



Resenha Mensal de Crédito Privado

Maio 2024



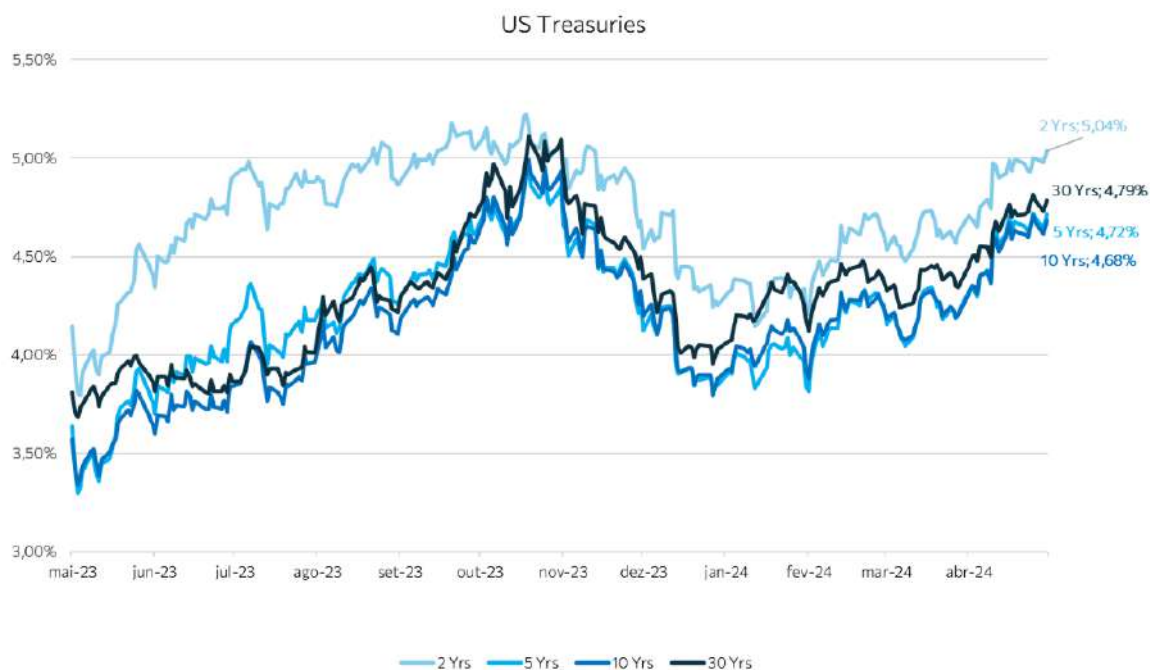
Resenha Mensal de Crédito Privado

Abril, e dá-lhe volatilidade!

A alta do rendimento das *treasuries* deu o tom, pressionando de forma generalizada os ativos de risco e gerando também pressão na taxa de câmbio dos países emergentes, dentre eles o nosso Brasil.

Durante o mês, houve uma alteração relevante na percepção de que tanto a atividade econômica quanto a inflação norte-americana seguem muito resilientes e, dessa forma, o mercado acabou reprecificando, diga-se postergando, as apostas em relação ao corte de juros norte-americano em 2024. Agora pelo que tudo indica, teremos juros altos por mais tempo (*higher for longer*) e apenas um corte de 25 bps em 2024 (antes previam-se 3 cortes), provavelmente em algum momento do último trimestre do ano, no apagar das luzes!

