

Carta do Gestor – Fundos de Crédito

Outubro 2022

Carta do Gestor

Resumo:

O contraste dos resultados econômicos de diversas regiões do mundo com os dos EUA tem levado a divergências de posicionamentos de política econômica. Ao mesmo tempo, dado o maior custo de oportunidade no mercado americano - com *treasuries* de baixa *duration* apresentando *yields* consistentemente acima de 3% ao ano -, o cenário para as demais economias se fragiliza. São amplificados, por consequência, movimentos de aversão a risco em reação a erros e distorções advindos de políticas econômicas incompatíveis com o atual ambiente macroeconômico. No Brasil, a trajetória de curto prazo da economia continua favorável, com desempenho mais positivo que o de diversas outras economias, enquanto investidores aguardam direcionamentos sobre políticas econômicas do próximo quadriênio. No mercado de crédito, a estabilidade da dinâmica favorável prossegue, com recuperação dos aportes em fundos e continuidade do nível elevado de emissões primárias e negociações no secundário.

No mês de setembro, a rentabilidade do BOCOM BBM Corporate Credit High Yield foi de 0,75%, ante um CDI de 1,02% no período. No ano de 2022, a rentabilidade acumulada foi de 11,76%, contra 10,00% do CDI. A rentabilidade acumulada desde o início é de 29,30%, contra 18,06% do CDI.

O BOCOM BBM Corporate Credit, por sua vez, obteve desempenho de 1,03% no mês, contra 1,02% do CDI. No ano de 2022, a rentabilidade acumulada foi de 11,31%, contra 10,00% do CDI. A rentabilidade acumulada desde o início é de 24,42%, contra 18,06% do CDI.

Introdução:

No mercado de crédito local, a estabilidade da dinâmica favorável prossegue: no mês, os volumes de emissões no mercado primário e de negociações no mercado secundário foram próximos da média mensal do ano, a R\$ 22 bilhões e R\$ 20 bilhões, respectivamente. A captação líquida dos fundos de crédito se recuperou, totalizando, na nossa amostra, R\$ 2,3 bilhões no mês. A estabilidade nos *spreads* de debêntures AAA persiste no nível de 1,40%, enquanto o movimento de fechamento médio de 5 pontos-base em ativos de menor *rating* e maiores *spreads* continuou.

A dinâmica favorável no mercado doméstico se contrapõe ao mercado de *bonds offshore*, que apresenta o menor fluxo de emissões primárias dos últimos 10 anos. O CEMBI Broad teve performance de -2,8% em outubro, com abertura de 51 pontos-base nos *spreads over treasuries*. Os fluxos de oferta de EM *corporate bonds* foi de USD 15 bilhões no mês, 70% abaixo do nível histórico para outubro, enquanto os fluxos de recompras seguem relevantes entre os *bonds* corporativos, em meio a trocas de dívida externa por endividamento em moedas locais por companhias de diversos países.

Comentários do Gestor:

O contraste dos resultados econômicos de diversas regiões do mundo com os dos EUA foi ressaltado durante o último mês, com o vigor da demanda agregada americana continuando a sustentar a atividade econômica do país. Os indicadores econômicos mostraram resiliência do consumo das famílias, com o mercado de trabalho ainda consideravelmente aquecido e continuidade do processo de alteração do mix de consumo de bens para serviços, fatores que sustentam uma relevante inflação de demanda. Em outros países, por outro lado, particularmente os europeus, a inflação de custos tem sido predominante, acompanhada de fraqueza do crescimento econômico. Tais divergências levam, por consequência, a posicionamentos distintos dos *policy makers* dessas economias.

No caso americano - notadamente, o Federal Reserve -, as reações ao longo do ano foram na direção de elevação tempestiva da *fed funds rate*, com redução gradativa dos ativos do balanço patrimonial da autoridade monetária: ambas políticas contracionistas. Ao mesmo tempo, os membros do FOMC têm reforçado o posicionamento contracionista, na tentativa de ancorar as expectativas dos agentes econômicos para os períodos à frente, apesar da elevada volatilidade do curto prazo, e de manter as condições financeiras restritivas. Na margem, há posicionamentos indicativos de desaceleração do ritmo de aumento da taxa básica de juros associada à sua manutenção em patamares mais elevados e por mais tempo.

