

Canvas Vector FIC FIM

Carta Mensal – Maio/2025



Resultado no Mês¹

Em maio de 2025, o Canvas Vector teve desempenho de 2.49%. No ano, o resultado é de -0.20% e, desde o início do fundo, 75.41% (95% do CDI).

Mercados	Retorno			
	Mês	Ano	12 meses	Início
Moedas DM	-0.64%	-5.53%	-3.38%	19.00%
Moedas EM	1.08%	3.55%	-4.05%	1.81%
Juros DM	-0.96%	1.90%	1.69%	-8.34%
Juros EM	0.00%	0.34%	-2.53%	-4.34%
Commodities	0.00%	-0.52%	-0.40%	-0.48%
Crédito	0.00%	-0.25%	2.43%	19.89%
Vol. Swap	1.00%	-3.13%	-4.26%	5.53%
Renda Variável	1.06%	-0.92%	0.07%	0.97%
Caixa	0.95%	4.36%	9.42%	41.38%
Total FIC	2.49%	-0.20%	-1.01%	75.41%
CDI	1.14%	5.26%	11.83%	79.70%
% CDI	219%	-	-	95%

Lançamento do Canvas Vector: 19/12/2017

Desempenho acumulado



¹ Os resultados apresentados referem-se ao Canvas Vector FIC de FIM (CNPJ 28.866.524/0001-89).

Canvas Vector FIC FIM

Carta Mensal – Maio/2025



Mercados

Desempenho no mês - ativos selecionados

Classe	Ativo	Variação
Bolsas	S&P 500	6.2%
	Euro Stoxx 50	4.0%
	MSCI World	5.7%
	MSCI EM	4.0%
	Ibovespa	1.5%
Moedas	Dollar Index	-0.1%
	EURUSD	0.2%
	BRLUSD	-0.9%
	MXNUSD	0.9%
	JPYUSD	-0.7%
Juros (taxa)	US 10y	+24 bps
	Alemanha 10y	+6 bps
	Reino Unido 10y	+21 bps
	DI Futuro Jan/29	-3 bps
	NTN-B 2030	+3 bps
Outros	VIX	-6 pts
	Spreads Crédito IG	-11 bps
	Ouro	0.0%
	Petróleo Brent	1.2%

Desempenho no mês - benchmarks

Benchmark	Variação
Moedas DM	0.4%
Moedas EM	0.3%
Crédito	1.8%
Bolsas	3.8%
Juros DM	-3.2%
Juros EM	-0.4%
Commodities	-0.7%

Os benchmarks são índices desenvolvidos pelo time de gestão do Vector que refletem o desempenho dos mercados em que o fundo atua. Mais detalhes sobre a metodologia de construção dos benchmarks estão disponíveis sob demanda.

Dados econômicos selecionados (EUA)

Divulgação	Dado	Referência	Expec.	Dado
02/05	Nonfarm Payrolls	Abr/25	138k	177k
05/05	ISM Serviços	Abr/25	50.2	51.6
13/05	CPI MoM	Abr/25	0.3%	0.2%

Fonte: Bloomberg

Os mercados iniciaram maio de forma bastante positiva, impulsionados por dados benéficos de atividade, emprego e inflação, além do anúncio do acordo entre EUA e China para redução mútua de tarifas por 90 dias. No entanto, a partir da segunda quinzena, o rali perdeu força diante da intensificação das preocupações com a sustentabilidade fiscal dos EUA, especialmente após a agência Moody's rebaixar a nota de crédito soberano do país. O tema ganhou ainda mais relevância com o avanço, no Congresso, de um projeto de lei que prevê a prorrogação dos cortes de impostos implementados pelo governo Trump. Esse cenário gerou pressão sobre a curva de juros americana, com abertura relevante nas taxas longas – movimento que também se estendeu a outros países desenvolvidos. No Vector, essa dinâmica resultou em perdas com a classe de Juros.

