



**INVEST**

GESTÃO DE INVESTIMENTOS

# Carta do Gestor

Maio/2020

# Cenário Macroeconômico

O mês de maio foi marcado pela continuidade do avanço no número de casos de Covid-19 e pelo acirramento de questões geopolíticas. A elevação na quantidade de infectados pelo novo vírus - que encerrou o mês em cerca de 3 milhões de novos casos - apresentou diferente dinâmica entre países, enquanto tensões entre EUA e China seguem crescendo com a aproximação das eleições norte americanas e a piora do desempenho econômico do país.

As curvas de contágio nos Estados Unidos e na Zona do Euro apresentaram achatamento no período, possibilitando a flexibilização - ainda preliminar - da atividade, e consequente indicação de melhora de ritmo ante o observado em abril. Entretanto, deve-se destacar que as economias seguem fragilizadas, tendo apresentado contração no primeiro trimestre de 2020 na ordem de 1,3% e 3,8%, respectivamente, e perspectiva de redução ainda mais acentuada no segundo trimestre do ano.

Tendo em vista tal cenário, a atuação dos entes governamentais para contenção da retração econômica e queda do emprego segue em alta. De modo que os governos vêm anunciando medidas de flexibilização fiscal, que considerando dados até 21/05, representam 14,3%, 19,0% e 14,0% dos respectivos PIB's dos EUA, França e Grécia, por exemplo. Tais medidas são adotadas em conjunto à relevante expansão monetária por parte dos bancos centrais, visando prover crédito e trazer liquidez à economia, em um cenário sistêmico de baixa inflação.

Somam-se aos impactos da pandemia as incertezas econômicas relacionadas à possibilidade de uma segunda onda de contaminação e o agravamento da disputa entre EUA e China. Tal disputa, volta a se tornar relevante dentro do balanço de riscos mundial com uma possível escalada de tarifas comerciais entre os países, impactando a cadeia logística global e o apetite de risco dos investidores.

# Cenário Macroeconômico

Quanto ao contexto dos países em desenvolvimento, destaca-se o ainda elevado ritmo de contágio do novo coronavírus na América Latina, Rússia e Índia, que, portanto, não chegaram ao pico de contaminação. Com relação ao cenário brasileiro, o panorama permanece desafiador, com o número de contaminações no país alcançando 515 mil no encerramento de maio - tornando o país o segundo em número de casos - enquanto questões políticas seguem tomando destaque.

Cabe ressaltar que durante o mês houve a divulgação do PIB do primeiro trimestre - que encerrou o período em retração de 1,5% - além de dados quanto a redução no número de empregos formais nos 4 primeiros meses do ano e do déficit fiscal de abril. Tais divulgações refletem o impacto inicial da pandemia, que será mais aparente no segundo trimestre deste ano.

Esse cenário, em conjunto ao embate entre o Executivo e as demais esferas de poder, permanece gerando efeitos negativos na governabilidade do atual presidente brasileiro, contribuindo para o agravamento relacionado às perspectivas de retomada econômica do país.

