B	0,92%	0,92%

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

** Início dos fundos Macro, TR e Ações: 25/02/2022 / Renda Fixa: 30/06/2023 / TR Prev: 01/11/2023 / RFA Incentivado: 29/02/2024



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

AVISOS LEGAIS

A TENAX CAPITAL LTDA. ("TENAX") é uma sociedade devidamente autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") para o exercício da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários na categoria "gestor de recursos". O conteúdo aqui veiculado possui caráter exclusivamente informativo, reproduz a opinião pessoal dos gestores e demais membros da equipe de gestão da TENAX e/ou está baseado em dados publicamente disponíveis. A TENAX não comercializa e nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. O conteúdo não caracteriza e não deve ser entendido como recomendação de investimento, análise de valores mobiliários, oferta de venda ou distribuição de quaisquer ativos. Para investir nos fundos sob gestão da TENAX, o investidor deve iniciar relacionamento junto aos distribuidores/plataformas autorizados e buscar assessoramento sobre a adequação do investimento ao seu perfil.



A rentabilidade passada ou histórica de fundos não representa garantia de rentabilidade futura. Eventual referência à rentabilidade não é líquida de tributos. A rentabilidade ajustada considera o reinvestimento dos dividendos, juros sobre capital próprio ou outros rendimentos advindos de ativos financeiros que integrem a carteira do Fundo repassados diretamente ao cotista. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, do custodiante ou de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A utilização de índices comparativos de rentabilidade que não sejam benchmark descrito no regulamento do fundo devem ser interpretados e considerados como mera referência econômica e não vinculativa. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.

Fundos de investimento que podem realizar aplicações em ativos financeiros no exterior e/ou utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento, podem incorrer em perdas patrimoniais significativas para seus cotistas, inclusive a perda de mais do que o capital investido e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Fundos de investimento que investem em crédito privado podem estar sujeitos a risco de perda substancial do patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes da sua carteira. A utilização de índices comparativos de rentabilidade que não sejam benchmark descrito no regulamento do fundo devem ser interpretados e considerados como mera referência econômica e não vinculativa.

Fundos de investimento podem estar expostos à significativa concentração em ativos financeiros de poucos emissores, variação cambial e outros riscos não mencionados neste material. Neste sentido, é recomendado ao investidor a leitura cuidadosa do regulamento e de outros documentos do fundo de investimento antes de aplicar seus recursos, especialmente da seção "Fatores de Risco".

Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Verifique a data de início das atividades dos fundos. Os documentos podem ser acessados em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br> > Fundos de Investimento > Fundos Registrados

A TENAX não se responsabiliza pela exatidão ou completude das informações ou pela publicação acidental de dados incorretos, omissões ou pelo uso de tais informações. As informações, conclusões e análises apresentadas podem sofrer alteração a qualquer momento e sem aviso prévio. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído para terceiros, total ou parcialmente, sem a expressa concordância da TENAX Capital. Para mais informações acerca de todos os avisos legais exigidos pela CVM e pela ANBIMA, documentos do fundo e informações institucionais da TENAX, acessar: <https://www.tenax.capital/>