



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

RESENHA MENSAL DE CRÉDITO PRIVADO

JULHO 2023



Resenha Mensal de Crédito Privado – Julho de 2023

E eis que já vivemos metade de 2023. Não só com as tradicionais sensações de “como passou rápido!” e de “quanta coisa aconteceu!” (e quanta coisa aconteceu mesmo!), mas com a convicção de que teremos um grande segundo semestre pela frente.

Essa convicção vem do fato de que há muita coisa boa no horizonte. As nuvens cinzas e negras começam a se dissipar e esperamos um semestre menos turbulento no mundo do crédito privado. Claro, convém (no sentido mais forte da palavra) manter os cintos devidamente afivelados: não é porque deve vir por aí uma queda (gradual ou não) de juros que nossos processos e diligência para analisar empresas e seus demonstrativos financeiros vão mudar. Uma coisa é uma coisa...

Mas antes de começar propriamente nossa resenha mensal: o último dia do semestre trouxe mais que o feliz aniversário de um ano do nosso Trígono Pulsar (a primeira cota é de 30/06/2022. Parece que foi ontem – como essas crianças crescem rápido...). Também foi o dia de um grande – grandioso – anúncio da nossa gestora: com muito orgulho, a Trígono e a BB Asset – gestora líder de mercado no Brasil, com 20% de *market share* e R\$ 1,4 trilhão sob gestão – são agora parceiras.

A Trígono Capital, após rigoroso processo de análise, foi a selecionada para a parceria entre mais de 160 gestoras focadas em FIAs. As empresas vão atuar de forma independente, mas explorando potenciais sinergias com foco no cliente. Para a Trígono, a parceria com a BB Asset reforça vantagens competitivas, origem e distribuição de produtos e processos de investimento. A expectativa é crescer de forma substancial com este acordo, oferecendo produtos com estratégias sofisticadas a toda a base de clientes do Banco do Brasil.

Não cabemos em nós mesmos de entusiasmo. Vamos oferecer ao mercado a robustez de nossas sinergias e muitas conquistas vêm por aí.

Além das excelentes perspectivas para a nossa gestora com a parceria com o BB, o otimismo se justifica por conta de um alinhamento de fatores bastante favorável.

Primeiro: as bases para o início da queda de juros estão dadas. Muito provavelmente, os cortes da Selic começam em agosto (deste ano). As projeções para o IPCA, por sua vez, estão em 3,92% em 2024, em 3,60% em 2025 e em 3,50% em 2026 (Boletim Focus do BC, de 3/7/2023). Ou seja: a inflação está convergindo para a meta (que varia 1,5 ponto percentual, para mais ou para menos). O mesmo boletim informa que a Selic deve chegar ao fim do ano em 12%, em 9,5% ao fim de 2024 e em 9% ao fim de 2025. Se for assim mesmo, vamos ouvir um grande suspiro de alívio das empresas – e veremos se formar uma espiral positiva de confiança e, esperamos, de investimentos.

Também temos visto agentes de mercado reverem para cima projeções para o PIB – o boletim citado logo acima mostra uma expectativa de crescimento de 2,19% para 2023.

Essa conjuntura faz com que o mercado já passe a desafiar o Copom (Comitê de Política Monetária do BC) no ritmo do corte. Na nossa visão, a autoridade monetária vai sempre depender de dados – mas, sem dúvida, se as expectativas inflacionárias derem espaço, e se ficar muito bem contido o risco de desancoragem de inflação, um ritmo de corte de mais que 0,25 ponto percentual não está descartado.



Nós, gestores, no entanto, nunca podemos esquecer dos riscos. Os que hoje estão na mesa são conhecidos: desvalorização cambial, mercado de trabalho apertado e um eventual choque de preços de alimentos ou combustíveis. Este último, aliás, parece improvável: o preço internacional do petróleo vem caindo, mesmo debaixo de três cortes de produção da OPEP, e os preços dos combustíveis vêm caindo no mercado local, ignorando a defasagem em relação ao mercado internacional (favorável à inflação).

O Congresso até aqui tem se mostrado guardião das contas públicas; dele podem vir também bons ventos a dissipar as nuvens. O arcabouço fiscal – tema já explorado em resenhas anteriores –, mesmo que longe do ideal, deve ser finalizado com um desfecho melhor que o esperado pelo mercado: a Câmara dos Deputados deve rejeitar as benesses concedidas pelo Senado. A tão esperada reforma tributária parece ganhar corpo com objetivo de uma simplificação. Mais recentemente, parece caminhar para algo aceitável por União, estados e municípios – entes federativos conhecidos por seus interesses antagônicos na mesa de negociação. Um avanço, não há como negar.

A agenda ainda traz temas menores, mas não menos importantes: a análise do projeto do marco das garantias pelo Senado (fundamental para o nosso mercado de crédito) e o voto de qualidade do Carf – que, mesmo sem parecer audacioso, está sendo considerado prioritário por um governo com pretensões arrecadatórias para cumprir promessas de superavit fiscal.

