

Carta do Gestor – Fundos de Crédito

Abril 2022

Carta do Gestor

Resumo:

Nas últimas semanas, tem se consolidado entre os agentes do mercado a perspectiva de mudança de regime econômico. O atual ciclo persiste consideravelmente diverso daquele posterior à crise financeira de 2008 e consistente com taxas de juros menos estimulativas. O consequente balanço de políticas econômicas e os impactos dos choques de curto prazo, entretanto, permanecem incertos. Dessa forma, a resultante tem sido de continuidade da volatilidade dos mercados internacionais. No ano, os ativos financeiros latino-americanos continuam apresentando performance superior aos de emergentes em geral, dada a valorização das *commodities*, embora esse movimento tenha sido parcialmente revertido em abril. Quanto ao crédito local, o mercado primário desacelerou, enquanto a captação dos fundos independentes continuou em patamares elevados.

No mês de abril, a rentabilidade do BOCOM BBM Corporate Credit High Yield foi de 0,91%, ante um CDI de 0,83% no período. No ano de 2022, a rentabilidade acumulada foi de 3,90%, contra 3,28% do CDI. A rentabilidade acumulada desde o início é de 20,20%, contra 10,84% do CDI.

O BOCOM BBM Corporate Credit, por sua vez, obteve desempenho de 0,84% no mês, contra 0,83% do CDI. No ano de 2022, a rentabilidade acumulada foi de 3,64%, contra 3,28% do CDI. A rentabilidade acumulada desde o início é de 15,85%, contra 10,84% do CDI.

Introdução:

No mercado de crédito local, abril apresentou desaceleração no mercado primário, com continuidade do ritmo no mercado secundário. Os volumes totalizaram, respectivamente, cerca de R\$ 17 bilhões e R\$ 20 bilhões. A captação líquida da nossa amostra de fundos de crédito privado independentes continuou no mesmo patamar dos últimos meses, em R\$ 3,7 bilhões. Em geral, portanto, os ritmos de captação e negociação no secundário têm apresentado continuada elevação de nível, enquanto as emissões primárias, na margem, podem ser limitadas pela relevante antecipação de operações, ocorrida em 2021.

No caso do mercado *offshore*, houve abertura marginal de 3 pontos-base nos *spreads over treasuries* de títulos corporativos de mercados emergentes, com movimentos mais significativos em títulos latino-americanos, que abriram cerca de 18 pontos-base nos *spreads*. O índice CEMBI Broad teve performance de -2,1% em abril, puxado pela queda de -3,5% em bonds Latam – coerente com as quedas nos preços das commodities no mês.

Comentários do Gestor:

O último mês de abril consolidou a perspectiva de mudança de regime econômico no balanço de expectativas dos agentes do mercado. A curto prazo, a demanda agregada muito aquecida, conjugada à oferta em ritmo insuficiente, gera fortes pressões inflacionárias. O cenário de recuperação persiste consideravelmente diverso do observado na década posterior à crise financeira global de 2008. Com maior inflação e rápido fechamento do hiato do produto, há necessidade de tempestivo ajuste da política monetária. Essa dinâmica firmou as expectativas de aceleração do direcionamento *hawkish* do Federal Reserve, que, de gradativa desde meados de 2021, tornou-se categórica em abril. Adiante, torna-se cada vez mais relevante o debate acerca da taxa terminal e da viabilidade do chamado pouso suave da economia americana.

O início do programa de vendas de ativos pela autoridade monetária americana adicionará pressões técnicas sobre os vértices da curva de juros e sobre as taxas de financiamentos de hipotecas, o que poderá desacelerar o setor imobiliário do país. Por outro lado, há também indícios de que os próximos passos da política fiscal americana serão em direção ao contracionismo. O presidente dos EUA tem defendido, na margem, a redução do déficit fiscal, ao passo que, por outro lado, uma eventual vitória republicana nas próximas eleições parlamentares – que atualmente é consenso entre analistas políticos – também implicaria maior probabilidade de restrições fiscais. Além disso, a desaceleração do crescimento chinês pela continuidade da crise sanitária da Covid-19, concomitante a maiores restrições nas cadeias de oferta, é mais um impulso estagflacionário.