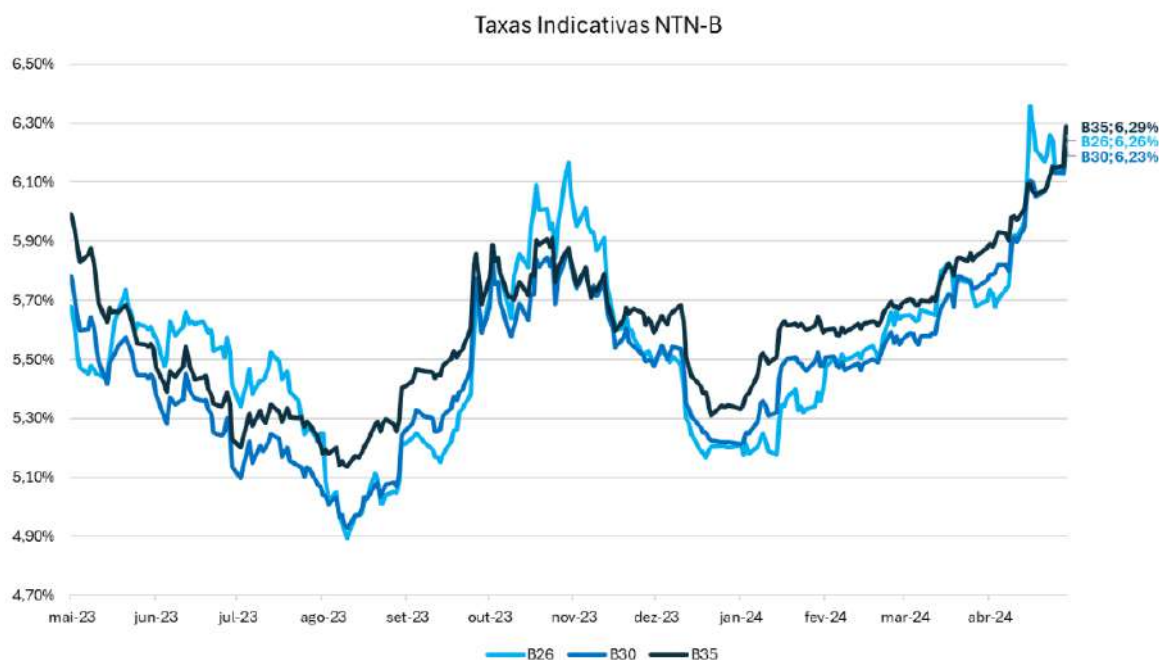
Jerome Powell, presidente do Federal Reserve norte-americano, reiterou durante o mês que as decisões se basearão no desempenho da economia e nos dados para iniciar um ciclo de corte de juros. Não obstante os dados subsequentes se prostraram bastante fortes tanto em relação ao mercado de trabalho quanto à inflação acima do esperado. Resultado: rendimento das *treasuries* para cima!



Fonte: Bloomberg, elaboração Trígono Capital



No Brasil, além do impacto das *treasuries* tivemos uma notícia que, embora de certo modo esperada, não deixa de ser impactante quando chega. E foram as mudanças das metas fiscais para 2025 e 2026 que reprecificaram o já elevado juro real brasileiro e acabaram também por empinar a curva de juros, além de mover a SELIC terminal esperada de 9,0% para 9,5% ao fim de 2024, de acordo com o Relatório Focus, do Bacen de 03/05/2024.



Fonte: Anbima, elaboração Trígono Capital

O próprio dólar mostrou sua força nesse contexto atingindo a cotação de R\$ 5,19 no fechamento de abril. E nós sabemos como a escalada do dólar traz um risco inflacionário.

Já no dia 1º de maio, fomos agraciados pela Moody's com uma perspectiva positiva para o *rating* soberano brasileiro (Ba2/positivo), sinalizando que o próximo movimento mais provável é o de um upgrade para Ba1, o que nos deixaria a apenas um degrau do retorno ao Grau de Investimento. Ainda falta muito! A ação de *rating* da Moody's foi baseada nas perspectivas de crescimento do PIB brasileiro, de modo mais robusto comparado ao período pré-pandemia e suportado pela implementação de reformas estruturais durante diversos governos. A Moody's ainda enfatizou que a alteração da perspectiva incorpora os avanços, ainda que graduais, na consolidação fiscal brasileira e apontou também como principal risco justamente a execução da continuada consolidação fiscal de modo que não comprometa a estabilização da dívida fiscal soberana. Quem viver verá!