Por outro lado, o desempenho das classes cíclicas foi bastante positivo no mês. O S&P 500 registrou uma valorização superior a 6%, marcando seu melhor resultado mensal desde novembro de 2023. Esse movimento foi acompanhado por quedas nos índices de volatilidade implícita e no nível dos *spreads* de crédito. As respectivas classes tiveram contribuição positiva para o resultado do fundo.

As incertezas fiscais nos EUA também tiveram impacto relevante no mercado cambial, resultando em desvalorização do dólar frente aos seus pares. Esse movimento gerou perdas para o fundo em Moedas DM, enquanto as posições em Moedas EM apresentaram ganhos de maior grau.

Por fim, não houve direção clara nos movimentos das *commodities* ao longo de maio. Essa classe gerou resultado neutro para o fundo.



Carta de novembro/2022

A fim de retrazer aos nossos investidores alguns dos tópicos abordados em Cartas passadas, nós vamos republicar a discussão sobre gestão ativa e previsão de retornos de curto prazo publicada na Carta de novembro de 2022:

Gestão Ativa

Na visão tradicional, gestão ativa pressupõe a capacidade de antever movimentos de mercado e posicionar um portfólio de acordo, maximizando ganhos e minimizando perdas. Por mais simples e atrativo que isso pareça, a evidência empírica sugere que, em geral, tentativas de previsão de preços (que tendem a seguir caminhos aleatórios) não agregam valor a carteiras de investimento de forma consistente no longo prazo.

Abaixo abordamos alguns pontos que entendemos serem relevantes sobre o tema.

O primeiro deles é que investimentos, na média, entregam retornos positivos no longo prazo. Logo, não conseguir prever movimentos de mercado não significa estar fadado a retornos negativos – basta lembrar que até investimentos passivos e sem risco² tendem a se valorizar ao longo do tempo.

Em segundo lugar, precisamos definir previsibilidade. Nos curto e médio prazos, retornos são, de maneira geral, imprevisíveis. No entanto, no longo prazo, retornos podem ser interpretados como recompensa pelo risco dos investimentos e, dessa forma, eles tornam-se estatisticamente previsíveis. Em outras palavras, existe uma relação aproximada entre risco e retorno.

Assim sendo, gestão ativa não é um processo que visa meramente entregar retornos positivos, mas sim entregar retornos “desproporcionalmente” positivos (com relação ao risco do investimento).

Sublinhando esse ponto, em um artigo³ de 2013 do comitê que entrega o Prêmio Nobel de Economia (conferido naquele ano ao estudo sobre retornos de ativos financeiros⁴), a questão sobre previsibilidade de retornos é resumida da seguinte maneira:

The question of whether asset prices are predictable is as central as it is old. [...] In practice, however, investments in assets involve risk, and predictability becomes a statistical concept. A particular asset-trading strategy may give a high return on average, but is it possible to infer excess returns from a limited set of historical data? Furthermore, a high average return might come at the cost of high risk, so predictability need not be a sign of market malfunction at all, but instead just a fair compensation for risk-taking. Hence, studies of asset prices necessarily involve studying risk and its determinants.

De maneira muito resumida, o que o parágrafo acima diz é que obter retornos maiores é possível, contanto que o investidor esteja disposto a correr os riscos associados. O que não parece ser possível é receber os retornos de longo prazo sem estar sujeito às oscilações de curto prazo.

² Investimentos em títulos públicos pós-fixados, como o CDI, são considerados “livres de risco”.

³ <https://www.nobelprize.org/uploads/2013/10/advanced-economicsciences2013.pdf>

⁴ <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2013/advanced-information/>



Naturalmente, há diversos casos de sucesso que parecem servir de contraexemplo. No entanto, mesmo estes casos podem ser explicados não por capacidade de geração de alfa⁵, mas sim por outros fatores.