Dessa forma, com a perspectiva de conjunção de contracionismos monetário e fiscal, paralelamente a eventos geradores de incertezas, há riscos à atividade nos EUA e no mundo, embora a demanda agregada e o mercado de trabalho persistam aquecidos a curto prazo. Isso leva a incertezas acerca da taxa terminal do ajuste de política monetária nos EUA e de quais serão os aspectos fundamentais de um regime econômico com inflação mais elevada. Consequentemente, o mercado tem realizado movimentos de *short duration*, com *outperformances* relativas em *treasuries* de prazos mais curtos e ações de *value*, o que indica reduções da exposição à volatilidade na renda fixa global. De março a abril, os juros reais de 10 anos da TIPS dos EUA abriram 100 pontos-base, por exemplo. Em abril, os *yields* nominais das *treasuries* abriram entre 40 a 60 pontos-base, com aumento da inclinação entre os vértices de 2 e 10 anos em 20 pontos-base. O movimento global de *sell-off* e o aumento de volatilidade atingiram tanto os ativos de renda fixa quanto os de renda variável, enquanto, em paralelo, o dólar apreciou perante as demais moedas do mundo.

No cenário doméstico, a maior parte do grau de elevação das restrições monetárias já foi aplicada pelo COPOM. Embora o BCB esteja nas fases finais do ajuste de política monetária, há incertezas sobre os próximos passos da autarquia, dada a continuidade das pressões inflacionárias no Brasil e o já elevado grau de aperto monetário – cujos impactos sobre a economia ainda serão integralmente efetivados nos próximos períodos. A continuidade dos juros elevados – que restringirá o ritmo de recuperação da atividade – dependerá da velocidade de desinflação no Brasil. Caso as pressões globais se mantenham, é provável que tenhamos um cenário de juros mais altos por mais tempo, o que poderá sustentar o BRL e os fluxos de portfólio ao mercado doméstico. Em âmbito geral, persiste a *outperformance* relativa do Brasil frente aos pares emergentes, que tem sido relevante desde a virada do ano.

No mercado de crédito doméstico, as emissões de debêntures desaceleraram marginalmente para um volume de, aproximadamente, R\$ 17 bilhões no mês. Diversas companhias anteciparam emissões em 2021 – principalmente no 2º semestre – de forma a evitar potenciais elevações nos prêmios de risco durante o período eleitoral. Até agosto, o mercado de crédito poderá continuar relativamente aquecido, embora a níveis mais contidos que durante o último ano.

A captação líquida da nossa amostra de fundos de crédito independentes, por sua vez, manteve-se na média dos 3 meses anteriores, em R\$ 3,7 bilhões. Esse ritmo também é próximo do apresentado ao longo de 2021, o que demonstra a continuidade dos fluxos de aportes para a renda fixa corporativa. As negociações definitivas no mercado secundário, por outro lado, continuaram em aproximadamente R\$ 20 bilhões, valor cerca de 82% maior que o apresentado em abril de 2021, sustentando a tese de elevação de patamar das negociações do mercado de crédito. Os *spreads* CDI+ das debêntures AAA, contudo, fecharam o mês no mesmo nível de março, próximos de 1,39%. Setorialmente, porém, ocorreram divergências quanto à relativa estabilidade do mercado de crédito em geral, sobretudo em varejo discricionário e construção civil, que apresentaram aberturas de *spreads*.