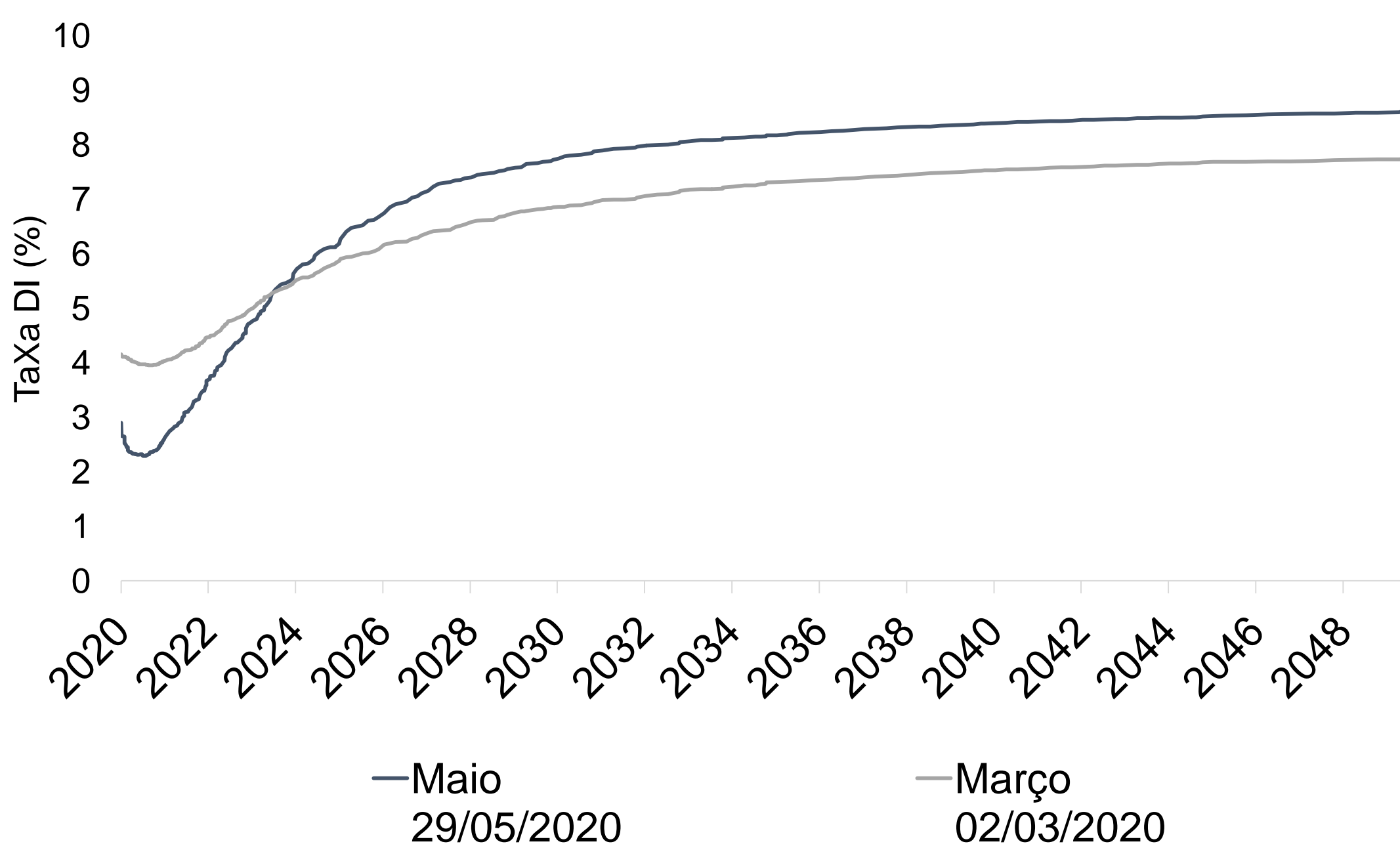
O contexto de sinalização de redução no ritmo de contágio do Covid-19 em conjunto a indicações quanto ao desenvolvimento de vacina para a doença e a adoção de novas medidas governamentais, levaram a valorização da maior parte dos ativos financeiros mundiais durante o mês. Entretanto, contrapondo tal cenário, incertezas relacionadas ao ritmo de retomada econômica, a possibilidade de segunda onda de contaminação e de agravamento de disputas entre EUA e China, além de instabilidades locais, demandam acompanhamento extensivo quanto aos impactos econômicos e efeito no valor dos ativos.

# Mercado de Crédito

Observamos ao longo do mês de Maio uma estabilização na taxa dos papéis negociados no mercado secundário de debêntures e um movimento bem tímido no mercado primário. Seguimos cautelosos em relação a recuperação econômica precificada pelo mercado, mas acreditamos que a classe de ativo de crédito *high grade* segue muito bem posicionada, com elevada capacidade de pagamento e maior previsibilidade na geração de caixa.