Antes de adentrarmos ao desempenho do mercado de crédito propriamente dito e do desempenho do Trígono Pulsar, cabe destacarmos que, após lançarmos o Trígono Polaris Debentures Incentivadas em março, em abril também tivemos uma grande novidade!



No final de abril, lançamos o Trígono Sirius FIC FIRF LP com *seed money* de R\$ 40 milhões aportados pelo nosso parceiro estratégico BB Asset Management. O fundo investe em títulos bancários e corporativos dos mais variados setores da economia, sempre de modo diversificado e no segmento *high-grade*, acessando os papéis de bancos e empresas mais líquidos e de mais alta qualidade creditícia disponíveis no mercado local. O Trígono Sirius é uma excelente opção para diversificar investimentos e tem como objetivo obter ganhos de capital e superar o CDI no médio e longo prazo. Tudo isso com nossa equipe experiente e nossa metodologia proprietária de valor relativo de títulos de crédito privado.

Em relação ao nome Sirius, seguimos na linha dos astros e corpos celestes. A nossa nova estrela Sirius está localizada na constelação do Cão Maior, sendo a estrela mais brilhante no céu noturno do Hemisfério Sul. Mitologicamente, representa o cão de caça de Órion, o caçador. Era considerada a joia do Nilo, influenciando suas cheias, e muitas construções tiveram sua observação como referência.

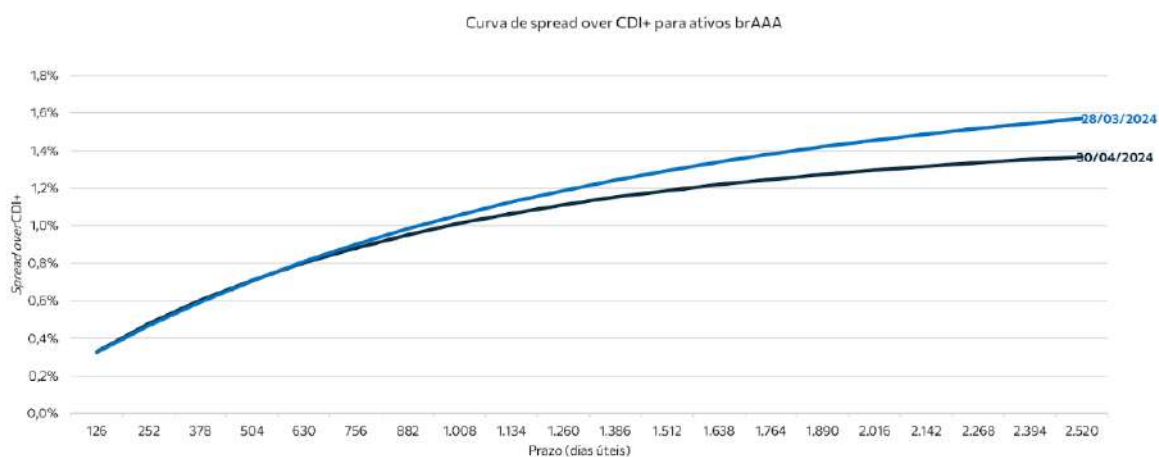
E justamente este é o nosso foco, com muito empenho, dedicação e diligência da nossa equipe de crédito privado, fazer com que o Trígono Sirius seja um produto referência na classe de ativo crédito privado. Também nos preocupamos em posicionar o fundo de modo bastante competitivo no mercado, com taxa de administração de 0,45% a.a., sem taxa de performance e prazo de resgate cotização (resgate) em 15 dias com pagamento no 1º dia útil subsequente. O Trígono Sirius já está disponível na plataforma BTG Digital e, em breve, estará nas principais plataformas do país. Caso não o encontre, pergunte ao seu assessor de investimentos!