Quanto ao mercado de crédito *offshore*, o índice de títulos corporativos de mercados emergentes, o CEMBI, variou negativamente em -2,1% em abril, puxado pela queda de -3,5% em títulos de países da América Latina. Os *spreads over treasuries* e os *yields* abriram 3 bps e 55 bps, respectivamente, enquanto as variações foram de 18 e 72 pontos-base no caso de títulos latino-americanos. Houve, portanto, uma pequena reversão da *outperformance* da região em relação aos demais emergentes – coerente com os movimentos de queda nas *commodities* a curto prazo. Em relação ao fluxo técnico, foram emitidos USD 24,7 bilhões em *corporate bonds* de mercados emergentes – sendo USD 2,6 bilhões de *bonds Latam* –, enquanto os fundos de investimentos dedicados a esse mercado tiveram resgates líquidos na ordem de USD 4,5 bilhões. A desaceleração de emissões de *bonds*, constatada nesses últimos meses, é comum em momentos de aberturas de *spreads*.

Nossa Estratégia:

De acordo com o cenário descrito ao longo da carta, ocorreu uma reversão parcial da *outperformance* relativa que os *bonds* latino-americanos têm apresentado durante este ano, conjuntamente às quedas nos preços das *commodities*. O panorama geral, contudo, considerando os termos de troca e os fluxos internacionais de portfólio, dados os diferenciais de juros, continua favorável às economias da América Latina. Em particular, o Brasil tem continuado a apresentar indicadores econômicos positivos e trajetória de redução marginal do risco. Dessa forma, as aberturas de *spreads* em *bonds* brasileiros criaram oportunidades para elevação das posições no nosso *book* de *bonds offshore*, ainda visando *trades* oportunistas e táticos com risco-retorno ajustado.

Quanto ao *book* de ativos locais, persistimos no processo de depuração e seleção criteriosa de oportunidades em crédito privado. O ambiente econômico corrente de inflação e juros elevados tende a prejudicar o consumo privado doméstico e a concessão de crédito às famílias. Dessa maneira, reduzimos posições em varejo discricionário e construção civil, setores com maior fragilidade relativa a esse cenário. No portfólio como um todo, buscamos maior exposição a exportadores de *commodities* e companhias da cadeia do setor primário – ambos bem posicionados microeconomicamente –, além de posições em setores mais defensivos e de maior qualidade relativa.

Atribuição de Resultados – Abril 2022

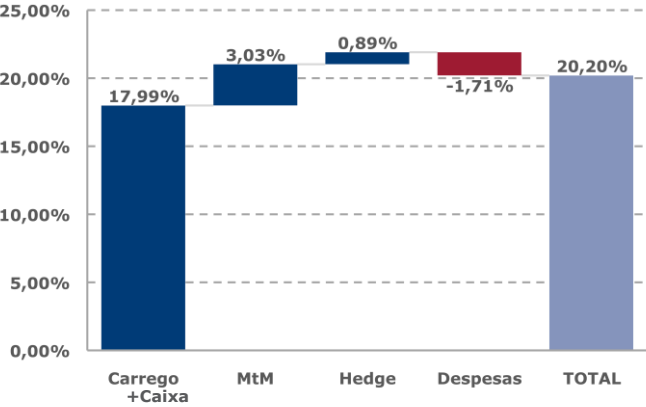
Em Abril, o fundo obteve retorno de 0,91%, o equivalente a 109% do CDI. O resultado positivo no mês pode ser explicado pelos ganhos de carregos dos ativos locais. Os TVMs MY/HY se destacaram com contribuição total de 0,46%. O fundo encerrou o mês com 11,03% de caixa, 128 ativos em carteira de 94 emissores distintos, taxa de carregos da carteira (antes de custos) equivalente a CDI+ 2,68% e *duration* de 2,33 anos.

No mês, as principais contribuições positivas vieram das debêntures Nows11 (0,04%), RAGH11 (0,03%) e ENBP12 (0,03%). O principal destaque negativo veio da debênture TEND19 (-0,07%).