Ao longo dos últimos dois meses, notamos um aumento expressivo na volatilidade dos ativos financeiros. Devido à uma elevação abrupta da curva de juros futuro desde o início da pandemia do Sars-CoV2, os títulos pós-fixados (%CDI) foram os mais impactados quando olhamos a composição do fundo.

Curva de Juros Futuro



Vamos tratar nesta carta o motivo deste impacto e porque esses ativos tem uma maior sensibilidade à curva de juros. A elevação no prêmio de risco recente fez com que quase todos esses títulos fossem negociados e marcados acima de sua taxa de emissão.

# Mercado de Crédito

Quando um título pós-fixado é negociado acima de sua taxa de emissão, o seu valor presente diminui ao haver uma elevação da curva de juros, porque a negociação no mercado brasileiro considera o DI da curva de juros pelo prazo médio do papel, diferente dos *floating notes* americanos. Abaixo temos uma tabela exemplificando os efeitos das mudanças do DI futuro nos preços dos títulos.

Precificação Título Pós-fixado						
Taxa	Curva de Juros Futuro (% a.a.)					
	3%		5%		8%	
100%	R\$	1.008,42	R\$	1.013,94	R\$	1.022,07
110%*	R\$	1.000,00	R\$	1.000,00	R\$	1.000,00
120%	R\$	991,65	R\$	986,25	R\$	978,40

\*Taxa de emissão

Esse efeito pode ser explicado pela maneira que esses títulos são precificados no mercado, onde o preço é definido pelo seu fluxo futuro dada a sua taxa de emissão e descontado pela taxa negociada a mercado. Como se trata de um título pós fixado, os fluxos vão depender da taxa DI futura, sendo comumente utilizada para o cálculo da precificação dos títulos no mercado local como uma taxa referencial.

Devido à isso, quando há uma elevação dos juros futuros e a taxa de mercado do título pós-fixado está acima da taxa de emissão, o preço do ativo é impactado negativamente, porque o fluxo será descontado a uma taxa referencial maior, o que acarreta em um maior retorno futuro esperado para o título. Vale ressaltar que observamos uma dinâmica inversa quando a taxa de emissão se encontra acima da taxa de marcação.

# Mercado de Crédito

Portanto, seria racional dizer que quando a curva de juros sobe a taxa de negociação em % do CDI teria que diminuir, a fim de manter o retorno esperado constante (em um cenário onde não há alteração do risco do emissor). Entretanto, olhando o comportamento do mercado, observamos que choques abruptos na parte longa da curva geralmente são seguidos por movimentos de aversão a risco, que exige um prêmio de risco maior.

Na nossa análise, estamos confortáveis com os ativos bancários da carteira com o indexador pós-fixado, uma vez que começamos a proteger boa parte desta oscilação de mercado com contratos futuros, “travando” o retorno esperado e diminuindo a volatilidade dos fundos de crédito. Esperamos que nos próximos períodos ocorra um ajuste do prêmio em % do CDI, atenuando a distorção dos prêmios de risco em relação aos demais ativos com a normalização do mercado.

Ao longo deste mês, tivemos um resultado positivo nos créditos bancários, porém tivemos remarcações específicas em alguns ativos corporativos que acabaram gerando um resultado levemente negativo. Ao decorrer deste ano, conforme as incertezas de mercado vão se dissipando, o fundo se beneficiará de um carregamento substancialmente maior com possibilidades de fechamentos dos *spreads* de crédito.

