



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

RESENHA MENSAL DE CRÉDITO PRIVADO

DEZEMBRO 2023



Resenha Mensal de Crédito Privado – Novembro de 2023

A Resenha mensal de crédito pede licença ao distinto leitor para prestar homenagem muito mais que devida a uma figura das mais admiradas no mundo dos investimentos: Charlie Munger. Braço direito e sócio de Warren Buffett na Berkshire Hathaway, Munger morreu no dia 28 de novembro, aos 99 anos, em um hospital na Califórnia (EUA).

Seu legado mais imediato, claro, é o deixado para o mundo dos investimentos – uma coleção de princípios, ensinamentos e citações que orientam e orientarão tantos profissionais desse setor. Mas alguns desses ensinamentos cabem no escaninho “Lições de Vida” também. Deixamos aqui um exemplo ao leitor: “O mundo está cheio de apostadores, e eles não vão se sair tão bem quanto o investidor paciente”. A Trígono Capital abraça essa ideia e pode dizer com propriedade: os resultados auferidos mais que comprovam que Munger estava certo.

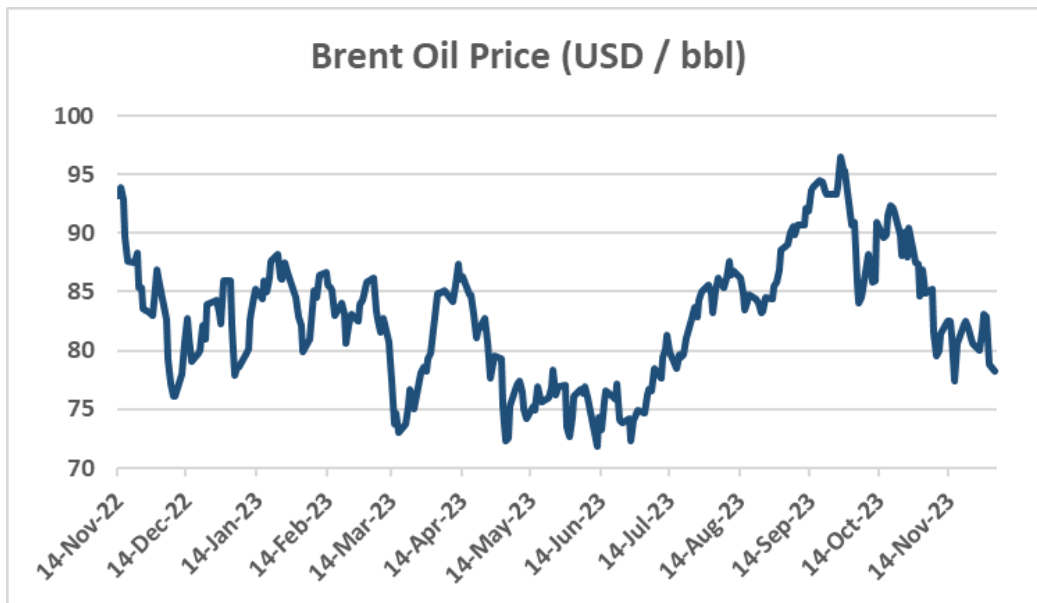
Pois bem: novembro vai ser um daqueles meses difíceis de se esquecer. Histórico ele já é – nem o mais otimista dos otimistas esperaria retornos tão favoráveis. A performance dos ativos de risco foi, em geral, excelente – do mercado de renda variável até o de *bonds high-yield*. Até alguns de correlação tradicionalmente negativa, como ouro e Treasuries, tiveram forte desempenho.

O que teria ocorrido para que novembro fosse esse mês tão espetacular? Seria mais uma euforia com doses de exagero do mercado financeiro? Ou algum fato gerador surgiu e desencadeou um aumento da confiança na alocação de risco com implicações para 2024?

Bom, a grande narrativa global no mês passado foi a renovada especulação de uma postura mais “dovish” do Federal Reserve (o BC dos Estados Unidos), com investidores cada vez mais confiantes na proximidade do fim do ciclo de alta dos juros. O rally dos mercados de fato teve início após a reunião do FOMC (Comitê Federal de Mercado Aberto – o Copom [Comitê de Política Monetária] deles) no início do mês, na qual se debateu à exaustão o aperto (significativo) já feito nas condições financeiras.

