



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

RESENHA MENSAL DE CRÉDITO PRIVADO

OUTUBRO 2023



Resenha Mensal de Crédito Privado – Setembro de 2023

E abrem-se as cortinas do trimestre final de 2023, um ano a se lembrar.

Os últimos 92 dias começam a correr com novidades para a indústria brasileira de fundos de investimentos com a entrada em vigor, em 2 de outubro, da Resolução CVM 175 – mais conhecida como **Novo Marco Regulatório dos Fundos de Investimentos**.

Ela era esperada para 3 de abril, mas a complexidade das alterações e as adaptações pelas quais o mercado precisava passar postergaram sua chegada. Achamos por bem aqui destacar para o caro leitor e para a cara leitora aquelas alterações que modernizaram nossa indústria e que nos aproximaram das melhores práticas internacionais.

Eis as mais significativas:

- Os fundos que investem até 100% no exterior deixaram de estar ao alcance apenas de investidores qualificados (aqueles com investimentos superiores a R\$ 1 milhão): o varejo agora também tem acesso.
- Os FIDCs (Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios) cotas seniores passaram a ser oferecidos ao público em geral.
- As taxas deverão ser discriminadas no regulamento do fundo em custos de administração, gestão e distribuição – um claro movimento rumo a mais transparência.
- Os fundos de investimentos socioambientais deverão informar tanto os benefícios quanto o alinhamento às práticas ESG (para combater o “greenwashing”).
- Os gestores passam a ter **seis** meses (e não mais três) para *disclosure* (divulgação) dos portfólios.
- Os fundos poderão investir diretamente em criptoativos (e não mais pela via obrigatória de índices de referência).
- A partir de abril de 2024 poderão ser criadas classes e subclasses de cotas de fundos, simplificando a quantidade de fundos. Cada uma poderá ter sua própria taxa de administração e investimento mínimo, de acordo com público-alvo.

São medidas importantes rumo à modernização e à padronização com as melhores práticas internacionais. Mas temos que reforçar que, mesmo ao democratizar o acesso a produtos antes restritos a investidores qualificados ou mais sofisticados, é preciso preservar o adequado “suitability”: a análise do **Perfil de Risco do Investidor**, de olho em seus objetivos e horizontes de investimento.

Em relação aos principais desenvolvimentos no mercado, em setembro vimos os riscos no ambiente externo se intensificarem enquanto, por aqui, o Banco Central manteve que seguirá com taxas de juros restritivas a fim de consolidar as expectativas de inflação em direção às metas estabelecidas pelo CMN (Conselho Monetário Nacional).

Começamos pelo ambiente interno. O nosso calcanhar de Aquiles, bem sabem todos, continua a ser nossa situação fiscal. Está cada vez mais claro aos agentes de mercado que as metas que o governo se impôs dificilmente serão cumpridas; restaria apenas tentar adivinhar quando será feita essa comunicação – ou, no popular: quando o governo vai “jogar a toalha”.



Se, por um lado, estão sendo feitos esforços para aumentar a arrecadação tributária (dependendo de aprovações no Congresso Nacional, o que nunca é fácil), acompanhados da agradável surpresa do crescimento acima do esperado na economia, por outro, dados recentes mostram forte deterioração no resultado das contas públicas – sem um esforço casado para cortar ou contingenciar gastos. E sem esquecer que maioria no Congresso e no governo não tem – o que torna aprovações já difíceis ainda mais difíceis.

Este imbróglio é, a nosso ver, o principal entrave doméstico para uma maior convergência da inflação à meta – ou seja: impede que o ritmo de queda dos juros se acelere.

