



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

RESENHA MENSAL DE CRÉDITO PRIVADO

JANEIRO 2024



Resenha Mensal de Crédito Privado – Dezembro de 2023

E 2023 chegou ao fim!

E queremos marcar a entrada em 2024 com o agradecimento a investidores, leitores, parceiros, amigos e familiares, por confiarem e apoiarem. O ano que passou foi intenso, inesquecível e particularmente complexo para nosso mercado de crédito privado. Há um ditado que diz que as pessoas ficam mais velhas, mas não mais sábias. Esperamos que 2023 seja a prova em contrário disso: marcas, cicatrizes e aprendizados mais que suficientes ficaram por toda parte. Todos teremos alguma lição a guardar conosco.

Sim, houve um susto (e chamar de “susto” é um eufemismo sem tamanho) no mercado de crédito. Nem bem janeiro começava e lá vinha uma fraude escandalosa, bilionária, da Americanas. O abismo nas contas chegou às profundezas de R\$ 25,2 bilhões (em dados revisados pela própria empresa, divulgados em 16/11/2023).

Mal assimilávamos o impacto – e lá vem de través o Caso Light.

Alguém poderá dizer que foram apenas dois casos episódicos, pontuais. Sim – mas o impacto no mercado de capitais e na indústria de fundos de investimentos como um todo foi severo, se medido em termos de resgates. Todo o mercado foi tragado pelo refluxo da onda – inclusive gestores não expostos a Americanas e Light.

E para a mídia – bom, pouco importou que fossem apenas dois os casos relevantes para o mercado de capitais: o *newsflow* foi bem (bem!) presente e ativo.

Que não sejamos mal-interpretados, por favor: não se está aqui a minimizar o tamanho do problema causado pelas crises das duas companhias protagonistas – ainda mais em um ambiente de juros altos, em que pequenas e médias empresas têm de se virar para não acabarem num tipo bem desagradável de estatística. O que acontece é que, no mercado em que atuamos – de créditos *high-grade* corporativos –, de fato não houve muitos casos.

Abaixo estão alguns nomes que tiveram um ano que certamente gostariam de esquecer:

RECUPERAÇÃO EXTRAJUDICIAL

TOK&STOK

AMARO

RECUPERAÇÃO JUDICIAL

LOJAS AMERICANAS

Light

123 milhas

GRUPO PETRÓPOLIS
OBS: A NOME NUNCA COMPANHIA

oi

NEXPE

SouthRock.

FALÊNCIA

Pan

livraria cultura

Saraiva

grow

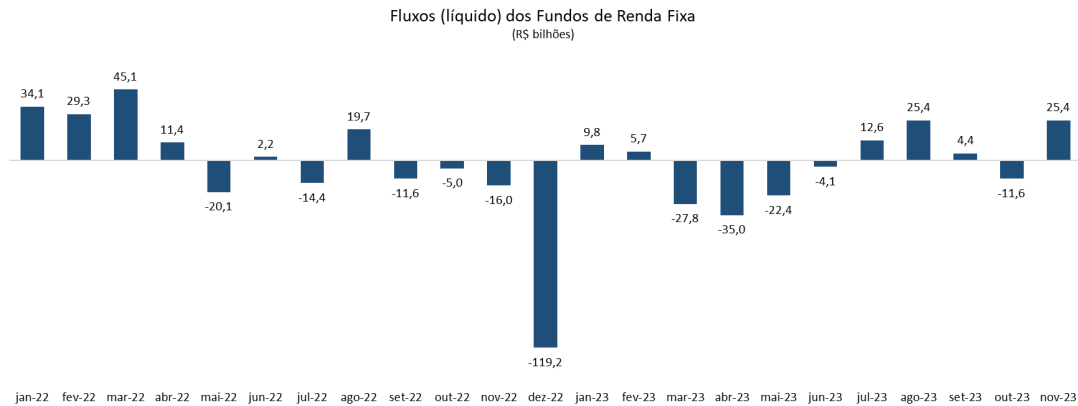
Fonte: Google notícias, elaboração Trígono Capital

Os eventos Americanas e Light desencadearam a necessidade de vender ativos – e isso coloca em movimento a roda da lei da oferta e da demanda. Em geral, o efeito foi como o de um salão cheio de gente que quer sair dali o mais rápido possível. A porta para entrar e sair é a mesma –



e, para pessoas entrando em ritmo normal, ela é mais que suficiente. Mas quando há uma disparada para sair, a mesma porta se torna bastante estreita.