# Nossos Fundos

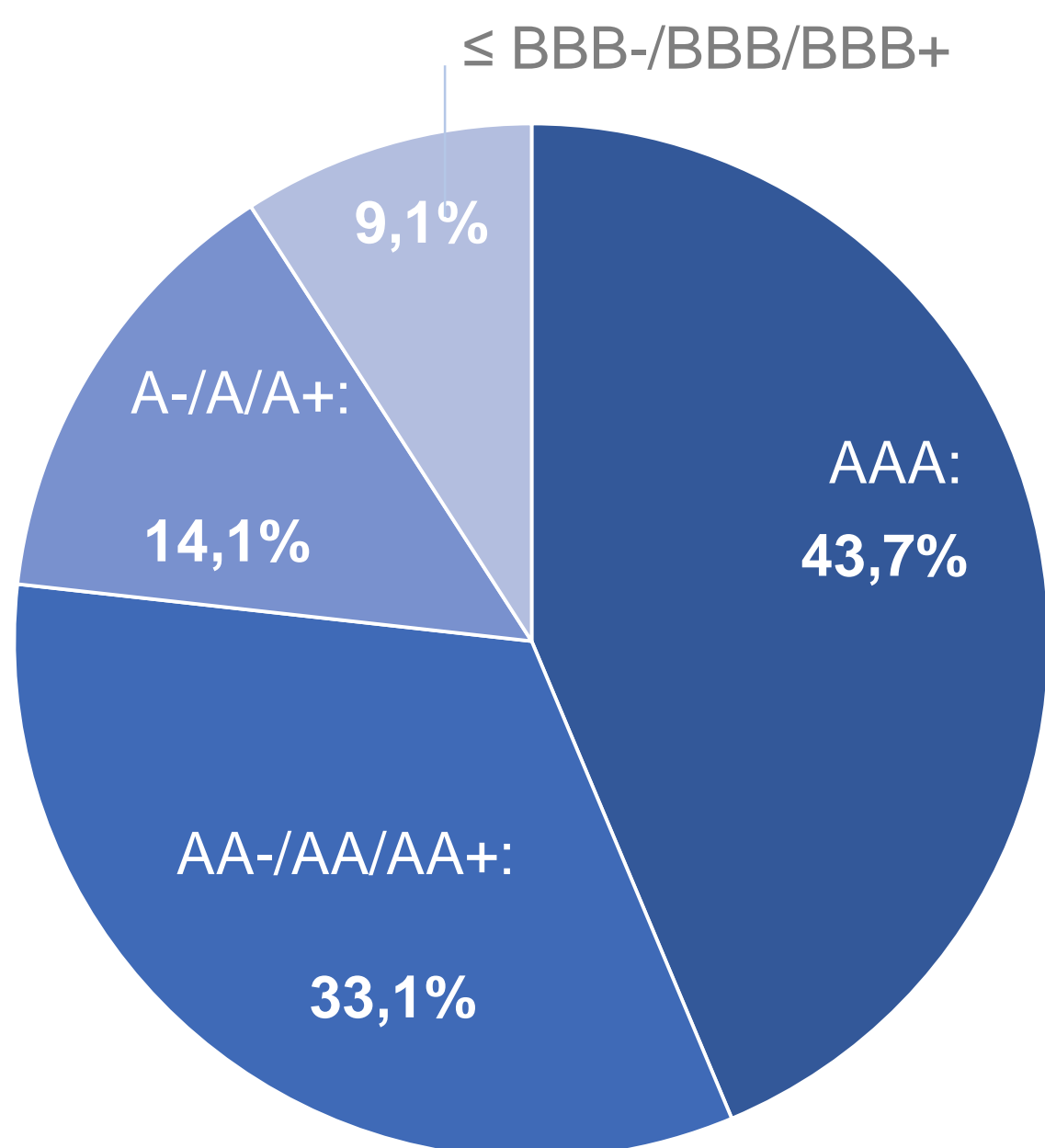
---

# AF Invest Geraes

## Performance

Tivemos um resultado positivo neste mês nos créditos bancários, porém, houveram remarcações específicas em alguns ativos corporativos que acabaram contribuindo negativamente com 0,3% da rentabilidade nominal, gerando assim um resultado levemente negativo no mês de maio de -0,09%.

## Concentração por *rating*



A concentração por rating demonstra a elevada qualidade da carteira, com aproximadamente 77% dos ativos entre AAA e AA.

## Diversificação Setorial

A presença de diversos setores demonstra a diversificação da carteira do AF Invest Geraes. A maior concentração está no setor Financeiro, que representa 40,45% do total. Cabe salientar que existem créditos de diversos bancos, em instrumentos como CDBs, LFs, LFs Subordinadas e LFs Perpétuas.