Por exemplo, considere o caso hipotético de um fundo ativo que entregou retorno positivo em, digamos, 8 dos últimos 10 anos. Esse feito parece sugerir que a gestão agregou valor. No entanto, essa conclusão não é automática, uma vez que 1) isso pode ter sido consequência dos movimentos agregados nos mercados em que o fundo atua, e não da escolha individual dos ativos que compõem a carteira; 2) esse retorno pode ser proporcional ao (e explicado pelo) risco da carteira – maior risco, maior retorno esperado; e 3) o resultado pode ter sido um evento aleatório – isto é, se para cada fundo que obteve retornos desproporcionalmente positivos há outro com retornos desproporcionalmente negativos, talvez ambos sejam explicados por eventos randômicos.

Os dois gráficos a seguir ilustram o primeiro ponto acima. Eles mostram (Fig. 1) o retorno de um portfólio estático que investe apenas em ativos brasileiros, e (Fig. 2) uma carteira que replica o índice da bolsa de NY em reais⁶. Ambos, se vistos apenas como fundos de investimento, parecem contar com uma boa gestão, dados os retornos atrativos. No entanto, conforme descrito acima, não há qualquer gestão ativa por trás desses retornos.

Fig 1. Carteira estática de ativos brasileiros⁷

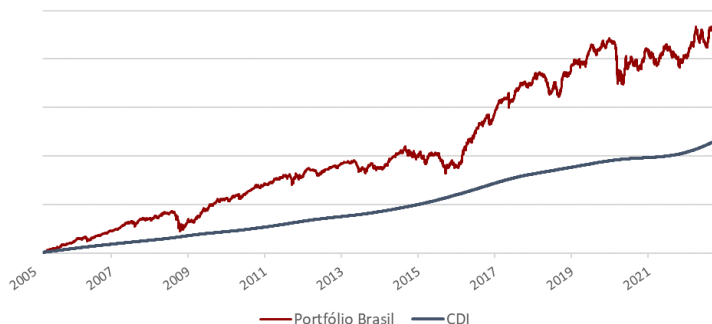
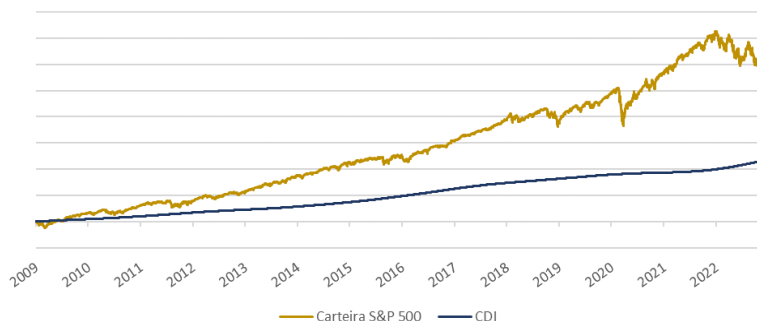


Fig. 2. Carteira indexada ao S&P 500



⁵ Retorno em excesso ao *benchmark*.

⁶ Em outras palavras, uma carteira composta por futuros de S&P 500, sem exposição cambial, com caixa em reais.

⁷ Alocação entre juros reais, juros nominais, bolsa, câmbio e crédito brasileiros.

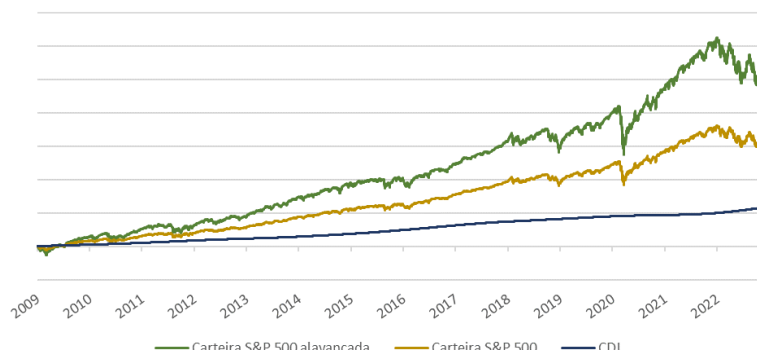
Canvas Vector FIC FIM

Carta Mensal – Maio/2025



Ilustrando o 2º ponto, o próximo gráfico mostra o retorno de um fundo de ações vs. a carteira da figura anterior. Mais uma vez, o retorno parece sugerir algum tipo de gestão ativa. No entanto, ele reflete apenas uma carteira passiva alavancada em cerca de 2 vezes (ou seja, o dobro de risco, o dobro de retorno).