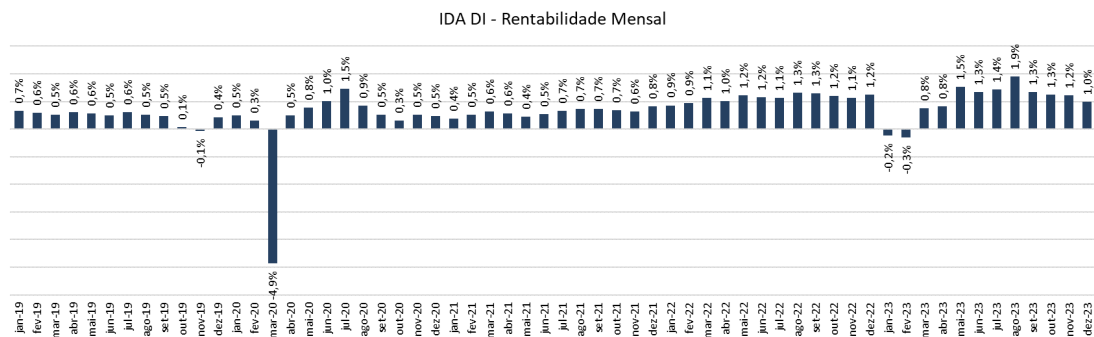
Isso, por sua vez, significa que mesmo quem tinha, no meio da debandada, papéis de excelente qualidade de crédito teve de vendê-los. O gráfico abaixo mostra que essa pressão para vender se estendeu até bem entrado o mês de maio, mesmo junho.



Fonte: Anbima, elaboração Trígono Capital (não inclui fundos Multimercados que investem em ativos de crédito privado)

O impacto dos resgates na rentabilidade da indústria de fundos ficou claro no IDA-DI (o Índice de Debêntures da Anbima), abaixo.

Mas, como toda tempestade passa, o gráfico mostra que a corrida pelos resgates amainou, e a partir de maio o desempenho da indústria encontrou alguma normalidade. Veja-se que a magnitude dos retornos negativos em janeiro (-0,2%) e fevereiro (-0,3%) – os piores meses de 2023 em nosso contexto – foi até modesta, se comparada a março de 2020 – bem no início da pandemia, quando ficou em -4,9%.



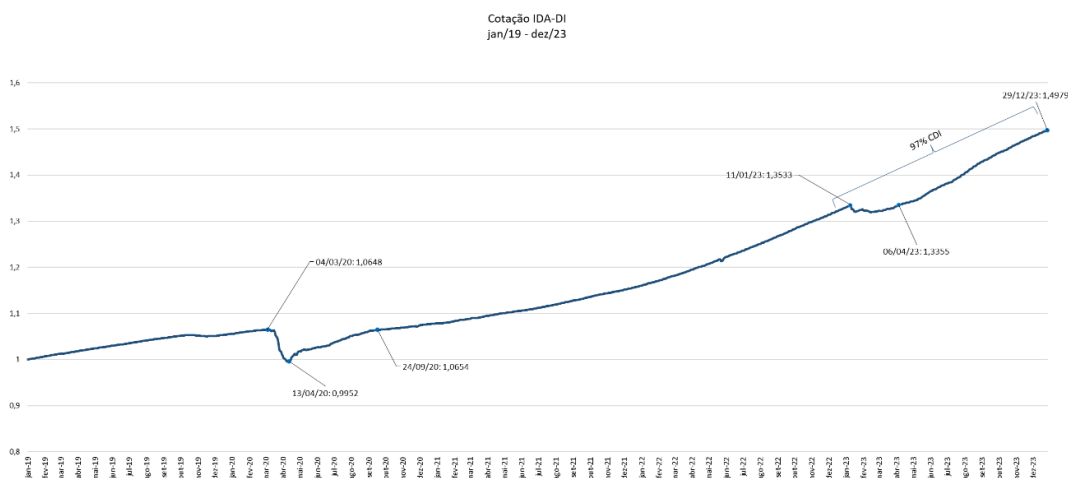
Fonte: Anbima, elaboração Trígono Capital



E se transformássemos o IDA-DI em um fundo?