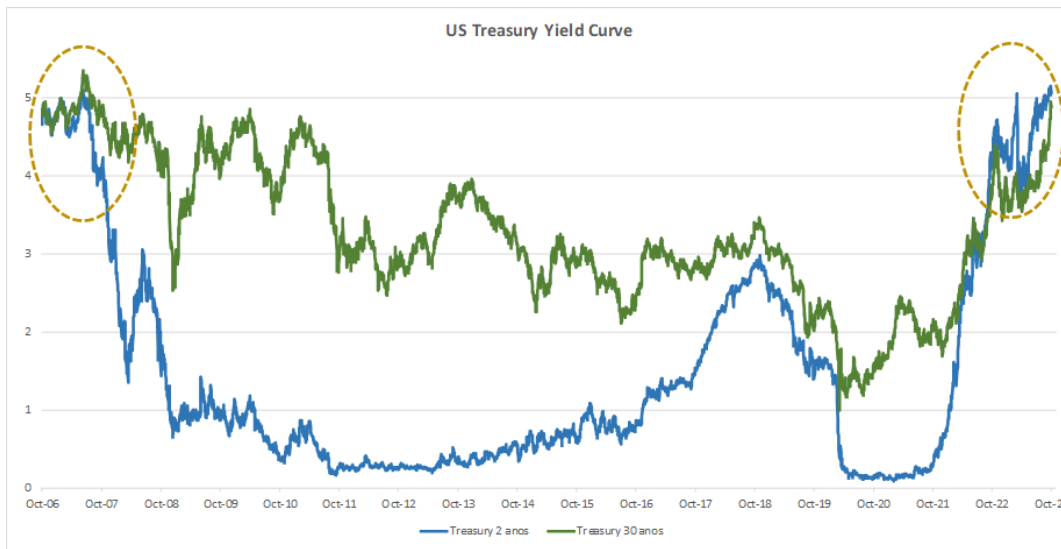
No ambiente global, os índices de inflação nas principais economias do mundo resolveram desacelerar para tomar um fôlego. Mas foi uma pausa seletiva: *commodities* e bens duráveis tiveram um alívio, mas a demanda por serviços continua alta – e pressionada por um ainda apertado (embora menos do que antes) mercado de trabalho. Sem vontade de arriscar (o que é ótimo), autoridades monetárias vêm dizendo que os juros permanecerão elevados e restritivos por mais tempo (“higher for longer”).

Mas a explicação para as recentes altas dos Treasuries não se esgota nisso. Há também o fato de países como China e Rússia (outrora grandes detentores desses títulos) terem reduzido drasticamente suas compras e até terem vendido grandes posições. Também temos o crescente risco fiscal norte-americano – vimos há pouco um flerte com o *shutdown* – a paralisação de pagamentos devido a um impasse no orçamento porque republicanos e democratas no Congresso não se entendem sobre o teto da dívida pública.

Uma vez mais, a solução veio aos 90 minutos do segundo tempo – e não sem fazer o mundo todo prender a respiração. O gráfico abaixo mostra o grande movimento dos juros nos EUA, próximo a patamares de 2007. A elevação das taxas longas (Treasury de 30 anos) pode estar mais ligada a questões estruturais e a um desejo de recompensa maior por parte dos investidores para correr esse risco. Quem diria?

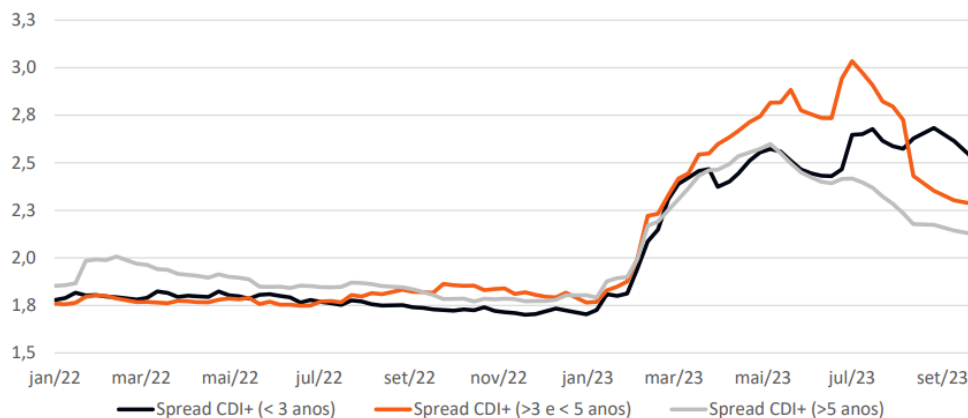
Teria esse patamar de 5% (em dólares) vindo para ficar? Está exagerado e contaminado por *stop-losses* de fundos? O tempo dirá. Mas a nós, brazucas, não terá escapado a crescente preocupação geral quanto à sustentabilidade ou quanto à deterioração da dívida soberana do Tio Sam – ainda mais nós, tão acostumados a crises e a ciclos de deterioração fiscal.