A resultante é a construção de um cenário com redução de liquidez e aumento da disponibilidade de *treasuries* e ativos de *money market* nos EUA com baixa *duration*, *yields* persistentemente acima de 3% ao ano e limitado risco de mercado - o que não ocorria desde o período anterior à crise de 2008. Ao longo do ano, e diante das elevadas incertezas econômicas, ocorreu um forte movimento de *flight to safety*, com redução das alocações em ativos de risco nos mercados financeiros globais e elevação de posições em dólar aplicadas nos ativos de *money market* dos EUA.

Esse efeito agrava o cenário para as demais economias por meio de dois canais. A depreciação cambial frente ao dólar tem efeitos de primeira ordem inflacionários por encarecer as importações, enquanto há estagnação da atividade econômica e dificuldades para a adoção de políticas monetárias fortemente restritivas. O segundo canal, dado o maior custo de oportunidade, é o da intensificação de reações dos mercados financeiros a erros, distorções e incongruências advindos de políticas econômicas incompatíveis com o atual ambiente macroeconômico. Essa dinâmica de alocação de ativos, porém, implica

um ambiente técnico com potenciais sensibilidades a surpresas e mudanças positivas em eventos geopolíticos ou na política monetária americana, dado o elevado nível de caixa dos investidores internacionais.

No cenário doméstico, o *risk-on* e a valorização dos ativos de risco foram predominantes, sobretudo em reação aos resultados de ambos os turnos das eleições, que foram os eventos de maior relevância no mês. Todavia, persistem as incertezas acerca do direcionamento de políticas econômicas para o próximo quadriênio, o que pode fragilizar a credibilidade dos *policy makers*. Atualmente, a atividade econômica brasileira continua com dinâmica de curto prazo favorável, sustentada pela redução do desemprego e pelo crescimento do setor de serviços. A longo prazo, entretanto, problemas acerca da produtividade devem ser resolvidos - ou seja, é preponderante que reformas estruturais continuem a ser implementadas, seja em âmbito macro ou microeconômico, e tendo sempre em vista a sustentabilidade da dívida pública. Isso torna-se consideravelmente mais pertinente dado o atual ambiente internacional, pouco leniente com erros de política econômica.

No mercado de crédito *offshore*, o índice de *bonds* de companhias de mercados emergentes, o CEMBI Broad, teve variação de -2,8%, com abertura de 51 pontos-base nos *spreads*. Na abertura regional, no entanto, os títulos latino-americanos e brasileiros continuam em *outperformance*, sobretudo em relação a títulos de países asiáticos. Tem havido menor visibilidade sobre a trajetória macroeconômica daquela região, enquanto o ciclo de *commodities* e a estabilidade geopolítica favorecem a América Latina e, particularmente, o Brasil, que está bem posicionado, principalmente caso tenha direcionamento para a resolução dos obstáculos de longo prazo.

As emissões primárias de EM *corporate bonds* totalizaram USD 15 bilhões no mês, sendo cerca de 70% menores que a média histórica para outubro. Com isso, 2022 segue tendo o menor volume de emissões de EM *bonds* dos últimos 10 anos, o que é condizente com o cenário desafiador de maior incerteza, menor liquidez e maior custo de oportunidade. Por outro lado, as recompras alcançaram seu maior volume no ano, com destaque, dentre os EMs, para títulos latino-americanos, representando 1/3 do total. A dinâmica de troca de dívidas externas por locais, em mercados de crédito domésticos, por sua vez, segue relevante, em contraste com outros momentos de crise e restrição de liquidez.

No caso brasileiro, houve queda de aproximadamente 60% das emissões de títulos corporativos denominados em dólar - variação similar à de outros EM *corporate bonds*. Por outro lado, houve crescimento de cerca de 15% das emissões denominadas em BRL. Esse aumento das ofertas locais se dá conjuntamente ao crescimento da demanda, com fortes fluxos de captação de recursos e do número e porte dos fundos de crédito - o que fundamenta uma dinâmica favorável e positiva para o desenvolvimento desse mercado.

Neste último mês, o fluxo de emissões primárias de debêntures foi estável em relação aos meses anteriores e à média de 2022, atingindo R\$ 22 bilhões. As negociações definitivas de debêntures no mercado secundário totalizaram R\$ 18 bilhões, também próximas do patamar de cerca de R\$ 20 bilhões mensais atingido em meados de 2021.