Esse exercício nos mostra algo bem interessante. No gráfico a seguir, o IDA-DI “nasce” com cota 1 em janeiro de 2019. A comparação visual entre o “evento-pandemia” em 2020 e o “evento-Americanas” em 2023 nos mostra que o *drawdown* do primeiro evento foi muito mais abrupto: Vemos a linha fazer um *nosedive* – uma queda vertical – porque o mercado se viu subitamente num voo às cegas. Não se sabia (não havia como saber) o que estava por vir, o que, nem precisamos dizer (mas diremos), fez disparar o risco sistêmico (ou o temor de um, o que dá quase no mesmo) no mercado de crédito. A crise de crédito de 2023, por sua vez, teve as duas raízes aqui já mencionadas (Americanas e Light).

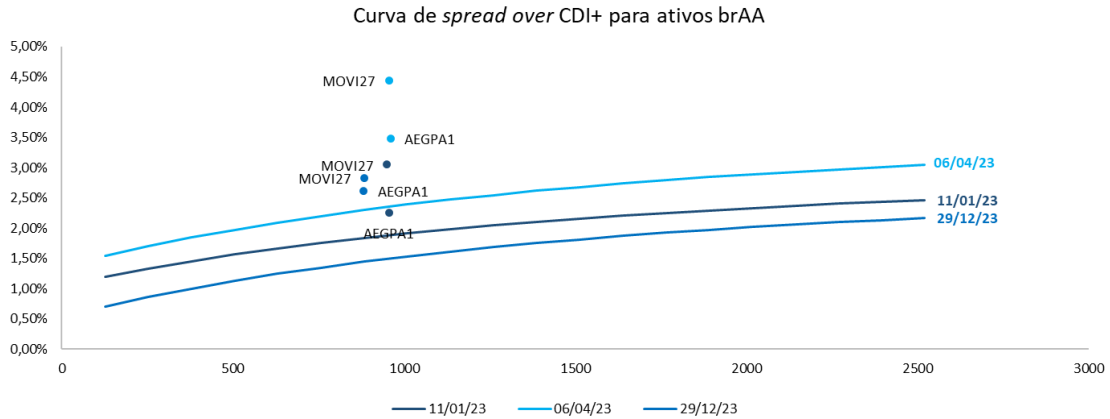
Também em comparação a 2023, a recuperação do evento-pandemia se deu de forma mais lenta – foram necessários mais meses para se voltar ao patamar pré-crise. Outra evidência de que 2023 foi um ano para testar os nervos mesmo de profissionais tarimbados: o próprio IDA-DI teve performance abaixo do CDI (97% do CDI).



Fonte: Anbima, elaboração Trígono Capital

Mas, como já ressaltamos inúmeras vezes, toda crise gera oportunidade – e nesse aspecto, os mercados de crédito privado e de renda variável não são tão diferentes assim. Quando os prêmios de risco se ampliam sobretudo por aspectos técnicos, e não por mudanças nos fundamentos, surge a hora de alocar de forma a gerar ganhos de capital relevantes nos períodos subsequentes. Observem o gráfico a seguir:





