



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

RESENHA MENSAL DE CRÉDITO PRIVADO

NOVEMBRO 2023



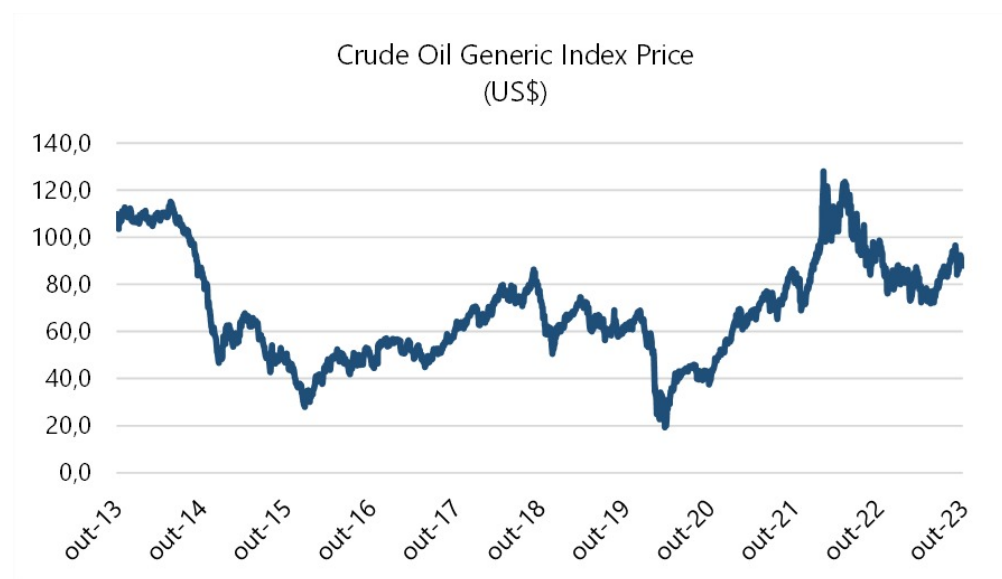
Resenha Mensal de Crédito Privado – Outubro de 2023

Outubro começou com um fato inesperado que se desdobraria em consequências grandes, trágicas e irrecorrivelmente imprevisíveis: uma nova guerra. O grupo terrorista Hamas executou contra Israel um ataque que se poderia rotular com a expressão popular “raio num céu azul”. A resposta israelense tem sido intensa, para dizer o menos. A cobertura jornalística tem sido ampla e dinâmica: qualquer número ou informação que fossem aqui colocados estariam velhos no momento em que o leitor tivesse esse texto diante de si. Por isso, recomendamos enfaticamente acompanhar o noticiário.

E tudo isso enquanto outra guerra segue seu curso, de Rússia contra Ucrânia, em um mundo que mal começou a se recuperar dos danos causados pela pandemia. O historiador britânico Eric Hobsbawm lançou, em 2002, sua autobiografia intitulada “Tempos Interessantes”; por mais interessante – e extremo – que tenha sido o século 20, mal podia ele saber o que estava apenas duas décadas à frente.

Pois bem, após essa breve digressão: Hamas e Israel se enfrentam em um conflito de elevada complexidade, de grande potencial para escalar e para o qual não há o mais leve sinal de fim à vista. Sem dúvidas terá impactos relevantes no preço das commodities, principalmente petróleo. Não podemos esquecer que a oferta desse já foi restringida pela OPEP, em um cenário que ainda inclui pouco investimento – em razão dos movimentos por transição energética. A guerra no Oriente Médio coloca o preço do barril do petróleo sob pressão, estando esse já em um patamar elevado (US\$ 88 por barril, ao final de outubro).

O que mantém boa parte do mundo prendendo a respiração é o risco de que outros atores se envolvam no conflito. Quase um terço da produção mundial de petróleo escoia pelo estreito de Ormuz, porta de entrada para o Golfo Pérsico – e o Irã é um inimigo declarado de Israel e dos EUA. Uma eventual entrada sua mais incisiva no conflito israelo-palestino teria como consequência para o mundo inflação, juros e impactos hoje impossíveis de mensurar sobre o crescimento global. Sem mencionar os riscos militares e de segurança.