Fig. 3 S&P 500 vs. Fundo alavancado



Por último, e com relação ao terceiro ponto, a tabela a seguir⁸ apresenta a matriz de probabilidades de mudança de *rating* para fundos de investimento na plataforma *Morningstar*⁹ em um período de 2 anos. Por exemplo, a segunda linha da terceira coluna nos diz que a chance de um fundo avaliado em 1 estrela ter seu *rating* atualizado para 2 estrelas é de 24%.

Probabilidades de mudança de *rating* Morningstar

		Rating em D + 2 anos					
		NA	*	**	***	****	*****
Rating em D + 0	NA	58%	3%	9%	15%	11%	4%
	*	6%	9%	24%	36%	19%	6%
	**	5%	7%	22%	37%	22%	7%
	***	4%	6%	21%	37%	24%	8%
	****	4%	5%	19%	36%	26%	10%
	*****	4%	4%	17%	35%	28%	12%

NA = não avaliado (fundo criado recentemente ou já encerrado)

Pelos dados da tabela, fica claro o baixo grau de persistência no desempenho dos fundos. Em especial, é interessante notar que é mais provável um fundo 5 estrelas ser reavaliado em 2 estrelas (17%) do que permanecer no mesmo patamar (12%) – o que reforça a possibilidade de o seu desempenho anterior ter sido mais fruto do acaso do que de capacidade de geração de alfa.

⁸ Adaptada de Hereil et al. (2010).

⁹ No estudo citado, foram avaliados os fundos da categoria *Europe blend equity*, entre 2000 e 2009. Os dados referem-se a mudanças no *rating* em um período de 2 anos.

Canvas Vector FIC FIM

Carta Mensal – Maio/2025



O Vector

Com a discussão acima em mente, vamos considerar o caso do Vector. Ele é um fundo que, apesar de possuir gestão ativa, não tenta prever cenários de mercado. Isso pode gerar certa frustração em alguns investidores que gostariam, por exemplo, que a carteira tivesse posições que protegessem o fundo (ou até ganhassem) em um cenário, como o dos últimos meses¹⁰, de abertura nas taxas de juros globais.

No entanto, a história da indústria de fundos, tanto no Brasil quanto no exterior, indica que isso não é tão simples.

Primeiramente, a questão principal não é prever, mas sim prever melhor que praticamente todos¹¹ os outros. Por exemplo, economistas, na média, acertam, com diferentes graus de precisão, a inflação alguns meses à frente. No entanto, a fim de “ganhar dinheiro” com previsões sobre inflação, o investidor precisa prever sistematicamente melhor que a média.

De forma similar, no início de 2022, analistas esperavam uma alta nas taxas pré-fixadas globais, o que já estava refletido nas curvas de juros. No entanto, foi a surpresa, com relação ao que estava previsto, que gerou possibilidades de ganhos – por exemplo, em posições tomadas em juros.

Naturalmente, alguém poderia argumentar que, mesmo que os acertos não sejam constantes, não custa tentar proteger a carteira de determinados cenários de mercado. Porém, custa (literalmente).

Voltemos ao movimento de abertura de juros. Por mais óbvio que alguns eventos possam parecer, após eles terem ocorrido, eles não eram, necessariamente, uma aposta estatisticamente óbvia antes.

Por exemplo, em 2013, 2015 e 2018, a possibilidade de alta nos juros populou o noticiário financeiro, apenas para que as taxas globais atingissem patamares ainda menores. Mesmo que um investidor tivesse acertado esses cenários (prevendo estabilidade ou apenas alta moderada dos juros nos anos seguintes), bastaria um erro (por exemplo, apostando na alta dos juros em 2019 e começo de 2020) para que o resultado final fosse pior que o de uma carteira estável.