Fonte: Quantum Axis, elaboração Trígono Capital

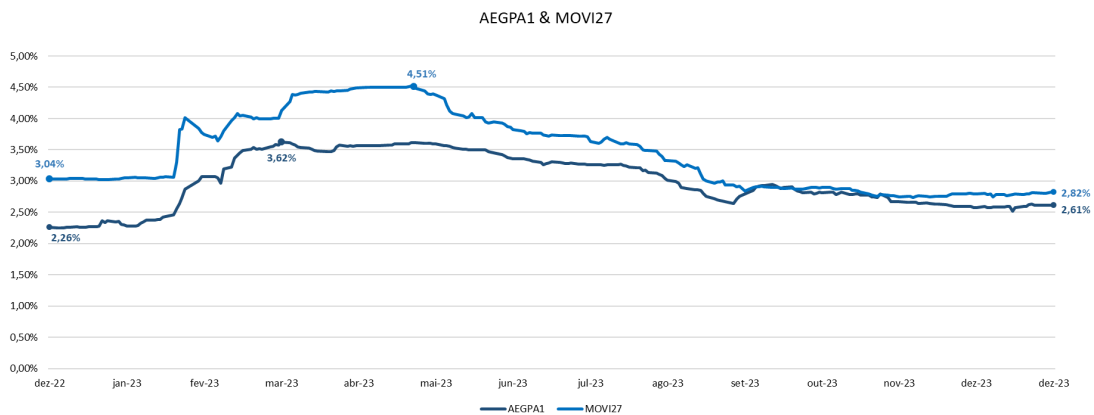
Vemos aqui a curva dos créditos categoria de *rating* escala nacional br.AA em 3 momentos distintos:

- 1) pré-anúncio da fraude das Americanas (11/01/2023);
- 2) no pior momento de abertura de *spreads* (06/04/2023);
- 3) em meados de dezembro (29/12/2023).

Vemos claramente uma abertura de prêmio relevante, seguida de seu fechamento. Mas vamos além do mundo abstrato da curva. Vejamos dois ativos específicos – no mesmo gráfico e nos mesmos três momentos distintos:

- 1) uma emissão da Aegea (AEGPA1);
- 2) uma da Movida (MOV127).

Percebam que a oportunidade de alocação fica ainda mais clara – e ela deriva dos resgates e da venda forçada de papéis, muito mais do que de qualquer eventual alteração de fundamento das empresas. Não é por acaso que, quando os fluxos se estabilizam, esses títulos voltam a proporcionar fechamento de *spreads* e ganhos relevantes – afinal, não era uma questão de deterioração nos fundamentos.



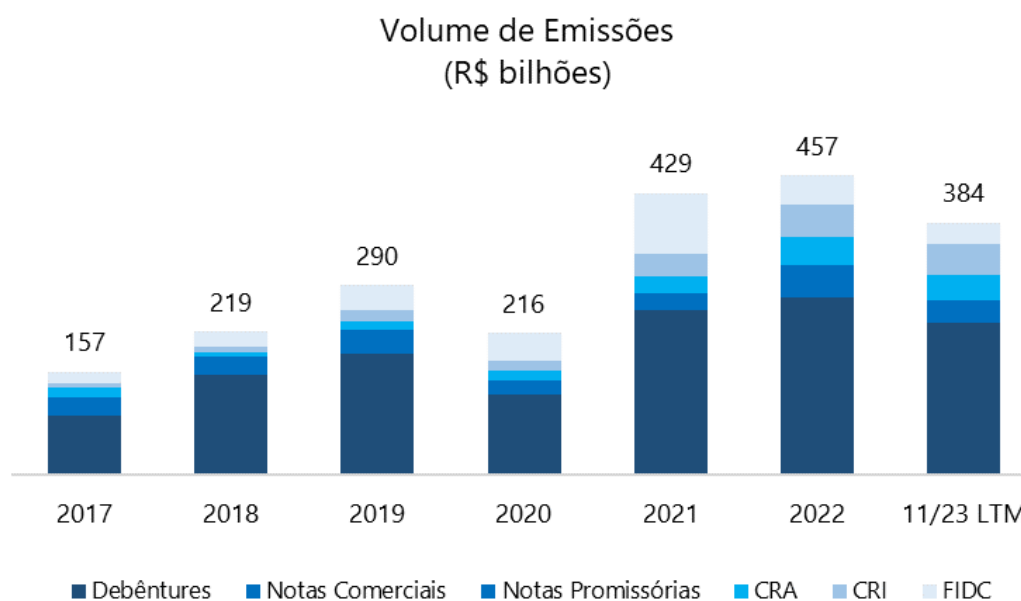
Fonte: Quantum Axis, elaboração Trígono Capital



Então aqui também vale aquela mesma velha máxima da renda variável: investir é algo que se faz no momento da baixa. O momento do pânico, não raro, é o melhor para capturar ganhos expressivos no médio e no longo prazo.