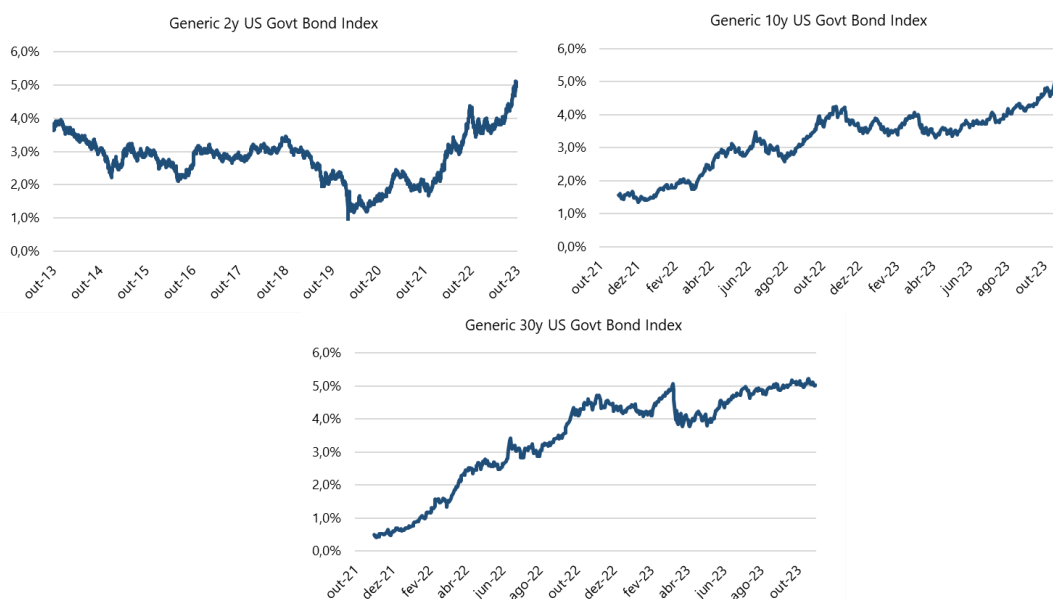


Fonte: Bloomberg, elaboração Trígono Capital



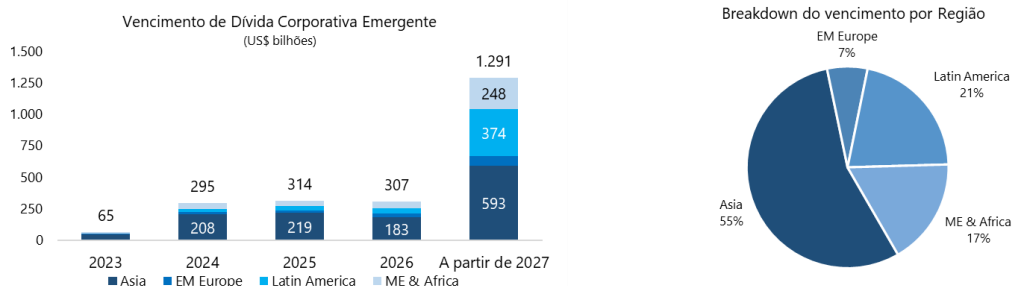
O outro lado da moeda é que, em um cenário de aversão ao risco, os Treasuries (títulos do governo americano), ainda que pressionados e voláteis, nunca serão esquecidos: todos sabemos que são o porto seguro dos investidores.

E o que vimos em outubro foi uma grande volatilidade: de um lado, o crescente déficit fiscal norte-americano e os discursos de membros do Fed na direção de um ambiente de juros “higher for longer” (“mais alto por mais tempo”). De outro, a ainda lenta, mas já detectável desinflação global e alguma descompressão nas taxas causada justamente pela aversão ao risco. Os Treasuries foram, são e (na nossa opinião) continuarão a ser refúgio para os investidores, ainda que se acomodem em patamares estruturalmente mais elevados.



Fonte: Bloomberg, elaboração Trígono Capital

Nesta resenha mensal resolvemos lidar – munidos com dados – com a pergunta que invariavelmente recebemos de nossos investidores (muito pertinente, aliás): o que será da dívida corporativa emergente a vencer nos próximos anos? Mais precisamente: como explicar a dificuldade dos emissores em refinanciar suas dívidas justamente quando as Treasuries atingem os patamares mais elevados dos últimos 15 anos?