Fonte: Bloomberg, elaboração Trígono Capital

Já no nosso mercado de crédito privado, em setembro foi adiante a compressão dos prêmios de risco para a maior parte dos emissores. Embora os *spreads* de crédito já tenham apresentado fechamento relevante desde os eventos Americanas e Light (no já um tanto longínquo primeiro trimestre), ainda vemos níveis saudáveis de prêmios de risco no mercado secundário se comparados àqueles eventos ou ao cenário pré-pandemia.



Fonte: Itaú BBA Monitor Local Crédito Corporativo – 02 de Outubro de 2023

O mercado primário, por sua vez, esteve mais aquecido se comparado a agosto. Um total de 192 ofertas primárias foram finalizadas, com volume total de R\$ 120 bilhões. Dentre tais ofertas, destacamos as seguintes:



Emissor	Instrumento	Série	Incentivada	Prazo	Rating	Montante Emitido (R\$ MM)	Taxa Teto	Taxa Final
Copasa	DEB	1ª	Não	set/30	brAAA	114	CDI + 1,30%	CDI + 1,20%
Copasa	DEB	2ª	Não	set/30	brAAA	786	IPCA + 8,10%	IPCA + 7,10%
Enauta	DEB	1ª	Sim	set/29	Sem rating	104	IPCA + 9,26%	IPCA + 7,11%
Enauta	DEB	2ª	Não	set/28	Sem rating	Não emitida	CDI + 4,50%	-
Enauta	DEB	3ª	Sim	set/29	Sem rating	997	15,02%	13,97%
Aegee	DEB	1ª	Não	set/26	brAA+	434	CDI + 3,0%	CDI + 2,75%
Aegee	DEB	2ª	Não	set/28	brAA+	566	CDI + 3,20%	CDI + 2,95%
Eletrobras	DEB	1ª	Sim	set/31	brAAA	4.000	IPCA + 6,63%	IPCA + 6,32%
Eletrobras	DEB	2ª	Não	set/28	brAAA	3.000	CDI + 2,15	CDI + 1,55%
Banco RCI	LF	1ª	Não	set/25	brAAA	295	CDI + 1,50%	CDI + 0,85%
Banco RCI	LF	2ª	Não	set/26	brAAA	261	CDI + 1,65%	CDI + 1,05%
Banco RCI	LF	3ª	Não	set/27	brAAA	145	CDI + 1,80%	CDI + 1,25%
Banco Yamaha	LF	1ª	Não	set/25	brAAA	291	CDI + 1,35%	CDI + 1,05%
Banco Yamaha	LF	2ª	Não	set/26	brAAA	209	CDI + 1,55%	CDI + 1,30%

Fontes: CVM, BBI, BTG Pactual, elaboração Trígono Capital

Seguimos com a estratégia de participar de modo seletivo do mercado primário sempre que encontramos fortes fundamentos de crédito acompanhados de remuneração adequada pelo risco e prazo das emissões. Observem que apetite e demanda dos investidores continuam vorazes (estreitamento na taxa final das emissões) – sinal de fluxo favorável para a classe de ativos.

Em termos de desempenho relativo, fomos impactados pela marcação a mercado de dois ativos em carteira (dos setores de Transporte & Logística e Químico). Esses impactos foram em parte neutralizados pelo desempenho bastante positivo dos demais ativos da carteira.

Fechamos setembro com captação líquida positiva, 81 papéis, carregos de CDI + 2,18% a.a. (equivalente a 117% do CDI), rating médio br.AA+ e 2,6 anos de *duration*. Seguimos setorialmente bem diversificados, com a maior exposição em energia elétrica (15,3%), seguido pelos setores financeiro (11,9%) e de saneamento (10,2%). Diante de um ambiente ainda desafiador de juros altos (ainda que em queda gradual), essa tríade setorial é a nossa preferida, devido à resiliência, à robustez das métricas de crédito e à previsibilidade dos fluxos de caixa.

Saudações e um excelente quarto trimestre de 2023 a todos!

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





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