Em termos de emissões primárias, num 2023 que foi o que foi, juros altos e tudo, até que houve bastante atividade e volumes relevantes. Sim, vínhamos de dois anos recordes de volume de emissões – 2021, com R\$ 429 bilhões; e 2022, com R\$ 457 bilhões: mesmo num ambiente muito mais favorável, já seria bem difícil igualar esses resultados. Isso só dá ainda mais brilho ao resultado com que de fato se encerrou o ano passado: cerca de R\$ 400 bilhões.

O 2º semestre viu uma aceleração e o mercado local de crédito mostrou sua robustez e profundidade. Os investimentos em infraestrutura já são cerca de 34% do volume emitido, contra 20% em 2022, o que contribuiu também para elevar a participação de emissões com prazo acima de 10 anos – de 17% para 24%.



Fonte: Anbima, elaboração Trígono Capital

Olhemos agora para o que foi 2023 para a nossa Trígono Capital e o nosso Trígono Pulsar Blend.

A parceria estratégica da Trígono Capital com a BB Asset – gestora líder de mercado no Brasil, com 20% de *market share* e R\$ 1,4 trilhão sob gestão – foi definitivamente um dos pontos mais altos. Aquela assinatura em 30 de junho abre um mar de oportunidades!

No 4º trimestre, a Trígono tornou-se signatária do PRI (*Principle of Responsible Investment*), organização global que existe para buscar e promover as melhores práticas em investimentos responsáveis. O CEO da BB Asset, Denísio Liberato, é o único representante latino-americano entre os oito membros que compõem o board do PRI, o que é um privilégio e uma honra.

Por fim, nossa gestora completou 6 anos de vida e atingiu a marca de R\$ 3,3 bilhões sob gestão. Um orgulho e tanto!



Sobre o Trígono Pulsar Blend: nosso fundo começou 2023 com R\$ 24,8 milhões de PL; ao fim, já eram R\$ 44,4 milhões, nada menos que 79% de crescimento. Os resgates na indústria no início do ano geraram impacto indireto no desempenho, mas como houve ampliação dos *spreads*, foi importante para nos posicionarmos em bons créditos, até então vendidos a níveis exagerados. Foi ocasião para aplicar um excesso de caixa que tínhamos originado – movimento esse que nos ajudou a buscar mais diversificação para a carteira.

Durante o ano, ativos de duas empresas se mostraram problemáticos, com deterioração muito rápida em seus fundamentos de crédito. Foram elas que pesaram no desempenho do fundo no ano passado. Uma das empresas atua no setor químico, a outra em transporte e logística. Os ativos foram vendidos em outubro e dezembro, respectivamente. O portfólio agora está limpo, sem qualquer ativo problemático ou empresa em situação difícil.

O desempenho do Trígono Pulsar Blend foi: 111% do CDI em dezembro; 95% do CDI no 2º semestre; e 73% do CDI no ano como um todo. A carteira entra em 2024 bastante robusta, com elevadíssima qualidade creditícia. Não temos atualmente qualquer exposição a setores como varejo, incorporação imobiliária, educação, e reduzimos muito em siderurgia – que ainda devem ter grandes desafios além dos juros que, mesmo tendo começado a reentrada na atmosfera, continuam nas alturas.