Sem dúvida alguma, uma queda mais rápida da Selic estará condicionada ao avanço e à entrega da agenda pelo Congresso Nacional. Havia um risco, pouco provável há até pouco tempo, mas relevante para o início do corte de juros, sobre a reunião do CMN (Conselho Monetário Nacional) de 29 de junho, quando seria decidida a meta de inflação para a economia brasileira. O CMN reafirmou a meta de inflação de 2023 em 3,25%, manteve as de 2024 e 2025 em 3% e estabeleceu a de 2026 também em 3%. Manteve também as bandas de 1,5 ponto percentual ao redor da meta.

Pode-se até questionar se esse nível de meta de inflação não é demasiado baixo para a economia brasileira. Seja como for, aplaudimos a decisão: uma mudança a essa altura do campeonato poderia ser muito prejudicial em si mesma – e pior: vista como capitulação a pressões políticas.

A grande novidade, no entanto, veio com a extinção da jabuticaba brasileira: o ano-calendário como base para cumprir a meta. Agora, a partir de 2025, o BC vai buscar cumprir a meta olhando um horizonte maior – que pode ser a inflação acumulada em 12 meses, 18 meses ou até mais. Isso lhe dará mais flexibilidade para conduzir a política monetária.

E junho (dia 14) ainda teve uma cereja no bolo: a alteração de perspectiva – de “estável” para “positiva” – do *rating* soberano do Brasil pela agência classificadora de risco Standard & Poor’s, que o reafirmou em “BB-” na escala global. A S&P reconheceu os esforços de políticas pragmáticas, e mesmo que o *upgrade* leve cerca de um ano para se concretizar, a perspectiva positiva incorporou os sinais de maior certeza de estabilidade das políticas fiscal e monetária.

A agência ainda reconheceu que o crescimento contínuo do PIB, somado ao arcabouço fiscal, pode resultar em uma dívida do governo abaixo daquela esperada inicialmente, ampliando assim a flexibilidade monetária – o que, por sua vez, sustentaria a posição externa líquida do Brasil. A melhora do ambiente macro e da confiança para negócios e investimentos muda também a percepção de risco por parte de investidores e alocadores globais. A possibilidade de um *upgrade* no *rating* soberano, ou a indicação de que ele está a caminho, significa para



empresas e bancos menor percepção de risco de crédito – o que se traduz em menor custo de financiamento de suas dívidas e até em maior prazo de vencimento.

Todos sabemos que o calcanhar de Aquiles do *rating* soberano do Brasil é o fiscal. O país perdeu o “grau de investimento” pela S&P em setembro de 2015, com o rebaixamento de “BBB-” para “BB+”. Quanto tempo até que se recupere tal prestígio? Não existe fórmula mágica nem regra de bolso para isso, claro. Mas, pensando que o leitor poderia estar curioso para saber, fomos investigar. Pesquisamos junto à Standard & Poor’s exemplos de governos soberanos que perderam grau de investimento em algum momento, fizeram a lição de casa e voltaram a recuperar. O que encontramos está no quadro a seguir:

País	Data da perda do Grau de Investimento	Data da recuperação do Grau de Investimento	Tempo (em anos)
Bulgária	dez/2014	dez/2017	3,0
Chipre	jan/2012	set/2018	6,7
Colômbia	set/1999	mar/2011	11,5
Coreia do Sul	dez/1997	jan/1999	1,1
Croácia	dez/2012	mar/2019	6,2
Hungria	dez/2011	set/2016	4,8
Indonésia	dez/1997	mai/2017	19,4
Letônia	fev/2009	mai/2012	3,2
Portugal	jan/2012	set/2017	5,7
Romênia	out/2008	mai/2014	5,6
Uruguai	fev/2002	jul/2011	9,4
MÉDIA			7,0
MEDIANA			5,7
Brasil	set/2015	?	7,8

Fonte: Bloomberg, Standard & Poor's, elaboração Trígono Capital

Apenas por curiosidade, o Brasil já está “atrasado”, por assim dizer, nessa recuperação: desde que perdeu o *investment grade* (em setembro 2015) já se passaram quase 8 anos. Reformas econômicas quase sempre são impopulares, mas no longo prazo trazem o benefício de melhorar a relação dívida/PIB através de redução de gastos públicos e ganhos de produtividade e arrecadatários. Outra curiosidade muito interessante: a recordista do quadro, a Indonésia, no período de 19,4 anos “defaultou” (quebrou, inadimpliu ou promoveu *distressed exchanges* de dívida) três vezes – em 1999, em 2000 e em 2002. Uruguai e Chipre também “defaultaram”, em 2003 e em 2013, respectivamente. Fizeram um caminho de recuperação do selo de bons pagadores também árduo e penoso – mas não menos exitoso.

De novo: para o segundo semestre do ano, o que se vê é uma melhora do cenário – mas somos gestores. Os riscos não podem ficar longe dos olhos. Acreditamos que os riscos estão mais no cenário internacional do que no local.