Atribuição de Resultados – Consolidado

High Yield	abr/22	2022	Desde o Início
Carregos ⁵	0,95%	3,69%	16,91%
MtM ⁶	-0,13%	-0,39%	3,03%
Var. Cambial/Hedge ⁸	0,08%	0,51%	0,89%
Caixa	0,10%	0,42%	1,09%
Despesas	-0,08%	-0,34%	-1,71%
TOTAL	0,91%	3,90%	20,20%

Apuração de Resultados Desde o Início



Atribuição de Resultados – Por Estratégia

High Yield	abr/22	2022	Desde o início
Onshore	0,86%	3,46%	15,35%
LF/DPGE	0,04%	0,09%	0,09%
Carregos	0,04%	0,09%	0,09%
MtM	0,00%	0,00%	0,00%
Hedge	0,00%	0,00%	0,00%
TVM HG	0,18%	0,80%	4,53%
Carregos	0,17%	0,85%	4,14%
MtM	0,01%	-0,04%	0,45%
Hedge	0,00%	-0,01%	-0,06%
TVM MY/HY	0,46%	1,91%	8,87%
Carregos	0,54%	1,90%	8,63%
MtM	-0,04%	0,15%	0,36%
Hedge	-0,04%	-0,14%	-0,12%
CCB	0,18%	0,66%	1,86%
Carregos	0,17%	0,67%	2,22%
MtM	0,01%	-0,02%	-0,43%
Hedge	0,00%	0,00%	0,07%
Offshore	0,03%	0,36%	5,47%
Bond	0,03%	0,36%	5,47%
Carregos	0,04%	0,18%	1,83%
MtM	-0,12%	-0,47%	2,65%
Var. Cambial/Hedge	0,12%	0,66%	0,99%
Caixa	0,10%	0,42%	1,09%
Despesas	-0,08%	-0,34%	-1,71%
TOTAL	0,91%	3,90%	20,20%

^{1,2} TVMs HG/MY/HY: Título e Valor Mobiliário é um título de crédito com características e direitos padronizados sujeitos às regras e à fiscalização da CVM que costuma ser classificado pelo mercado a partir do nível de spread, high grade (HG), mid yield (MY) e high yield (HY).

³ CCB: Cédula de Crédito Bancário é um título de crédito emitido por devedores de instituições financeiras no âmbito do Sistema Financeiro Nacional (SFN).

⁴ Bond: é um título de dívida emitido por empresas ou governo denominado em moeda estrangeira e negociado fora do mercado local.

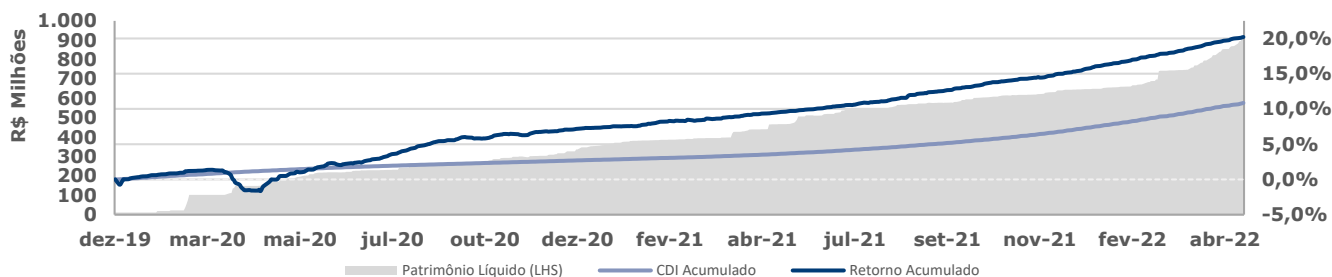
⁵ Carregos: Ganho que representa o retorno esperado dos ativos, composto pelo incremento diário do CDI e do spread de crédito negociado a mercado

⁶ MtM: Market to Market. Ganho ou perda a partir da oscilação do spread de crédito negociado a mercado.