Adicionalmente, *hedges* possuem diversos custos, incluindo custos de transação, de seguro (ex. opções) e o próprio retorno abdicado durante o período de redução das posições. Em outras palavras, uma aposta errada, mesmo em meio a uma maioria de apostas corretas, pode comprometer o resultado total da estratégia.

Por outro lado, isso não significa que não haja espaço para uma gestão ativa – e é aqui que o processo de investimento do Vector entra em jogo.

Conforme mencionado acima, existe uma relação aproximada entre risco e retorno, o que significa não apenas que ativos de maior risco tendem a entregar maiores retornos, como também que, à medida que a aversão a risco dos investidores oscila, também oscilam os retornos esperados. Em outras palavras,

¹⁰ O período citado no texto refere-se a 2022.

¹¹ No mercado de capitais, basta um pequeno número de participantes com uma vantagem estatística e abundância de capital para coletar quase todo o retorno em excesso gerado.



momentos de estresse de mercado são uma potencial fonte de retornos de longo-prazo, na forma das oportunidades que surgem.

É verdade que um investidor não precisaria estar investido previamente ao surgimento dessas oportunidades, aproveitando-as sem ter incorrido em perdas anteriores. Mas isso nos leva de volta ao ponto acima, no qual argumentamos que não é realista esperar que sejamos capazes de consistentemente antever movimentos de mercado¹², e que erros de cenário podem ser muito custosos.

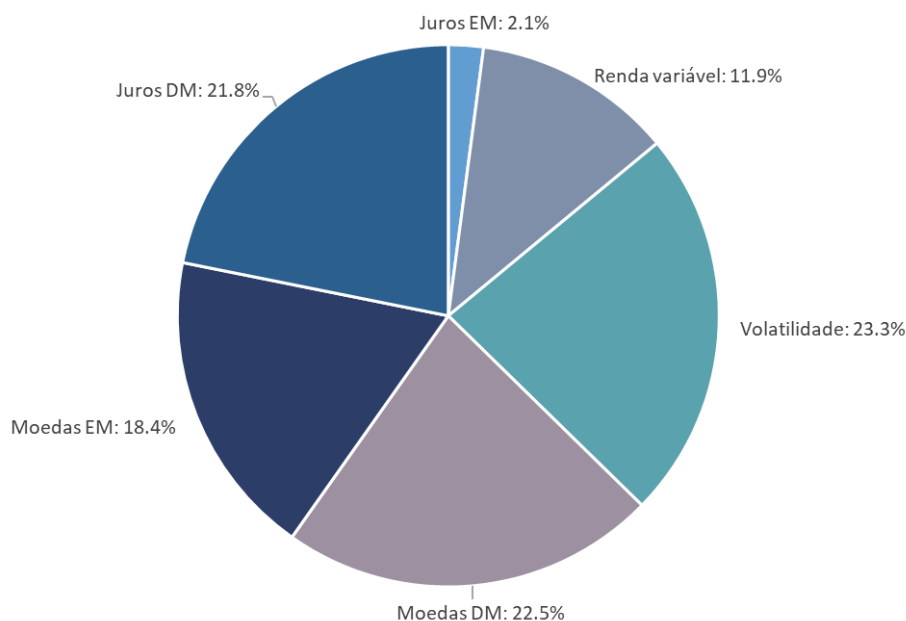
Adicionalmente, não devemos esquecer que gestão ativa não diminui o número de períodos de retornos negativos. De fato, ao tentar antever o cenário, o investidor pode perder não apenas por movimentos desfavoráveis nos preços, como também por uma aposta “errada”.

Ao não tentar prever o futuro, nós não corremos o risco de perder movimentos positivos, não incorremos em custos desnecessários e podemos focar nosso esforço na maximização da relação retorno / risco de uma carteira diversificada e balanceada e no aproveitamento contínuo e disciplinado das oportunidades que surgem, tanto em termos de *yield* quanto de *valor* dos ativos.