A carteira do fundo tem hoje 72 papéis, carregando CDI + 1,53% a.a. (equivalente a 113% do CDI), *rating* médio br.AA+ e 2,7 anos de *duration*. A diversificação está muito boa, com a maior exposição sendo Energia Elétrica (15,2%) e os setores Financeiro (11,8%) e de Saneamento (11,6%) logo atrás. Elevamos a posição de caixa em dezembro para 14,1% realizando lucros em debêntures nas quais já havíamos capturado ganho de capital expressivo. Esse nível de caixa nos permite navegar pelo período mais ilíquido do mercado secundário (férias de fim de ano) e nele capturar oportunidades, ou mesmo participar do mercado primário de emissões assim que esse estiver ativo de novo (o que deve acontecer ali por meados de janeiro).

O que esperar do mercado de crédito em 2024? Nossa expectativa é bastante positiva.

Os juros devem continuar a cair em ritmo gradual, estimulando emissões primárias. Os desafios ainda estarão presentes – por isso selecionar bem, com análises diligentes, será crucial. Sob a ótica dos investidores, o produto crédito privado continuará piscando no radar, mesmo com a redução dos juros – sem falar no efeito diversificador de risco que ativos de crédito privado trazem à composição dos portfólios.

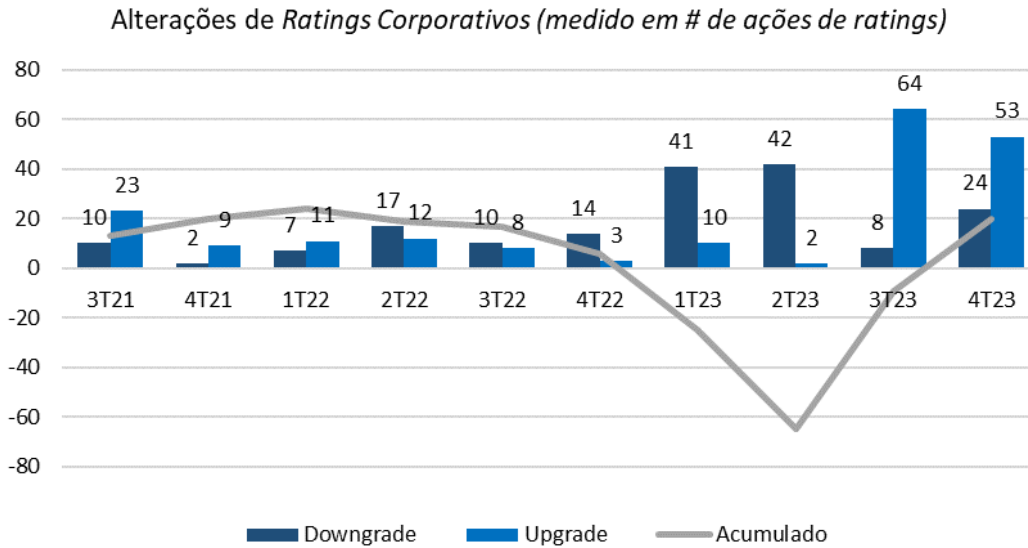
Há um outro fator a se considerar: a tributação dos fundos exclusivos, não mais isentos. Essa recente medida deve gerar fluxo de recursos para crédito privado, em particular para fundos de previdência e de debêntures incentivadas (sobre este último, não vamos dar *spoiler*. Só vamos dizer: *stay tuned*).

Em relação aos emissores, não podemos baixar as guardas na diligência como mencionamos, mas é inegável que a queda de juros propicia recuperação do fluxo de caixa das empresas, o que se refletirá nas métricas creditícias. Alguns setores ainda podem se beneficiar duplamente – do lado do endividamento e do lado do *top-line* (ou faturamento). Isso porque juros mais baixos impulsionam investimento, consumo (via melhora da renda disponível das famílias), propensão dos bancos a emprestar, um mundo de coisas boas.