Nossa amostra de fundos de crédito, por sua vez, teve captação líquida de R\$ 2,3 bilhões, recuperando-se da desaceleração ocorrida em setembro. Como consequência dessa dinâmica, os spreads das debêntures *high grade* AAA seguem estáveis em torno de 1,40%, enquanto os ativos de menor *rating* continuaram o movimento de 5 pontos-base de fechamento - similarmente aos últimos 3 meses.

Nossa Estratégia:

No mercado *offshore*, uma grande parcela do universo de *bonds* de companhias brasileiras está em níveis de preços com *spreads* comprimidos. No ano, conforme já mencionado, o Brasil tem sido destaque entre os países emergentes, dada sua posição geopolítica e seu cenário macroeconômico doméstico, o que, consequentemente, atrai fluxos de capital. No mês, realizamos alocações táticas nessa classe de ativos, aproveitando momentos de recuperação de ativos de risco. Porém, continuamos com exposição reduzida nesse *book*, aguardando oportunidades táticas com risco-retorno ajustado.

Em nosso *book onshore*, por outro lado, seguimos posicionados para aproveitar a dinâmica favorável do mercado de crédito doméstico. Na margem, os fundos têm auferido ganhos de marcação a mercado em ativos *mid yield*. Na atual dinâmica de oferta e demanda no mercado de crédito, esses ativos têm apresentado fechamentos de *spreads*, enquanto aqueles de menor risco e maiores *ratings* seguem estáveis. Seguimos elevando as alocações relativas em setores defensivos, como o financeiro, e resilientes ao cenário econômico brasileiro, como as cadeias do setor agrícola.

No último mês, o provisionamento de operações de duas companhias afetou a rentabilidade do *book* de CCBs. O impacto na cota foi de -0,45% do PL no fundo Corporate Credit High Yield e de -0,13% do PL no fundo Corporate Credit. O *book* de CCBs possui alta pulverização, com concentração média de 0,42% no High Yield e de 0,25% no Corporate Credit. Atualmente, o carregamento médio do *book* é de aproximadamente CDI+4,5%. À frente, nossa expectativa é de que o *book* de CCBs continue contribuindo positivamente para a performance dos fundos.

Atribuição de Resultados – Outubro 2022

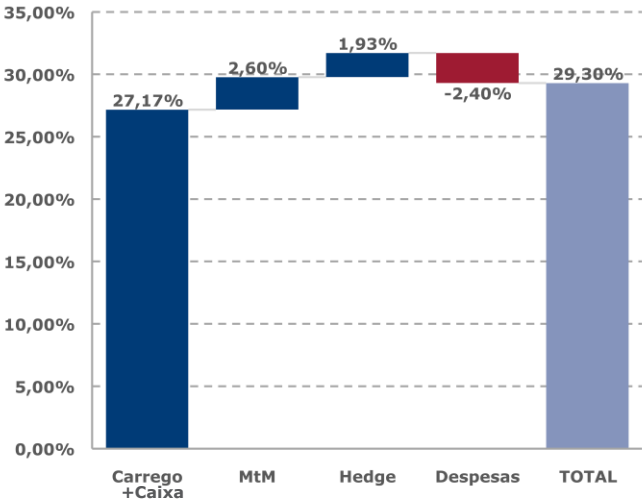
Em Outubro, o fundo obteve retorno de 0,75%, o equivalente a 73% do CDI. O resultado positivo no mês pode ser explicado pelos ganhos de carrego dos ativos locais. Os TVMs MY/HY se destacaram com contribuição total de 0,45%. O fundo encerrou o mês com 7,75% de caixa, 184 ativos em carteira de 107 emissores distintos, taxa de carrego da carteira (antes de custos) equivalente a CDI+ 2,62% e *duration* de 2,41 anos.

No mês, as principais contribuições positivas vieram das LFSN BOCOM BBM (0,03%), Itaú (0,03%) e a debênture NOWS11 (0,03%). O principal destaque negativo veio da CCCB de Dislab (-0,24%).