Análise da Carteira

Em maio, as principais alterações na alocação relativa de risco entre as classes foram leves aumentos em Juros DM e reduções em Moedas EM. As demais classes permaneceram estáveis.

Alocação de risco por classe de ativos



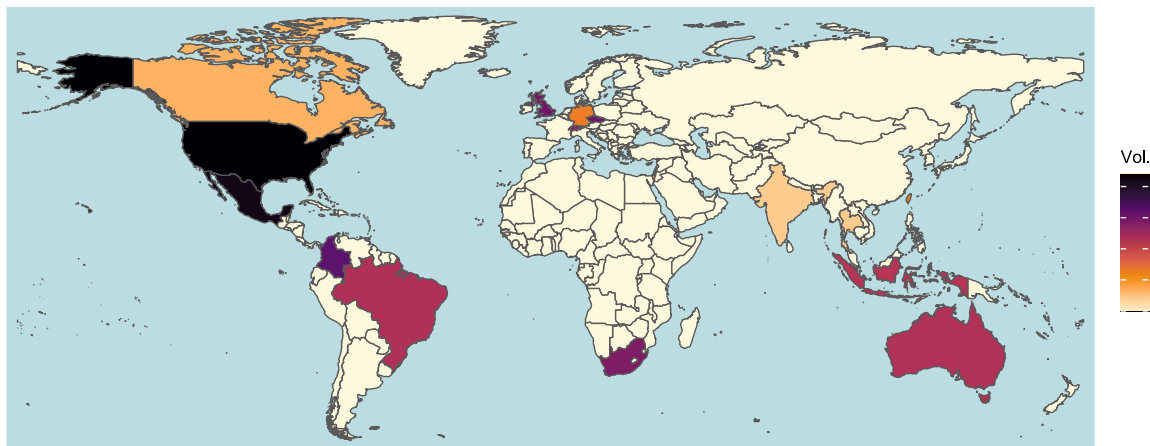
¹² Principalmente em mercados líquidos e arbitrados.

Canvas Vector FIC FIM

Carta Mensal – Maio/2025



Alocação de risco por país



O *yield* da carteira do Vector encontra-se no patamar de CDI + 5.7% a.a., ao passo que o *expected shortfall* semanal do fundo é de 7.4% – isto é, existe, na janela de uma semana, 1% de chance de uma perda média de 7.4%.

Conclusão

Na Carta de nov/2022, nós discorremos sobre diferentes abordagens de gestão ativa com o objetivo de explicar de que maneira acreditamos que o nosso processo de investimento agrega valor. Enquanto tentativas de antever e se preparar para diferentes cenários de mercado são válidas e, se corretas, têm o potencial de gerar retornos atrativos, existe também uma outra abordagem, particularmente adequada a produtos com horizontes longos de investimento, que foca na maximização dos retornos de longo prazo.

A escolha pela segunda metodologia não é dogmática, mas sim fruto da constatação de que alfa é mais raro e difícil de gerar em mercados líquidos e arbitrados, que são aqueles em que o Vector opera. Por outro lado, nesses mesmos mercados, o fundo está bem posicionado para capturar não apenas um *yield* atrativo, como também oportunidades pontuais que surgem.

Nós também explicamos que, apesar de desagradável, todo fundo ativo está sujeito a quedas. O que muda, de uma abordagem para a outra, é o *timing* delas.

No caso do Vector, é esperado que o fundo perca em momentos de queda nos mercados em que ele atua, porém menos do que uma alocação estática. Além disso, as recuperações devem ser mais expressivas que a de uma carteira passiva – tudo isso em excesso ao *yield* coletado no período. Por outro lado, gestão ativa baseada em cenários macroeconômicos de fato tem o potencial de evitar algumas quedas, mas também corre o risco de “estar na ponta errada” diante de movimentos favoráveis.

De qualquer forma, a comparação entre as duas não visa demonstrar que uma é superior à outra, mas sim que elas são mais ou menos apropriadas a diferentes mercados e horizontes de investimento.