⁷ Hedge: resultado atribuído a operações com derivativos que visam remover os riscos de mercado (oscilação da curva de juros nominais e juros reais), isolando o spread de crédito.

⁸ Var. Cambial/Hedge: resultado da variação cambial dos bonds somado ao resultado atribuído a operações com derivativos que visam remover os riscos de mercado (variação cambial e oscilação da curva de cupom cambial), isolando o spread de crédito.

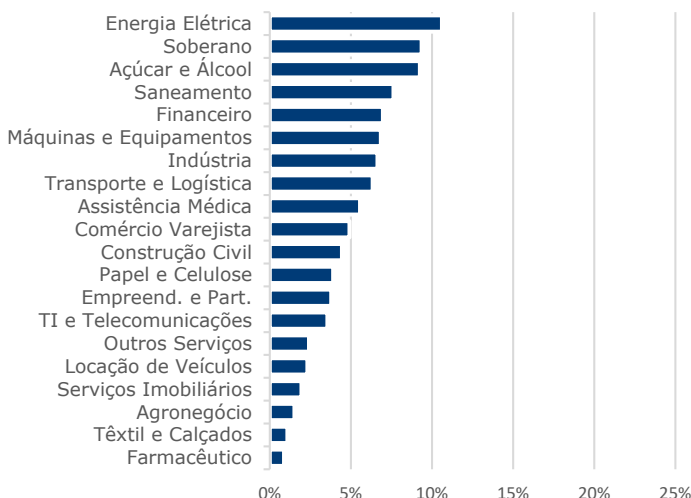
Performance



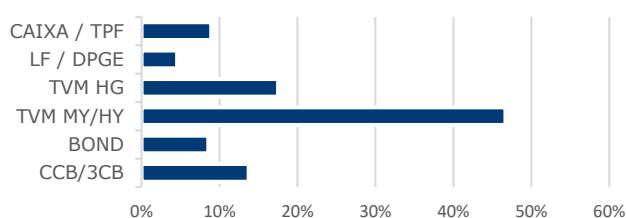
		Jan	mar	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum.
2022	Fundo	0,93%	0,90%	1,11%	0,91%									3,90%	20,20%
	% CDI	126%	120%	120%	109%									119%	186%
	CDI	0,73%	0,75%	0,92%	0,83%									3,28%	10,84%
2021	Fundo	0,31%	0,53%	0,41%	0,54%	0,47%	0,55%	0,55%	1,07%	0,71%	0,75%	0,54%	1,02%	7,72%	15,69%
	% CDI	206%	390%	209%	261%	173%	180%	156%	249%	161%	157%	92%	134%	176%	214%
	CDI	0,15%	0,13%	0,20%	0,21%	0,27%	0,31%	0,36%	0,43%	0,44%	0,48%	0,59%	0,76%	4,40%	7,32%
2020	Fundo	1,42%	0,52%	-2,23%	1,51%	1,26%	0,62%	1,58%	1,39%	0,34%	0,45%	0,67%	0,40%	8,17%	7,40%
	% CDI	378%	175%	-	531%	527%	289%	813%	864%	220%	287%	447%	243%	295%	264%
	CDI	0,38%	0,29%	0,34%	0,28%	0,24%	0,22%	0,19%	0,16%	0,16%	0,16%	0,15%	0,16%	2,77%	2,80%

Concentração

CONCENTRAÇÃO POR SETOR



CONCENTRAÇÃO POR PRODUTO



ESTATÍSTICAS

Concentração Média	1,00%
5 Maiores	15,09%
Maior Concentração	4,58%
5 Menores	0,38%
Menor Concentração	0,04%
Duration Média	2,39