Em seguida, os dados de inflação ao consumidor (CPI) surpreenderam (para baixo), bem como dados (bem) mais moderados da atividade econômica – todos favorecendo o rally e a leitura de desaperto nos juros. O processo de moderação no crescimento – não só nos EUA, mas na Europa e China também – teve reflexos no preço do petróleo, com um bate-cabeça entre membros da OPEP acerca do corte na produção. Assim, o preço do barril Brent teve queda de 5,2% (cerca de US\$ 4,50/bbl), o que até pesa para as petrolíferas, mas favorece o ambiente desinflacionário – deixando o Fed com um estoque cada vez menor de desculpas para não começar a cortar logo os tais dos juros.

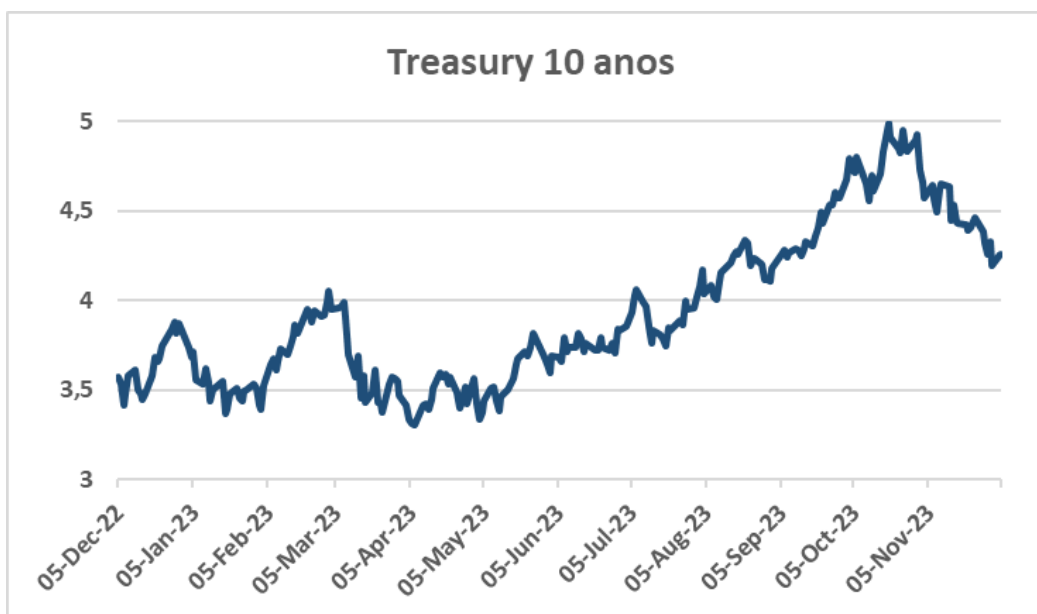




Fonte: Bloomberg, elaboração Trígono Capital

O mercado entendeu e já revisa suas expectativas, incorporando reduções nos juros do Fed para meados de 2024 em um primeiro momento (ao escrever essa resenha, já havia quem visse cerca de 40% de chance de um corte já em março). Jerome Powell bem que tentou acalmar a euforia do mercado – que, a princípio, o ignorou.