Canvas Vector FIC FIM

Carta Mensal – Maio/2025



AVISO LEGAL

A Canvas Capital S.A. ("Canvas Capital") não vende ou distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro valor mobiliário. As informações contidas nesta apresentação são meramente informativas, não se caracterizando como oferta ou solicitação de investimento ou desinvestimento em valores mobiliários em qualquer jurisdição, tampouco recomendação para compra ou venda de cotas de fundos geridos pela Canvas Capital, cujas características poderão não se adequar ao perfil do investidor, nos termos da Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021.

Recomendamos aos investidores a leitura completa dos regulamentos dos fundos formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais, bem como da regulamentação aplicável, antes de tomar uma decisão de investimento. Investir em fundos apresenta risco aos investidores. Ainda que o gestor possa usar sistemas de gestão de risco, não há garantia de que será eliminado o potencial de incorrer em perdas pelos fundos e investidores. Os investidores devem estar cientes que os valores dos seus investimentos podem aumentar ou diminuir, e eles podem não ser capazes de recuperar os valores inicialmente investidos e, inclusive, acarretar perdas superiores ao capital aplicado, com a consequente obrigação do investidor de aportar recursos adicionais para cobrir os prejuízos gerados.

Apesar do cuidado utilizado tanto na obtenção quanto no manuseio das informações apresentadas, a Canvas Capital não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem tampouco por decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste documento, as quais podem inclusive ser modificadas sem comunicação. A Canvas não assume qualquer compromisso de publicar atualizações ou revisões dessas previsões. Este documento não deverá, em qualquer hipótese, ser definido ou interpretado como sendo um relatório de análise nos termos do artigo 19 e seguintes da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, por se tratar de natureza meramente informativa, constituindo tão somente a opinião da Canvas sobre os assuntos abordados pelo presente.

Em relação aos fundos de investimento, as normas da ANBIMA recomendam que a análise de rentabilidade seja efetuada considerando, no mínimo, 12 meses. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de tributos. Os investimentos em fundos não contam com a garantia do respectivo administrador, gestor, proteção do Fundo Garantidor de Crédito ou de qualquer outro mecanismo de seguro para os investidores.

Canvas Vector FIC de FIM (CNPJ 28.866.524/0001-89 – Data de início 19/12/2017): O objetivo do fundo e a política de investimento visam obter níveis de rentabilidade significativamente superiores ao CDI em um horizonte de investimento de médio e longo prazo. **Público-alvo:** este fundo tem como público alvo os investidores, pessoas físicas e jurídicas, em geral, que busquem obter níveis de rentabilidade significativamente superiores ao CDI em um horizonte de médio e longo prazo. **Classificação ANBIMA:** Multimercado Livre (descrição do tipo ANBIMA disponível no Formulário de Informações Complementares). Tributação: Longo Prazo. PL médio (média aritmética da soma do seu patrimônio líquido apurado nos últimos doze meses): R\$ 135.382.822,64; **Taxa de administração** de 1,40% a.a. Taxa de administração máxima de 1,70% a.a.; **Taxa de performance** de 15% sobre o que exceder 100% do CDI. **Os resgates são cotizados em D+10 e liquidados em D+1** (1º d.u. após a data de cotização). **Taxa de saída** de 5.00% do valor resgatado para resgates pagos em D+0 da solicitação. Não há taxa de saída para resgates programados.

Administrador: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (CNPJ: 02.201.501/0001-61) | Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP:20.030-905 | Telefone: (21) 3219-2500, Fax (21) 3219- 2501 | www.bnymellon.com.br/sf | SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21) 3219-2600, (11) 3050-8010 | Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 725 3219.

Gestor: Canvas Capital S.A., (CNPJ: 15.377.863/0001-50), Rua Natingui, 442, Cjto. 203, São Paulo/SP (11) 3185-9200 - www.canvascapital.com.br.

Para mais informações, consulte o site do Gestor: www.canvascapital.com.br ou entre em contato com a área de Relações com Investidores pelo telefone (011) 3185-9200.