INFORMAÇÕES GERAIS

Público Alvo	Investidor Qualificado	PL Atual	R\$ 911.455.025
Investimento Inicial	Não há	PL Médio	R\$ 646.739.149
Saldo Mínimo	Não há	Taxa de Administração	1,00% a.a.
Movimentação Mínima	Não há	Taxa de Administração Máxima	1,20% a.a.
Aplicação	D+0	Taxa de Performance	Não possui
Resgate (conversão)	D+180	Administrador	BEM -DTVM Ltda
Resgate (pagamento)	1º dia útil após conversão	Custodiante	Banco Bradesco S.A.
Início do Fundo	27/12/2019	Auditor	PricewaterhouseCoopers
CNPJ	34.799.129/0001-23	Classificação ANBIMA	Multimercado Livre

BOCOM BBM Corporate Credit

Atribuição de Resultados – Abril 2022

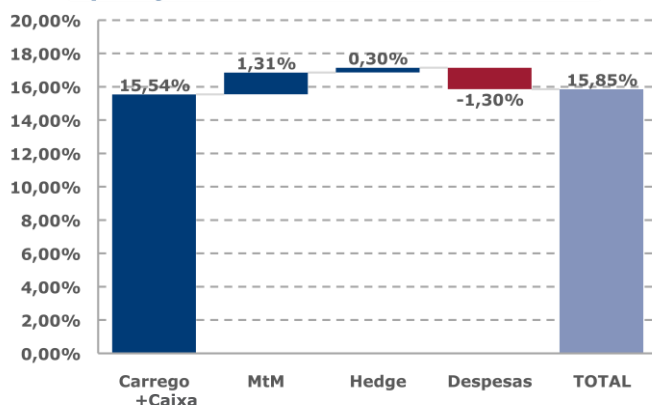
Em Abril, o fundo obteve retorno de 0,84%, o equivalente a 100% do CDI. O resultado positivo no mês pode ser explicado pelos ganhos de carregamento dos ativos locais. Os TVMs HG se destacaram com contribuição total de 0,31%. O fundo encerrou o mês com 15,58% de caixa, 117 ativos em carteira de 87 emissores distintos, taxa de carregamento da carteira (antes de custos) equivalente a CDI+ 1,96% e *duration* de 2,17 anos.

No mês, as principais contribuições positivas vieram das debêntures Nows11 (0,02%), RAGH11 (0,02%) e da CCCB de Balda (0,02%). O principal destaque negativo veio da debênture TEND19 (-0,11%).

Atribuição de Resultados – Consolidado

Corporate Credit	abr/22	2022	Desde o Início
Carregamento ⁵	0,86%	3,29%	13,68%
MtM ⁶	-0,11%	-0,21%	1,31%
Var. Cambial/Hedge ⁸	0,00%	0,19%	0,30%
Caixa	0,15%	0,68%	1,86%
Despesas	-0,07%	-0,30%	-1,30%
TOTAL	0,84%	3,64%	15,85%

Apuração de Resultados Desde o Início



Atribuição de Resultados – Por Estratégia

Corporate Credit	abr/22	2022	Desde o início
Onshore	0,75%	3,15%	14,75%
LF/DPGE	0,07%	0,30%	1,21%
Carregamento	0,07%	0,26%	1,73%
MtM	-0,01%	0,02%	-0,82%
Hedge	0,01%	0,03%	0,31%
TVM HG	0,31%	1,24%	7,64%
Carregamento	0,29%	1,25%	5,97%
MtM	0,02%	0,00%	1,96%
Hedge	0,00%	-0,02%	-0,29%
TVM MY/HY	0,26%	1,25%	5,42%
Carregamento	0,37%	1,34%	5,08%
MtM	-0,07%	-0,03%	0,30%
Hedge	-0,04%	-0,07%	0,03%
CCB	0,11%	0,36%	0,49%
Carregamento	0,11%	0,37%	0,52%
MtM	0,00%	-0,01%	-0,03%
Hedge	0,00%	0,00%	0,00%
Offshore	0,00%	0,12%	0,53%
Bond	0,00%	0,12%	0,53%
Carregamento	0,02%	0,07%	0,38%
MtM	-0,05%	-0,20%	-0,10%
Var. Cambial/Hedge	0,03%	0,25%	0,25%
Caixa	0,15%	0,68%	1,86%
Despesas	-0,07%	-0,30%	-1,30%
TOTAL	0,84%	3,64%	15,85%

¹ LF / DPGE: Letra Financeira e Depósito a Prazo com Garantia Especial são títulos de renda fixa emitidos por instituições financeiras com a finalidade de captar recursos de longo prazo.