Atribuição de Resultados – Consolidado

High Yield	out/22	2022	Desde o Início
Carrego ⁵	1,18%	11,20%	25,49%
MtM ⁶	-0,38%	-1,01%	2,60%
Var. Cambial/Hedge ⁸	-0,01%	1,54%	1,93%
Caixa	0,05%	0,98%	1,68%
Despesas	-0,09%	-0,95%	-2,40%
TOTAL	0,75%	11,76%	29,30%

Apuração de Resultados Desde o Início



Atribuição de Resultados – Por Estratégia

High Yield	out/22	2022	Desde o início
Onshore	0,71%	10,25%	23,18%
LF/DPGE	0,14%	0,69%	0,70%
Carrego	0,14%	0,69%	0,70%
MtM	0,00%	0,00%	0,00%
Hedge	0,00%	0,00%	0,00%
TVM HG	0,34%	2,58%	6,58%
Carrego	0,32%	2,61%	6,14%
MtM	0,02%	-0,02%	0,50%
Hedge	0,00%	-0,01%	-0,06%
TVM MY/HY	0,45%	5,41%	13,02%
Carrego	0,47%	5,26%	12,60%
MtM	0,03%	0,10%	0,35%
Hedge	-0,04%	0,05%	0,07%
CCB	-0,22%	1,57%	2,88%
Carrego	0,23%	2,04%	3,71%
MtM	-0,46%	-0,48%	-0,90%
Hedge	0,00%	0,00%	0,07%
Offshore	0,08%	1,48%	6,85%
Bond	0,08%	1,48%	6,85%
Carrego	0,02%	0,59%	2,35%
MtM	0,02%	-0,61%	2,64%
Var. Cambial/Hedge	0,04%	1,50%	1,85%
Caixa	0,05%	0,98%	1,68%
Despesas	-0,09%	-0,95%	-2,40%
TOTAL	0,75%	11,76%	29,30%

^{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.

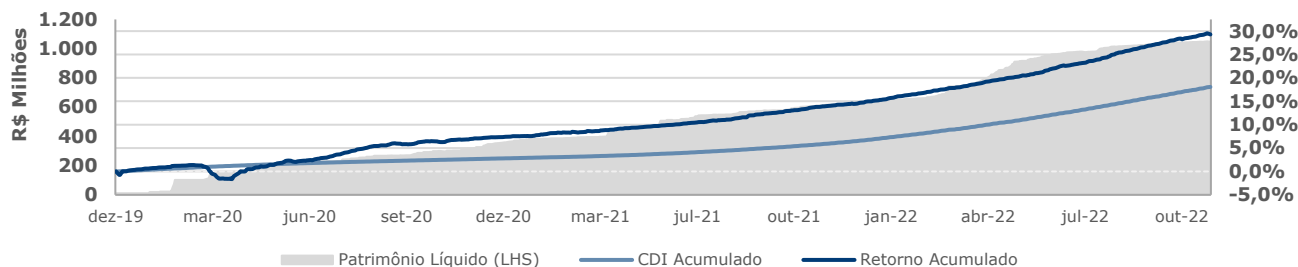
⁵ Carrego: Ganho que representa o retorno esperado dos ativos, composto pelo incremento diário do CDI e do spread de crédito negociado a mercado

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.