Geopolítica e escalada da guerra Rússia x Ucrânia são temas que se deve acompanhar, além do binômio inflação/juros nas economias desenvolvidas. Neste último, os EUA pareciam já estar mais próximos do fim de ciclo: pausaram para observar e decidir os próximos passos, é verdade, mas, se o temor de recessão ganhar peso nas narrativas, talvez venha por aí ainda uma alta de 0,25 ponto percentual. Se as narrativas e dados, além disso, caminharem mais para o lado da persistência inflacionária e da força do mercado de trabalho norte-americano, devem vir duas altas. Mas acreditamos que o enredo deste filme está dado.

Já na Europa, a situação é um pouco mais complicada – o remédio amargo de elevação dos juros, então, ainda vai ser aplicado por um bom período.



Já na China, há uma grande decepção na reabertura pós-covid-19 – o que ficou evidente no preço das *commodities*, principalmente no do barril do petróleo. Mas não convém duvidar da China: esse filme já passou antes e a capacidade do governo chinês de prover recursos financeiros ou subsídios para sustentar agendas de infraestrutura nunca deve ser menosprezada (inclusive via redução de compulsórios ou juros, já que inflação não tem sido uma temática na China como é em outras partes do mundo).

Independentemente dos riscos, é indiscutível que, numa foto imaginária dos mercados emergentes, o Brasil saltaria aos olhos do alocador global que a estivesse olhando:

- Não temos guerra
- Somos uma democracia plena, com instituições que funcionam
- Temos reservas internacionais abundantes
- Temos contas externas robustas
- Não dependemos do capital externo para financiar nossa dívida pública
- Nossas empresas estão com *valuation* descontado
- Vivemos um ambiente de juros elevados prestes a entrar em um ciclo de fechamento de taxa, o famoso *carry trade*, que o gringo tanto aguarda e adora surfar

E a onda está chegando! E para surfar em nossa Bolsa de Valores descontada ou em nosso *carry trade* eles precisam comprar real/vender dólar. Daí viria uma moeda brasileira valorizada. Que combina com melhora na inflação. Que rima com juros civilizados. Quem sabe não está começando uma bela espiral positiva?

Em junho continuamos a ver uma melhora progressiva do mercado de crédito privado. Quando olhamos o mercado em CDI+, a grande maioria dos papéis apresentou fechamento de prêmio de risco, incluindo alguns emissores com métricas de crédito alavancadas, mas que puderam refinar suas dívidas ou emitir ações via *follow-on* no mercado brasileiro. Por outro lado, um número menor de empresas, com uma concentração razoável em varejo e em saúde/medicamentos, foi mais afetado pela abertura de *spreads* de crédito – sinal claro de que juros altos, baixas margens operacionais e deterioração das métricas creditícias ainda impõem desafios enormes. Muita diligência de gestores e de analistas de crédito nas análises e nas decisões é imprescindível para separar o joio do trigo.

O mercado primário esteve presente durante junho e apresentou forte demanda por parte dos investidores, principalmente em setores mais resilientes e previsíveis em termos de fluxo de caixa. Foi comum ver demanda acima do volume ofertado e rateio proporcional às ordens colocadas nos processos de *bookbuilding*. Nós participamos ativamente de emissões de setores resilientes e de emissores com fortes fundamentos de crédito.

O mercado secundário também mostrou sinais de dinamismo – boa parte dos ativos apresentou fechamento dos *spreads*. No mês, a performance relativa do fundo mostrou boa recuperação em relação aos meses anteriores, mas foi afetada pela ampliação dos prêmios de risco em poucos ativos, enquanto a grande maioria dos títulos apresentou fechamento relevante dos *spreads* de crédito.

Ao final de junho, tínhamos 54 títulos em carteira, com carregamento de CDI + 2,03% a.a. (equivalentes a 115% do CDI), rating médio br.AA+ e 2,6 anos de *duration*. Seguimos diversificados setorialmente: bancos (15%), energia elétrica (13%), saneamento (11%) e transporte & logística (8%).



Um excelente segundo semestre a todos, com céu mais claro e voo mais suave!
Agradecemos a confiança de parceiros, amigos e investidores. Até a próxima!

Equipe de Crédito Privado da Trígono Capital

Werner Roger, Sócio-Fundador & CIO Trígono Capital

Marcelo Antonio Tramontina Peixoto, CGA — Sócio e Gestor de Crédito Privado

Thais Abdala — Analista de Crédito

Rômulo Bredt, CGA, CNPI — Analista de Crédito

Conheça o TRÍGONO PULSAR BLEND , o 1º fundo de Crédito Privado da Trígono Capital
(<https://trigonocapital.com/fundos/trigono-pulsar-blend-fic-fim-credito-privado>)

Lâmina do TRÍGONO PULSAR BLEND , o 1º fundo de Crédito Privado da Trígono Capital
(https://trigonocapital.com/wp-content/uploads/2023/07/Folder-PULSAR_JUN_23-1.pdf)

=====





TRÍGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

www.trigonocapital.com

AV. DR. CHUCRI ZAIDAN, 1550 - 22º ANDAR - CONJ. 2206/2207
CHÁCARA SANTO ANTÔNIO - SÃO PAULO - SP CEP 04583-110