E de fato, nos parece que já “viramos a chave” dos *downgrades* em relação aos *upgrades* das agências de *rating*. O gráfico abaixo mostra que em 2023, a partir do 3º trimestre e ganhando

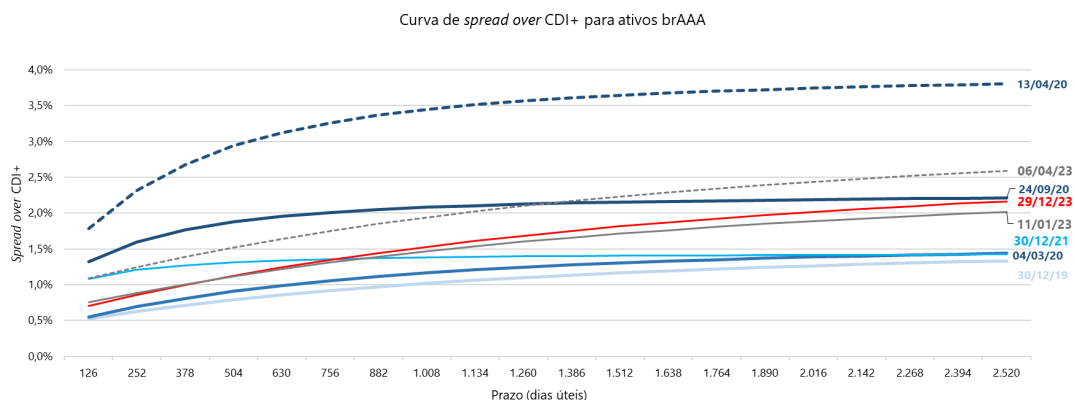


força no 4º, a quantidade de *upgrades* das agências superou bem a de *downgrades*. Claro, os *upgrades* do rating soberano brasileiro por S&P e Fitch contribuíram para majorar esse movimento, uma vez que o *upgrade* acaba cascateando para empresas e bancos.



Fonte: Bradesco BBI, elaboração Trígono Capital

Dito tudo isso, avaliemos o nível dos *spreads* para fecharmos a perspectiva para o crédito privado em 2024. Aqui também, o que vemos é positivo. É bem verdade que não temos mais as oportunidades (verdadeiras barganhas) que momentos pós-crises oferecem, mas os níveis de *spread* se encontram em patamares saudáveis – e excelentes ganhos de capital podem vir daí. No gráfico abaixo plotamos a curva de *spread* CDI+ para papéis com *rating* de crédito br.AAA na escala nacional. A linha vermelha (onde se encontra o mercado hoje) ainda apresenta prêmios interessantes em relação tanto ao pré-pandemia como ao pré-Americanas – o que só reforça nossa opinião sobre a atratividade dessa classe de ativos para este ano.



Fonte: Quantum Axis, elaboração Trígono Capital



E os riscos? Entendemos que são conhecidos e moderados. Mesmo 2023 tendo começado com baixas expectativas, o crescimento superou mesmo as melhores previsões. O ciclo de afrouxamento monetário seguiu seu curso (com cortes de 0,5 ponto percentual) e, mesmo sob uma tempestade de críticas, medidas fiscais foram implementadas. O PIB de 2024 não deve ter (na verdade, não terá, mas deixemos margem para o imponderável) o crescimento que 2023 vai mostrar – mas a economia receberá um impulso de consumo e investimentos em um ambiente de juro em *single digit*, o que por si só é excelente.

No ano passado, o setor externo também surpreendeu em relação às previsões iniciais: balança comercial e baixo déficit em conta corrente se destacaram. Para este ano, em nossa opinião, os riscos podem estar na inflação, seja por um El Niño pior que o esperado (que vai pesar principalmente nos alimentos), seja pelo preço do petróleo (afetado principalmente por falta de investimento nos últimos anos e conflitos geopolíticos).

Para atenuar o movimento da inflação teremos o real, que deve se valorizar à medida em que o Brasil atrair fluxos e investimentos e for se diferenciando de outros mercados emergentes.

Vemos também certo risco na agenda de reformas do governo para 2024 – que, lembremos desde já, é ano eleitoral. A experiência mostra que o Congresso “para” no 2º semestre em anos assim – o que deixa uma janela bem estreita de tempo para aprovações. Outro risco é o fim do mandato de Roberto Campos Neto à frente do Banco Central. Sucessões na autoridade monetária são sempre um momento sensível: o mercado tende a ficar focado nessa troca da guarda, e se a escolha do novo nome não for técnica, o barulho se faz ouvir de imediato.