^{2,3} TVMs HG/MY/HY: Título e Valor Mobiliário é um título de crédito com características e direitos padronizados sujeitos às regras e à fiscalização da CVM que costuma ser classificado pelo mercado a partir do nível de spread, high grade (HG), mid yield (MY) e high yield (HY).

⁴ CCB: Cédula de Crédito Bancário é um título de crédito emitido por devedores de instituições financeiras no âmbito do Sistema Financeiro Nacional (SFN).

⁵ Bond: é um título de dívida emitido por empresas ou governo denominado em moeda estrangeira e negociado fora do mercado local.

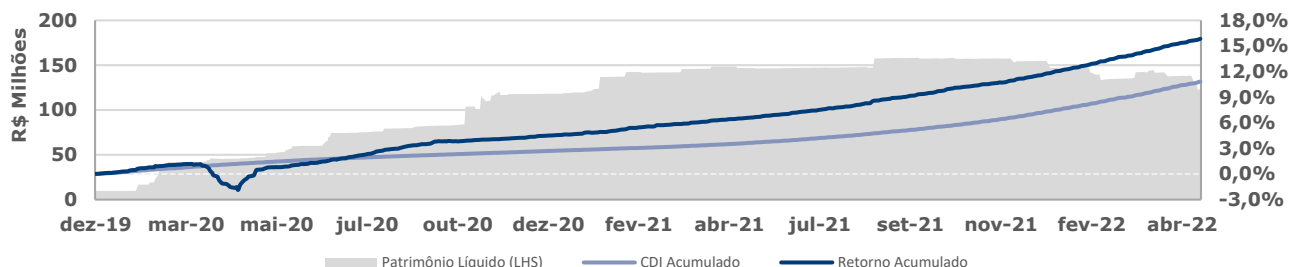
⁶ Carregamento: Ganho que representa o retorno esperado dos ativos, composto pelo incremento diário do CDI e do spread de crédito negociado a mercado.

⁷ MtM: Market to Market. Ganho ou perda a partir da oscilação do spread de crédito negociado a mercado.

⁸ Hedge: resultado atribuído a operações com derivativos que visam remover os riscos de mercado (oscilação da curva de juros nominais e juros reais), isolando o spread de crédito.

⁹ Var. Cambial/Hedge: resultado da variação cambial dos bonds somado ao resultado atribuído a operações com derivativos que visam remover os riscos de mercado (variação cambial e oscilação da curva de cupom cambial), isolando o spread de crédito.