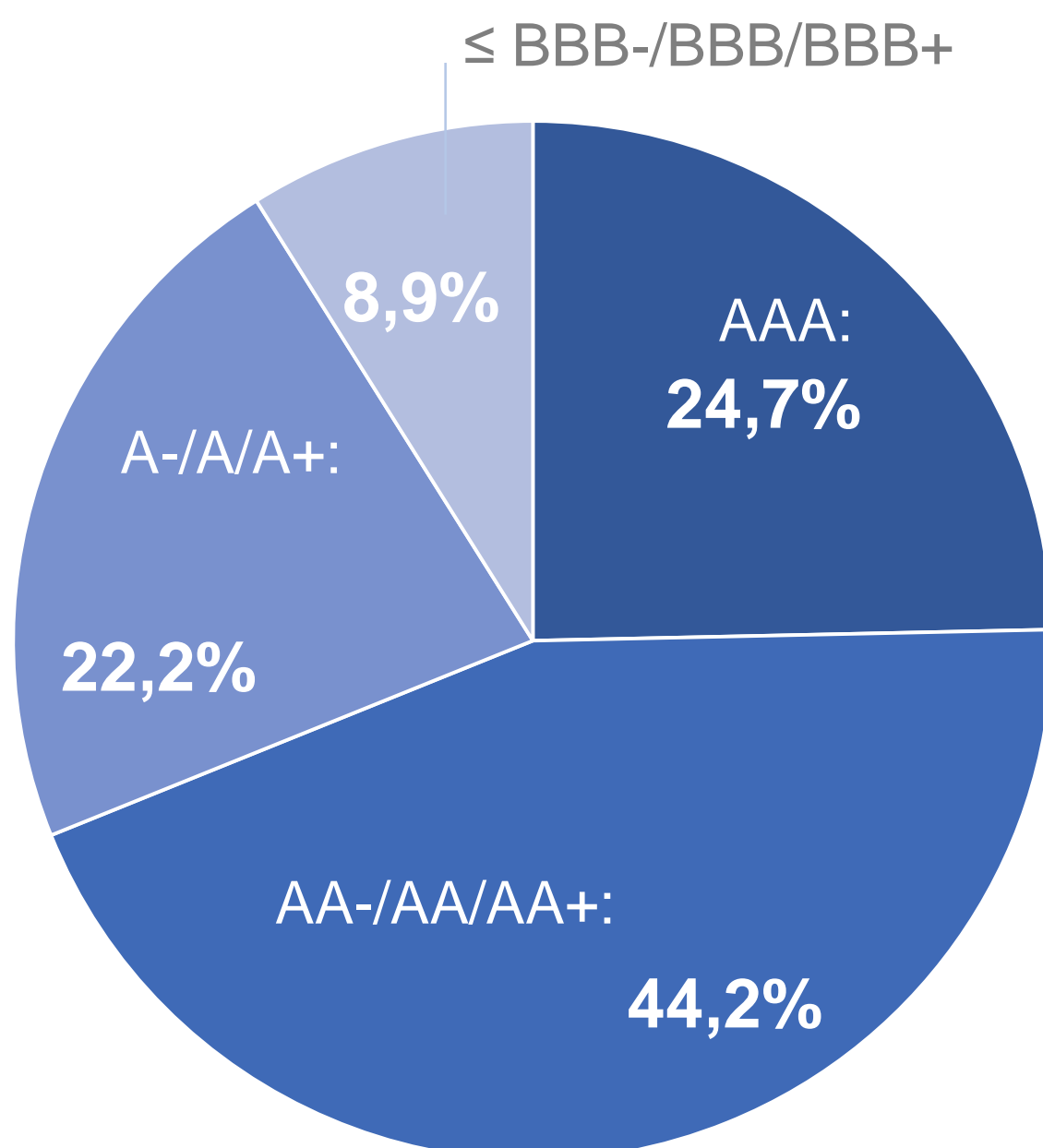


# AF Invest Geraes 30

## Performance

Tivemos um resultado positivo no mês de maio no AF Invest Geraes 30, impulsionado pelos ativos de crédito bancário, os quais apresentaram retorno nominal de 0,2%. Os FIDCs, ativos que representam aproximadamente 8% do fundo, apresentaram rentabilidade relativa de 162,4% do CDI.