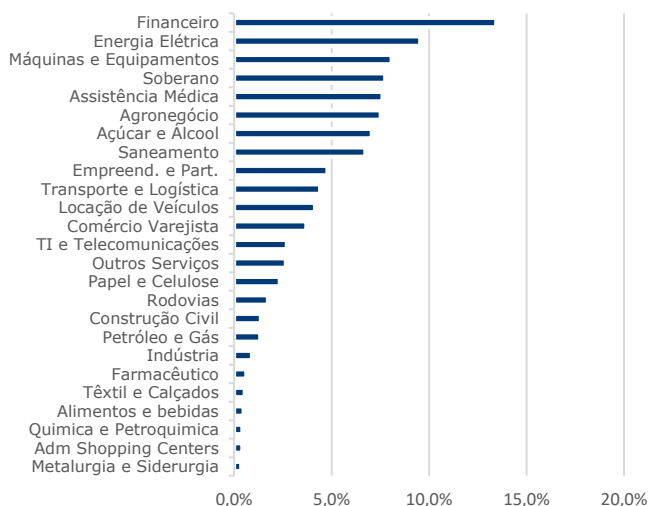
Performance



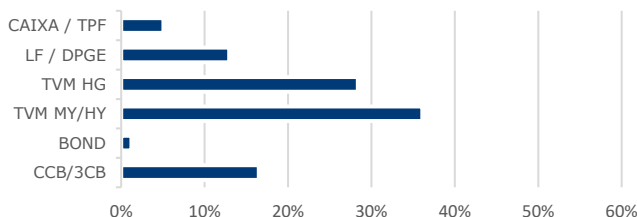
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum.
Fundo	0,93%	0,90%	1,11%	0,91%	1,31%	1,12%	1,44%	1,46%	1,27%	0,75%			11,76%	29,30%
% CDI	126%	120%	120%	109%	127%	110%	139%	125%	119%	73%			118%	162%
CDI	0,73%	0,75%	0,92%	0,83%	1,03%	1,01%	1,03%	1,17%	1,07%	1,02%			10,00%	18,06%
Fundo	0,31%	0,53%	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%
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	0,92%
5 Maiores	12,83%
Maior Concentração	3,00%
5 Menores	0,38%
Menor Concentração	0,02%
Duration Média	2,41

INFORMAÇÕES GERAIS

Público Alvo	Investidor Qualificado	PL Atual	R\$ 1.047.853.166
Investimento Inicial	Não há	PL Médio	R\$ 870.956.824
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 – Outubro 2022

Em Outubro, o fundo obteve retorno de 1,03%, o equivalente a 101% 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 0,45%. O fundo encerrou o mês com 8,15% de caixa, 161 ativos em carteira de 98 emissores distintos, taxa de carregamento da carteira (antes de custos) equivalente a CDI+ 1,94% e *duration* de 2,47 anos.

No mês, as principais contribuições positivas vieram das debêntures Nows11 (0,02%), ENEV22 (0,02%) e LF do BOCOM BBM (0,02%). O principal destaque negativo veio da CCCB de Dislab (-0,13%).

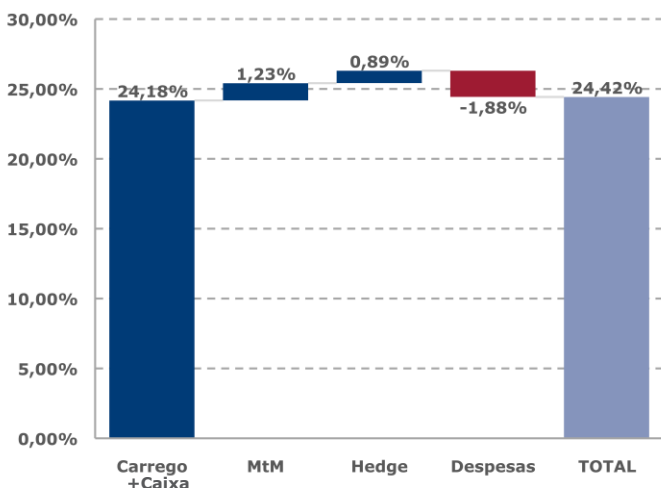
Atribuição de Resultados – Consolidado

Corporate Credit	out/22	2022	Desde o Início
Carregamento ⁵	1,08%	10,23%	21,41%
MtM ⁶	-0,06%	-0,37%	1,23%
Var. Cambial/Hedge ⁸	-0,01%	0,76%	0,89%
Caixa	0,10%	1,53%	2,77%
Despesas	-0,08%	-0,83%	-1,88%
TOTAL	1,03%	11,31%	24,42%

Atribuição de Resultados – Por Estratégia

Corporate Credit	out/22	2022	Desde o início
Onshore	0,99%	9,99%	22,49%
LF/DPGE	0,26%	1,53%	2,53%
Carregamento	0,24%	1,45%	3,02%
MtM	0,01%	0,04%	-0,84%
Hedge	0,00%	0,04%	0,34%
TVM HG	0,45%	3,95%	10,82%
Carregamento	0,43%	3,92%	9,01%
MtM	0,03%	0,05%	2,10%
Hedge	0,00%	-0,02%	-0,29%
TVM MY/HY	0,34%	3,83%	8,31%
Carregamento	0,33%	3,79%	7,83%
MtM	0,03%	-0,02%	0,32%
Hedge	-0,02%	0,06%	0,16%
CCB	-0,06%	0,69%	0,83%
Carregamento	0,07%	0,83%	0,99%
MtM	-0,13%	-0,14%	-0,16%
Hedge	0,00%	0,00%	0,00%
Offshore	0,02%	0,62%	1,05%
Bond	0,02%	0,62%	1,05%
Carregamento	0,01%	0,24%	0,56%
MtM	0,00%	-0,29%	-0,19%
Var. Cambial/Hedge	0,01%	0,68%	0,68%
Caixa	0,10%	1,53%	2,77%
Despesas	-0,08%	-0,83%	-1,88%
TOTAL	1,03%	11,31%	24,42%

Apuração de Resultados Desde o Início



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.