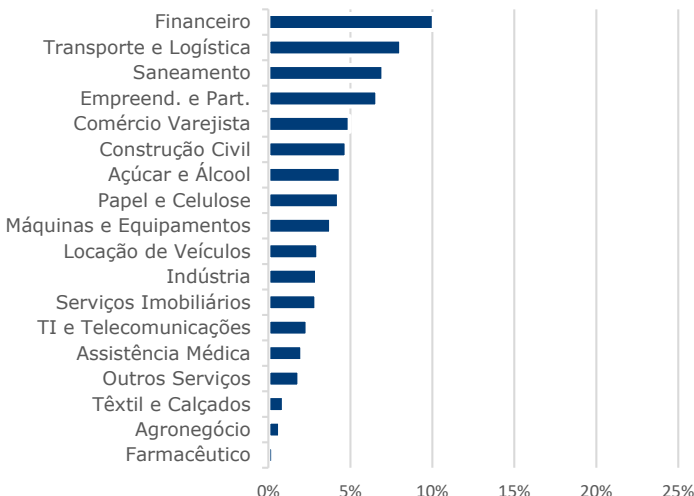
Performance



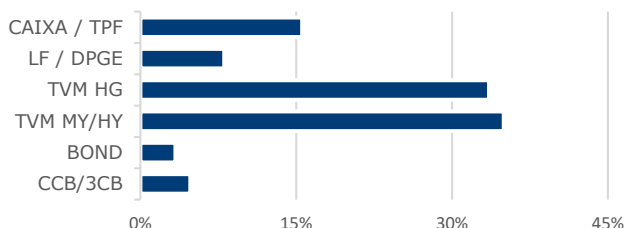
		Jan	mar	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum.
2022	Fundo	0,85%	0,88%	1,03%	0,84%									3,64%	15,85%
	%CDI	116%	117%	111%	100%									111%	146%
	CDI	0,73%	0,75%	0,92%	0,83%									3,28%	10,84%
2021	Fundo	0,36%	0,50%	0,40%	0,40%	0,39%	0,50%	0,50%	0,84%	0,59%	0,70%	0,52%	0,89%	6,79%	11,77%
	%CDI	240%	373%	204%	193%	145%	161%	140%	196%	134%	145%	89%	116%	155%	161%
	CDI	0,15%	0,13%	0,20%	0,21%	0,27%	0,31%	0,36%	0,43%	0,44%	0,48%	0,59%	0,76%	4,40%	7,32%
2020	Fundo	0,61%	0,41%	-1,69%	1,12%	0,55%	0,62%	0,95%	0,72%	0,45%	0,22%	0,28%	0,30%	4,61%	4,66%
	%CDI	162%	138%	-	394%	230%	287%	487%	449%	289%	141%	185%	181%	166%	166%
	CDI	0,38%	0,29%	0,34%	0,28%	0,24%	0,22%	0,19%	0,16%	0,16%	0,16%	0,15%	0,16%	2,77%	2,80%

Concentração

CONCENTRAÇÃO POR SETOR



CONCENTRAÇÃO POR PRODUTO



ESTATÍSTICAS

Concentração Média	1,02%
5 Maiores	15,73%
Maior Concentração	5,98%
5 Menores	0,64%
Menor Concentração	0,03%
Duration Média	2,18

INFORMAÇÕES GERAIS

Público Alvo	Geral
Investimento Inicial	Não há
Saldo Mínimo	Não há
Movimentação Mínima	Não há
Aplicação	D+0
Resgate (conversão)	D+30
Resgate (pagamento)	1º dia útil após conversão
Início do Fundo	27/12/2019
CNPJ	34.799.186/0001-02

PL Atual	R\$ 122.948.783
PL Médio	R\$ 147.725.296
Taxa de Administração	0,70% a.a.
Taxa de Administração Máxima	0,90% a.a.
Taxa de Performance	Não possui
Administrador	BEM -DTVM Ltda
Custodiante	Banco Bradesco S.A.
Auditor	PricewaterhouseCoopers
Classificação ANBIMA	Multimercado Livre

Este material é de caráter exclusivamente informativo e não deve ser considerado como recomendação de investimento ou oferta de compra ou venda de cotas do fundo. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir, com especial atenção para as cláusulas relativas ao objetivo e à política de investimento do fundo, bem como para as disposições acerca dos fatores de risco a que o fundo está exposto, antes da tomada de qualquer decisão de investimento. Os métodos utilizados pelo gestor para gerenciar os riscos a que o fundo se encontra sujeito não constituem garantia contra eventuais perdas patrimoniais que possam ser incorridas pelo fundo. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor ou do Fundo Garantidor de Crédito (FGC). O presente material foi preparado de acordo com informações necessárias ao atendimento das normas e melhores práticas emanadas pela CVM e ANBIMA.