## Concentração por *rating*



A concentração por rating demonstra a elevada qualidade da carteira, com aproximadamente 70% dos ativos entre AAA e AA.

## Diversificação Setorial

Atualmente o AF Invest Geraes 30 possui investimentos em 19 setores. A maior concentração, de 49,5% da carteira corresponde ao setor Financeiro, com diversos bancos emissores via CDBs, LFs, LFs Subordinadas e LFs Perpétuas, além de uma pequena participação no AF Invest Geraes.

# AF Invest Minas FIA

Ao contrário do mês de abril quando o fundo fez um alpha de 7,02%, em maio o AF Invest MINAS rendeu -0,32% vs 8,57% do Ibovespa, sendo que no acumulado do ano o fundo está com a rentabilidade de -25,09% vs -24,42% do Ibovespa. As empresas do setor educacional que tiveram fortíssima alta em abril (em torno de 40%) caíram em torno de 5% em maio devido ao maior receio do mercado quanto aos níveis de desemprego e inadimplência resultantes da crise e os seus impactos nas empresas do setor. Além disso, as instituições financeiras, como bancos e seguradoras, acabaram ficando para trás da bolsa, devido aos ruídos de aumento da CSLL paga por estas instituições ou de uma possível implementação de teto nos juros do cartão de crédito.

O resultado do AF Invest MINAS foi impactado negativamente por esses fatores citados acima. Adicionalmente, uma pequena exposição que carregávamos em IRB (em torno de 3,5%) teve uma queda de 19% no mês, com a continuidade de notícias negativas sobre a empresa. Falaremos sobre o investimento e desinvestimento no IRB em uma futura carta com maior detalhamento. Do lado positivo, tivemos principalmente a alta de mais de 18% em B3 e de mais de 35% em Sabesp.