Essa troca ainda será particularmente sensível, porque será a primeira desde a aprovação da independência do BC. A imprensa já começará bem antes a bater bumbo nessa substituição, e sempre se pode contar com aquelas figuras que colocarão a independência do banco em questão. Vai ser uma festa.

No front internacional, acreditamos na continuidade do processo de desinflação e no *soft landing* sem recessão da economia norte-americana. Assim, as bases para a queda dos juros do Fed (o BC dos EUA) estão postas: essa queda, longamente aguardada, deve também impulsionar a reabertura das emissões externas de *bonds* por empresas e bancos brasileiros – o que sempre é uma fonte importante de *funding* e diversificação.

A China é uma grande questão, principalmente se o assunto for preços de commodities. Fica aqui o convite aos estimados leitores para lerem a Resenha de nossa equipe de renda variável, que mergulhou na economia chinesa – mas adianto que estamos otimistas com o Ano do Dragão que se inicia por lá e por possíveis estímulos por parte do governo chinês.

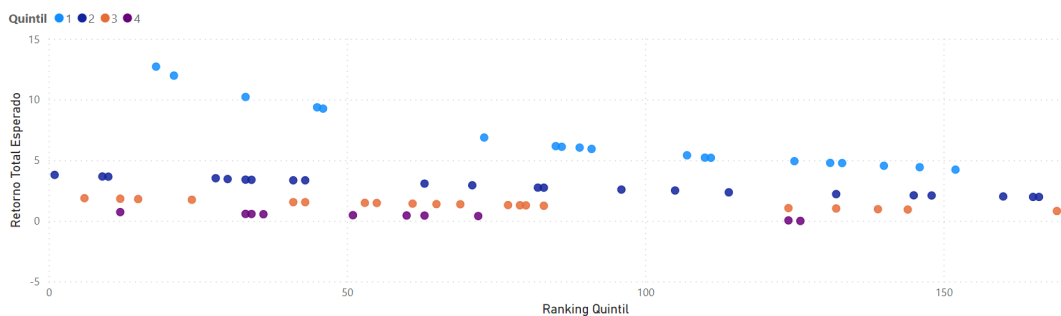
Rumando para o fim desta Resenha, vamos mencionar os desenvolvimentos da nossa área de crédito privado ao longo de 2023. Logo no início de janeiro, incorporamos nosso 2º analista à equipe e o *Business Plan 2024* inclui uma ampliação da equipe – que deve acontecer ainda no 1º trimestre. Teremos, assim, três analistas de crédito exclusivamente dedicados à estratégia. É mais um passo na expansão da área – mas, como dissemos mais acima, sem *spoiler*. Fiquem sintonizados.

Sempre nos orgulhamos de mencionar nossa ferramenta automatizada de valor relativo de títulos de crédito. É um instrumento fundamental para uma gestão ativa da carteira. Com ele, buscamos sempre ter mais dos ativos que estejam ali no 1º, 2º ou até 3º quintil de retorno



total esperado ajustado ao risco (medido pelo nosso *rating* interno dos emissores). Essa ferramenta não obriga, mas provoca o gestor diariamente na busca de alternativas que melhor rentabilizem a carteira.

Comparação Relativa entre Bonds (Quintil vs Rating vs Range Duration)



Fonte: Trígono Capital, ferramenta interna de valor relativo de papéis, desenvolvida e automatizada em Power BI

A suma do que tínhamos a dizer é: o mercado de crédito privado entra em 2024 com perspectivas excelentes. Temos uma equipe sênior e em crescimento, munida de ferramentas adequadas para a gestão de portfólio e riscos. Que venha 2024, pois estamos prontos!

A todos, investidores, amigos, parceiros, leitores, familiares: um Feliz Ano Novo. Saúde, luz, paz, prosperidade e sucesso nos investimentos. Que seja o melhor ano de nossas vidas!

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