O mês de abril para o mercado de crédito privado já foi bem mais desafiador do que os anteriores. Inegável que o impacto da alta dos juros internacionais e também da curva local, dada a deterioração tanto das perspectivas fiscais do país (mesmo com as surpresas de crescimento econômico e arrecadações do governo federal) quanto de inflação, impactaram o humor dos mercados.

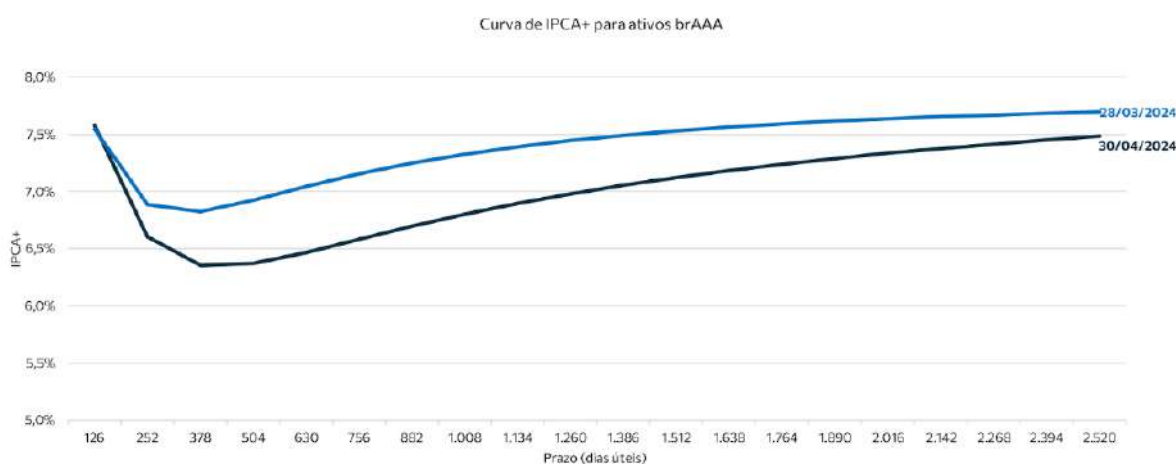
Não achamos que estamos em um ponto de inflexão, mas tudo leva a crer que teremos patamares de juros elevados por mais tempo no exterior e uma queda mais lenta e gradual da SELIC no mercado doméstico, o que não muda o nosso cenário para as perspectivas do mercado de crédito privado, mas exige bastante cautela tanto em relação à qualidade de crédito das empresas quanto ao nível dos prêmios de risco em que elas operam no mercado.

Claro que o comportamento dos *spreads* não é uniforme e apresenta grande variabilidade de emissor a emissor. De modo geral, houve fechamento menos expressivo que nos meses precedentes, mas vimos, também, emissores mais alavancados, emissores frequentes e dependentes de refinanciamentos com alguma abertura de *spreads* de crédito.





Fonte: Quantum, elaboração Trígono Capital



Fonte: Quantum, elaboração Trígono Capital

As próprias emissões primárias também se configuram como termômetro interessante. Estiveram presentes, mas em diversos casos a demanda já não foi tão forte quando as taxas se apresentavam bastante apertadas. No mundo das debêntures incentivadas, vimos inclusive algumas operações serem emitidas com deságio.