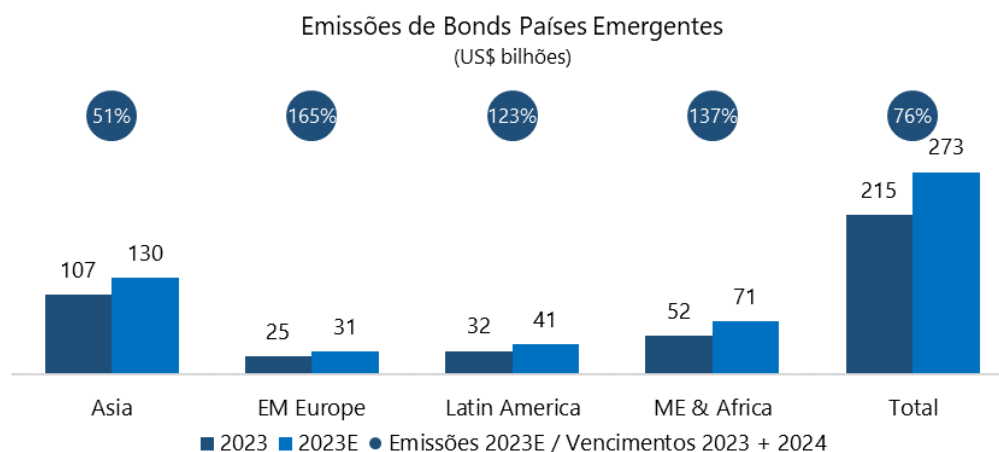
Fonte: Emerging Markets Corporate Strategy Presentation September 2023 J.P.Morgan, elaboração Trígono Capital



Os gráficos nos mostram alguns dados interessantes. O montante de dívida a vencer no mercado internacional de bonds, embora aumente de forma relevante a partir de 2024, não representa um desafio uniforme para todas as regiões do planeta. Na consideração global, a Ásia (leia-se China) é a região mais pressionada, e terá uma lição de casa para lá de exigente. Mas os montantes parecem administráveis, em um contexto de juros nos EUA reentrando na atmosfera (depois de uma temporada nas alturas espaciais) a partir do 2º trimestre de 2024, segundo as projeções de mercado. Esse movimento descendente será muito bom para o mercado de emissões internacionais.

Os gráficos seguintes corroboram isso. Olhemos um pouco mais de perto a América Latina, por exemplo: 2023 terá sido (em outubro, já se pode ter uma idéia bem boa do ano como um todo) um ano fraquíssimo para emissões corporativas em termos de volume total emitido (até pelo global de juros altos e ausência de capex relevante, como as petroleiras latino-americanas costumavam investir). O total deverá chegar a US\$ 41 bilhões.

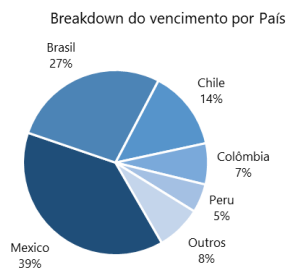
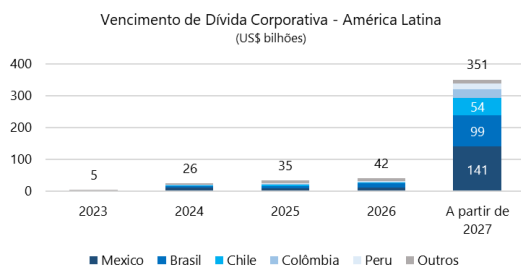
E, mesmo assim, esse volume é capaz de cobrir 123% dos vencimentos remanescentes de 2023 somados a todos os vencimentos de 2024 – situação bastante confortável. Esse mesmo nível de cobertura, no caso da Ásia, é de apenas 51%. Como dissemos, desafiador.



Fonte: JP Morgan EM Corporate Strategy Daily – 30/10/2023, elaboração Trígono Capital

Se fecharmos o foco um pouco mais na América Latina, veremos montantes bastante confortáveis ano a ano para serem refinanciados. E, como é de se esperar, com a predominância de vencimentos de títulos de empresas e bancos dos dois principais mercados emissores de dívida: México (39%) e Brasil (27%).





Fonte: Emerging Markets Corporate Strategy Presentation September 2023 J.P.Morgan, elaboração Trígono Capital

Não podemos encerrar o tópico de dívida emergente sem falar de inadimplência – e aqui também há boas-novas. Na previsão mais recente do JP Morgan, praticamente todas as regiões (exceto Oriente Médio & África, onde deve permanecer constante) apresentarão melhora no indicador em 2024, na comparação com o pico recente em 2023.

Na América Latina, uma melhora substancial: de 7,1% para 5,6%. Ainda que possa parecer um nível elevado, é bem inferior ao período de 2016 – quando chegou a 9,2%, sob os impactos do efeito Lava Jato. Também devem pesar alguns casos de emissores argentinos, que, devido a controles de capital, provavelmente terão *distressed exchange offers* que, para as agências de rating, equivalem a *default*. O JP Morgan ainda incorpora em suas previsões de inadimplência para a região principalmente alguns casos mais estressados nos setores industrial, de telecomunicações e de instituições financeiras não bancárias.