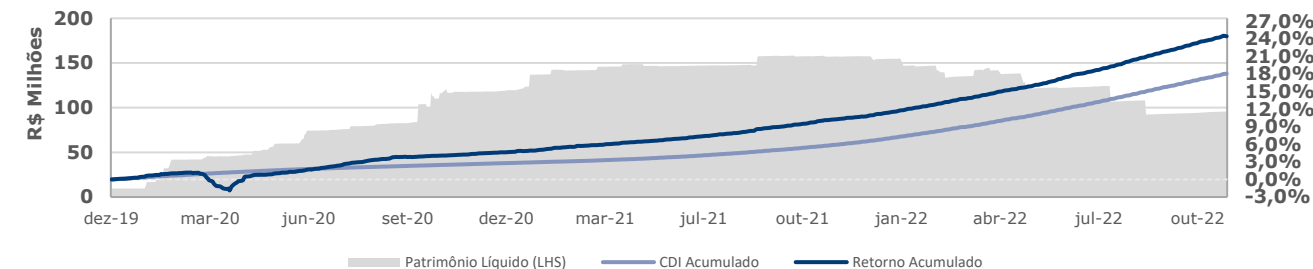
⁶ Carregamento: Ganho que representa o retorno esperado dos ativos, composto pelo incremento diário do CDI e do spread de crédito negociado a mercado.

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.

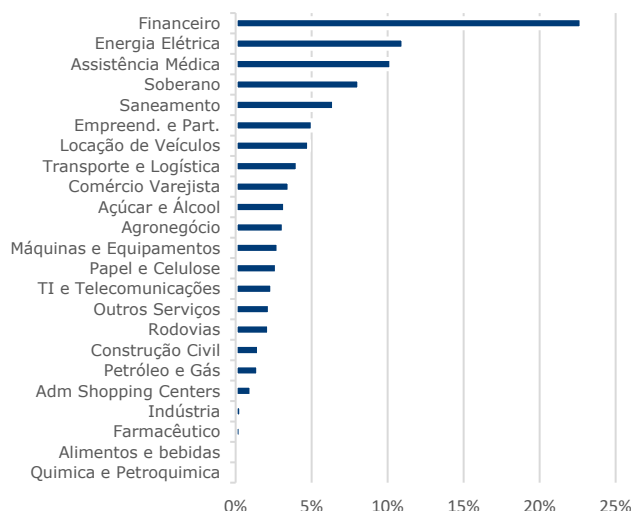
Performance



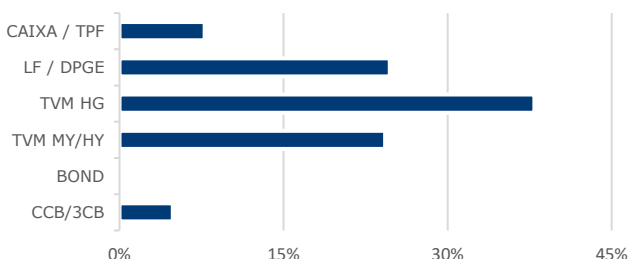
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum.
Fundo	0,85%	0,88%	1,03%	0,84%	1,23%	1,11%	1,23%	1,34%	1,25%	1,03%			11,31%	24,42%
%CDI	116%	117%	111%	100%	119%	109%	118%	115%	116%	101%			113%	135%
CDI	0,73%	0,75%	0,92%	0,83%	1,03%	1,01%	1,03%	1,17%	1,07%	1,02%			10,00%	18,06%
Fundo	0,36%	0,50%	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%
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	0,98%
5 Maiores	16,50%
Maior Concentração	4,15%
5 Menores	0,46%
Menor Concentração	0,02%
Duration Média	2,48

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\$ 95.557.541
PL Médio	R\$ 124.578.041
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.