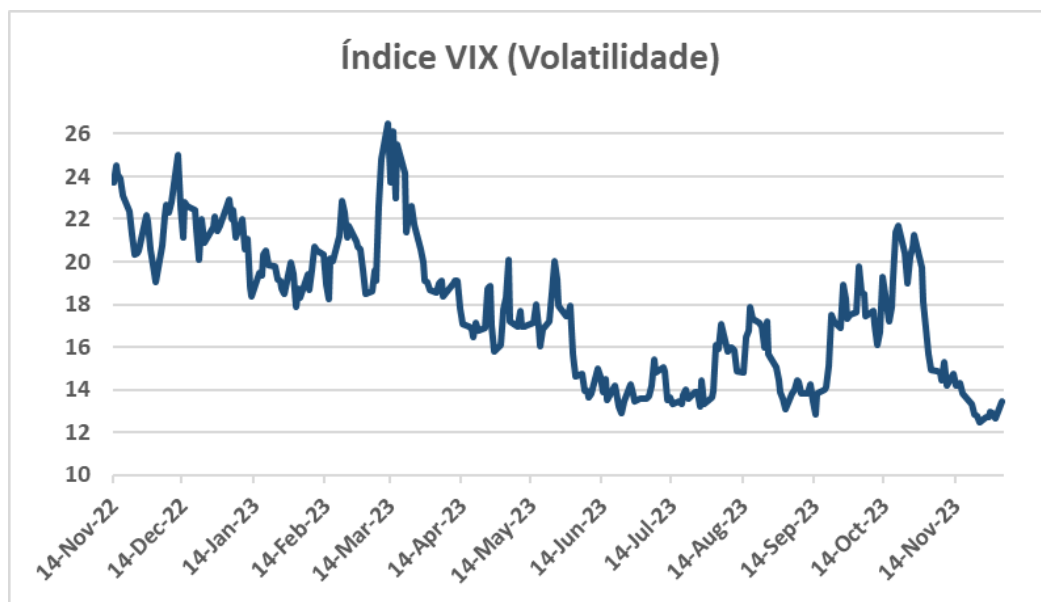
Esse contexto benéfico fez com que a Treasury 10 anos fechasse impressionantes 60 bps ao longo de novembro, passando de 4,93% a 4,33%. Veio uma onda de otimismo – ligando a chave *risk-on* em diversos outros ativos.



Fonte: Bloomberg, elaboração Trígono Capital



Não menos importante, o índice VIX (Índice de volatilidade – ou, na versão mais teatral, o “índice do medo”) recuou 5,2 pontos, para 12,9 pontos. Foi a maior queda mensal em um ano, chegando a um patamar historicamente baixo. Favoreceu a tomada de risco por parte dos investidores.



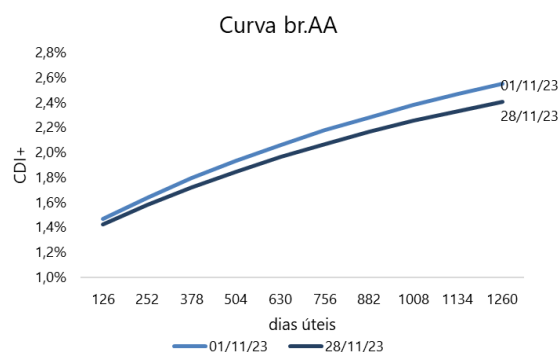
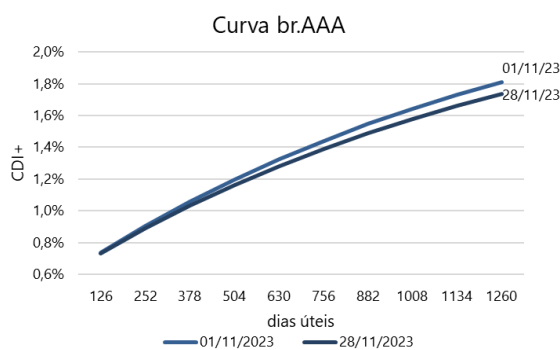
Fonte: Bloomberg, elaboração Trígono Capital

E para não deixar de fora algo que não pode ficar de fora: liquidez global. Qualquer movimento de *risk-on* quando o mercado está “leve” ou pouco alocado tem elevado potencial de retorno. De acordo com o Goldman Sachs, a posição global de fundos de liquidez está em US\$ 8,3 trilhões – dos quais 70% estão nos EUA. É enorme o potencial de realocação com o início do corte de juros do Fed.

Interessante notar que o fechamento das Treasuries norte-americanas também proporcionou a abertura de uma janela para emissões de títulos no mercado exterior. Vejamos a da CSN (Companhia Siderúrgica Nacional): US\$ 500 milhões, com prazo de 7 anos e *yield* de 8.875% (em dólares), com demanda quase 3x (USD 1,5 bilhões) acima do valor da oferta – mesmo diante de todos os desafios que o setor enfrenta. Eis aí apenas um aperitivo do que pode vir a mercado em 2024 – ano que deverá ser de queda de juros no cenário internacional e ambiente macro mais propício para emissões de empresas brasileiras e latino-americanas no exterior.