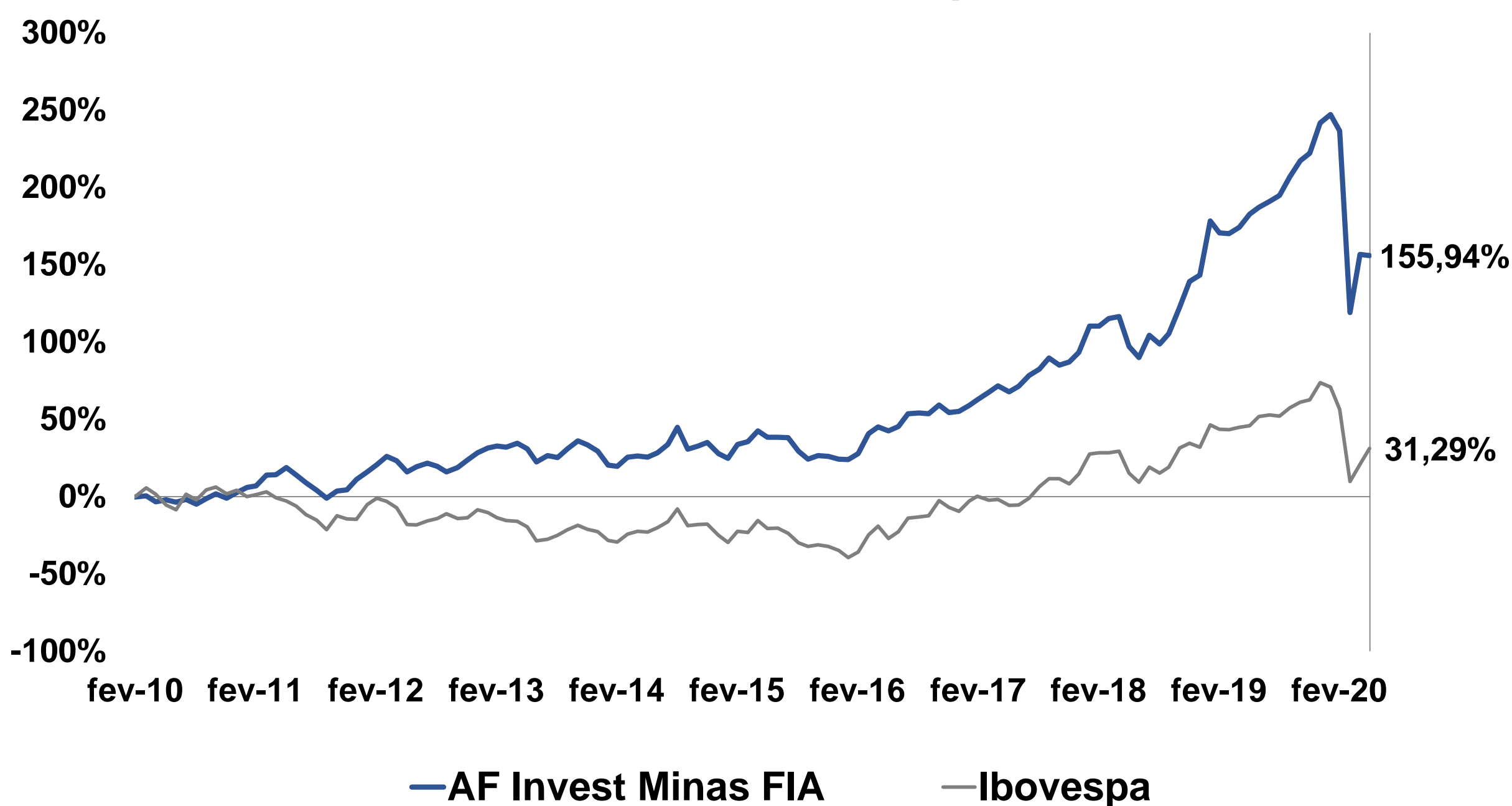
Foi mais um mês de alta relevante na bolsa brasileira, com a continuidade da retomada parcial da atividade na maioria das economias, o possível desenvolvimento de vacinas para o Coronavírus e com a divulgação do vídeo da reunião ministerial, que no entendimento do mercado enfraqueceu um possível evento de impeachment relacionado à questão da interferência do Presidente Jair Bolsonaro na Polícia Federal.

O resultado positivo da bolsa em maio foi impulsionado pela forte alta das empresas que tem as suas receitas dolarizadas / empresas de commodities no geral. Além delas, destaque também para empresas que tem exposição ao varejo online e utilities (utilidades públicas), sendo que estas últimas também contribuíram positivamente para o nosso portfólio.

# AF Invest Minas FIA

Além do desinvestimento em IRB, diminuimos a nossa exposição ao setor de educação e realocamos parte deste capital em duas empresas que estão apresentando fortes resultados mesmo durante a crise. O caixa do fundo está em 11,8%. Apesar da volatilidade nos preços das ações, continuamos enxergando bastante valor nas empresas da nossa carteira para o investidor com visão de longo prazo.

## Gráfico Rentabilidade histórica Minas FIA vs Ibovespa



—AF Invest Minas FIA

—Ibovespa

MINAS FIA

Período	Nominal	Ibov
Mensal	-0,32%	8,57%
Trimestral	-23,93%	-16,10%
YTD	-25,09%	-24,42%
12 meses	-9,46%	-9,92%
24 meses	29,91%	13,87%
36 meses	52,55%	39,37%
48 meses	79,74%	80,32%
60 meses	85,07%	65,66%
Desde o início	155,94%	31,29%

Fonte: AF Invest | Data base: 29/05//2020



+55 31 2103.6000

[afinvest.com.br](http://afinvest.com.br)

[relacionamento@afinvest.com.br](mailto:relacionamento@afinvest.com.br)

Para maiores informações consulte o material técnico dos nossos fundos em nosso site.



A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito. Rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir, disponíveis no site do gestor [www.afinvest.com.br](http://www.afinvest.com.br).