| Emissor | Série | Volume (R\$ MM) | Prazo | Incentivada? | Indexador | Taxa Teto | Taxa Final |
|----------------------|-------|-----------------|---------|--------------|-----------|-------------------------------|---------------------------|
| Eurofarma | Única | 1.000 | 5 anos | Não | CDI+ | 2,30% | 2,30% |
| Cosan | | 1.000 | | | CDI+ | 2,40% | 2,40% |
| Energisa Paraíba | 1ª | 126 | 7 anos | Sim | IPCA+ | máx {B30; IPCA + 5,60%} | IPCA + 6,16% |
| Energisa Paraíba | 2ª | 174 | 15 anos | Sim | IPCA+ | máx {B35 + 0,15%; IPCA+5,85%} | IPCA + 6,40% ¹ |
| Energisa Mato Grosso | Única | 460 | 5 anos | Não | CDI+ | 0,75% | 0,75% |
| Energisa Rondônia | Única | 280 | 5 anos | Não | CDI+ | 0,85% | 0,85% |
| Localiza | 1ª | 2.100 | 6 anos | Não | CDI+ | 1,70% | 1,70% |
| Localiza | 2ª | 900 | 6 anos | Não | CDI+ | 1,85% | 1,85% |
| Localiza | 3ª | 250 | 10 anos | Não | CDI+ | 2,15% | 2,15% |
| VLI Multimodal | 1ª | 967 | 7 anos | Sim | IPCA+ | máx {B30; IPCA + 5,50%} | IPCA + 6,11% ¹ |
| VLI Multimodal | 2ª | 33 | 7 anos | Sim | Pré | máx {Pré x DI jan/29; 10,45%} | 11,44% |

¹ Operação desagiada

Fonte: CVM, elaboração Trígono Capital



Como consequência, vimos uma moderação nos retornos da indústria, embora positivos e superando o CDI, mas em patamares mais tímidos em relação aos meses anteriores.

Novamente, não acreditamos que estamos nos aproximando de um ponto de inflexão e muito menos em inversão de tendência, mas, sim, em uma combinação de aversão a risco global, apimentada localmente pela deterioração da percepção de risco fiscal brasileiro que levou a uma maior cautela e menor apetite a risco durante o mês de abril. O início de maio já nos deu sinais de melhoras com um dado bastante fraco no mercado de trabalho norte-americano, corroborando nossa visão de que as taxas americanas seguirão voláteis e comandando o desempenho dos demais ativos, incluindo moedas e curvas de juros emergentes. O fato de o Fed ter descartado a possibilidade da taxa básica da economia por lá (imaginem, chegaram a precificar aumento da taxa de juros norte-americana quando há não muito tempo acreditava-se que o primeiro corte aconteceria em março de 2024!!!) já foi também um *driver* para acomodação das *treasuries* e *rally* que vimos no início de maio. Mas vamos aguardar o enredo do filme de maio para a próxima resenha mensal. A mensagem que fica é sem dúvida alguma: diligência e seletividade ao selecionar os títulos de créditos. Aqui não cansamos de ser repetitivos: em momentos de mercado em que a maior parte do ganho de capital inegavelmente já se materializou, valor relativo e gestão ativa da carteira se fazem essenciais. Não basta o gestor selecionar apenas bons riscos de crédito, mas também os que remuneram de maneira apropriada para o risco de crédito incorrido!

Bom, enquanto aguardamos o prazo regulatório (6 meses de fundo exigido pela Comissão de Valores Mobiliários, CVM) para poder divulgar informações do Trígono Polaris e do Trígono Sirius, seguimos reportando o desempenho e informações do Trígono Pulsar.

O Trígono Pulsar teve desempenho de 104% do CDI em abril, mês bem mais desafiador conforme mencionamos. Setorialmente, os principais contribuidores no mês foram Saneamento, Transporte & Logística, Energia Elétrica e Financeiro. Destacamos as contribuições positivas obtidas do significativo fechamento dos *spreads* de crédito de alguns emissores como Prolagos, Energisa, Rede D'or, Sabesp e Corsan.

Encerramos o mês com uma carteira diversificada em 63 papéis, carregando CDI + 1,32% a.a. (equivalente a 112% do CDI), *rating* médio br.AAA e 3,7 anos de *duration*. Setorialmente, seguimos bem diversificados, tendo o setor de Energia Elétrica como a maior exposição (17,4%), seguido pelo setor Financeiro (11,4%) e Saneamento (10,7%).



Que venha maio!

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

Rômulo Bredt, CGA, CNPI — Analista de Crédito

Larissa Marrocos Villar – Analista de Crédito





TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

www.trigonocapital.com

R. Surubim, 373 - Chácara Santo Antônio,
São Paulo - SP, 04571-050