O mercado local também se beneficiou do otimismo global. Novembro foi muito forte na renda variável e no fechamento da curva de juros. O mercado de crédito privado daqui viu a continuidade do fechamento de *spreads* de crédito para a maioria dos ativos – embora já existam diversos títulos (sobretudo de emissores de excelente risco de crédito) que operam em níveis pré-crise de Americanas e Light. Os gráficos abaixo mostram o estreitamento dos prêmios de risco ao longo de novembro nos ratings “br.AAA” e “br.AA” (os melhores níveis no mercado brasileiro de crédito privado).





Fonte: Quantum, elaboração Trígono Capital

As emissões primárias continuaram presentes, embora um pouco mais escassas que em outubro. Contabilizamos 22 ofertas primárias finalizadas no mês passado, com volume total de R\$ 18,6 bilhões (ante 33 operações em outubro, com volume de R\$ 28,3 bilhões). O quadro abaixo traz alguns destaques.

Emissor	Instrumento	Série	Incentivada	Prazo	Rating	Montante Emitido (R\$ MM)	Taxa Teto	Taxa Final
Celesc Distribuição	DEB	1ª	Não	5 anos	brAA	400	CDI + 1,85%	CDI + 1,65%
Celesc Distribuição	DEB	2ª	Sim	7 anos	brAA	400	máx {IPCA + 6,0%; B28 + 0,85%}	IPCA + 6,52%
Cosan	DEB	Única	Não	8 anos	brAAA	1.250	CDI + 1,80%	CDI + 1,80%
Ecorodovias	DEB	1ª	Não	5 anos	brAAA	220	CDI+1,85%	CDI+1,85%
Ecorodovias	DEB	2ª	Não	7 anos	brAAA	600	CDI+2,50%	CDI+2,35%
Ecorodovias	DEB	3ª	Sim	10 anos	brAAA	180	máx {IPCA + 6,05%; B30 + 0,90%}	IPCA + 6,83%
B3	DEB	Única	Não	5 anos	brAAA	2.550	CDI + 1,35%	CDI + 1,05%
Energisa	DEB	1ª	Sim	7 anos	brAAA	184	máx {IPCA + 5,50%; B30 + 0,45%}	IPCA + 6,17%
Energisa	DEB	2ª	Sim	10 anos	brAAA	1.153	máx {IPCA + 5,85%; B32 + 0,70%}	IPCA + 6,45%
Energisa	DEB	3ª	Não	7 anos	brAAA	500	CDI + 1,60%	CDI + 1,45%
Internacional Meal Company	DEB	Única	Não	5 anos	brBBB	200	CDI + 4,20%	CDI + 4,20%

Fonte: CVM, elaboração Trígono Capital

O Trígono Pulsar teve retorno de 1,18% no mês (129% do CDI), beneficiado pelo fechamento dos *spreads* de crédito da maioria dos papéis em nossa carteira. Por setor, Transporte & Logística, Energia Elétrica, Saneamento e o Setor Financeiro deram as principais (e excelentes) contribuições.

Novembro terminou com a carteira diversificada em 84 papéis, carregando CDI + 1,60% a.a. (equivalente a 113% do CDI), *rating* médio br.AA+ e 2,9 anos de *duration*.

Seguimos bem diversificados por setor, com 17,4% de exposição em Energia Elétrica (a maior do fundo), seguida por Setor Financeiro (13,6%) e Saneamento (8,8%). Temos posição de caixa de 7,8%, ligeiramente menor que a de outubro devido à criteriosa e seletiva participação em operações nos mercados primário e secundário no decorrer do mês.

Continuamos otimistas com a classe de ativo crédito privado, com o posicionamento do nosso fundo em uma carteira bastante premium (65% de ativos com *rating* br.AAA) e com o cenário que se desenha para 2024.



E eis que um longo e intenso 2023 vai se aproximando do fim – e, ao fim, estamos melhores e mais otimistas que ao início. Grande abraço a todos – e nossa última resenha de 2023 está logo aí!

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