Região	Taxa de Default											
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	set/23	2023E	2024E	
Ásia	3,1%	1,0%	1,0%	2,5%	1,8%	3,4%	13,3%	16,8%	8,4%	10,0%	4,5%	
EM Europe	2,5%	3,6%	3,6%	0,0%	0,0%	3,3%	0,0%	32,0%	20,5%	23,4%	3,0%	
Latam	5,7%	9,2%	2,0%	2,1%	2,3%	4,4%	2,5%	3,7%	5,4%	7,1%	5,6%	
ME e Africa	4,0%	5,7%	3,2%	0,0%	1,8%	2,1%	0,0%	0,6%	0,0%	0,5%	0,5%	

Fonte: JP Morgan EM Corporate Default Monitor 26/10/2023, elaboração Trígono Capital

No mercado de crédito privado local vimos continuidade do movimento dos últimos meses, com fechamento do prêmio de risco para a maioria dos ativos. Já não é raro encontrarmos ativos com prêmio de risco comparáveis a níveis pré-crise Americanas e Light.

Em nossa carteira especificamente, o desempenho relativo levemente abaixo do *benchmark* refletiu basicamente a abertura dos spreads de crédito de dois ativos dos setores de transporte & logística e químico (para o qual aproveitamos uma oportunidade de venda no final do mês). Temos diminuído também posições em alguns títulos bancários que, em nossa opinião, fecharam muito *vis-à-vis* liquidez comparada a debêntures high grade.

O mercado de emissões primárias seguiu presente, com 225 operações finalizadas em outubro e volume financeiro de R\$ 144 bilhões, superando as 192 operações de setembro (R\$ 120 bilhões). Dentre as principais, destacamos:



Emissor	Instrumento	Série	Incentivada	Prazo	Rating	Montante Emitido (R\$ MM)	Taxa Teto	Taxa Final
B3	DEB	Única	Não	5 anos	brAAA	2.550	CDI + 1,35%	CDI + 1,05%
ISA CTEEP	DEB	1ª	Sim	10 anos	brAAA	784	IPCA + 6,26%	IPCA + 6,26%
ISA CTEEP	DEB	2ª	Sim	15 anos	brAAA	1.116	IPCA + 6,44%	IPCA + 6,44%
Energisa	DEB	1ª	Sim	7 anos	brAAA	184	IPCA + 6,17%	IPCA + 6,17%
Energisa	DEB	2ª	Sim	10 anos	brAAA	1.153	IPCA + 6,45%	IPCA + 6,45%
Energisa	DEB	3ª	Não	7 anos	brAAA	500	CDI + 1,60%	CDI + 1,45%
IMC	DEB	Única	Não	5 anos	brBBB	200	CDI + 4,20%	CDI + 4,20%
Unipar Carbocloro	DEB	Única	Não	7 anos	brAA+	750	CDI + 2,05%	CDI + 2,05%
Aegea	DEB	1ª	Não	3 anos	brAA+	434	CDI + 3,00%	CDI + 2,75%
Aegea	DEB	2ª	Não	5 anos	brAA+	566	CDI + 3,20%	CDI + 2,95%
Aegea	DEB	Única	Sim	8 anos	brAA+	2.686	18,00%	16,34%
Prolagos	DEB	Única	Não	5 anos	brAA+	400	CDI + 2,58%	CDI + 2,58%
Banco Volks	LF	1ª	Não	2 anos	brAAA	558	CDI + 1,10%	CDI + 0,90%
Banco Volks	LF	2ª	Não	3 anos	brAAA	284	CDI + 1,20%	CDI + 1,00%
Banco Volks	LF	3ª	Não	4 anos	brAAA	159	CDI + 1,35%	CDI + 1,25%
Banco CNH Industrial	LF	1ª	Não	2 anos	brAAA	312	CDI + 1,15%	CDI + 0,90%
Banco CNH Industrial	LF	2ª	Não	3 anos	brAAA	172	CDI + 1,30%	CDI + 1,00%
Banco CNH Industrial	LF	3ª	Não	4 anos	brAAA	116	CDI + 1,50%	CDI + 1,30%

Fonte: CVM, elaboração Trígono Capital

Participamos de forma seletiva e criteriosa, e apenas quando vimos fortes fundamentos de crédito e nível de remuneração condizente ao risco do emissor e à *duration* da operação.

Encerramos outubro com carteira diversificada em 80 papéis, carregue de CDI + 1,59% a.a. (equivalente a 113% do CDI), rating médio br.AA+ e 2,6 anos de *duration*. A diversificação por setores é boa, com a maior exposição (16,2% do fundo) em Energia Elétrica, seguido por Saneamento (12,8%) e pelo setor Financeiro (10%). A posição de caixa é de 12,8% – apropriada para fazer frente às oportunidades que se apresentem no secundário e continuar participando de modo seletivo do mercado de emissões primárias.

Um forte abraço a todos e até nossa Resenha de novembro!

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





TRIGONO

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