

Resenha **Crédito Privado**



Junho de 2024



Resenha **Crédito Privado** _____ **Junho** de 2024

E eis que estamos nel mezzo del cammin di nostro anno (“a meio caminhar de nosso ano”), parafraseando o poeta Dante Alighieri. E nem caminhando está – está voando! E mais: parece que vai acelerar ainda mais – porque vêm aí Copa América, Eurocopa e Olimpíadas de Paris. Os fãs de esportes vão ter meses incríveis logo à frente.

A vida do esportista de alto rendimento parece muito distante daquela do cidadão médio. Mas se o cidadão for um investidor – ah, aí semelhanças aparecem, e não poucas.

Já na largada (com trocadilho) se vê que ambos têm de ter olhar para o horizonte – leia-se: objetivo de longo prazo. Ninguém nasce atleta olímpico ou medalhista de ouro: esses são os pontos culminantes de esforço e preparação que começam muito tempo (anos, mesmo décadas) antes.

No mundo dos investimentos, tal e qual: retornos consistentes e expressivos não são metas adequadas para o curto prazo. Foco, resiliência e determinação: nesses aspectos, atletas olímpicos e investidores são bastante semelhantes.

Outro paralelo? Atletas de alto rendimento em algum momento acabam se lesionando – daí se seguindo um período de recuperação. Também enfrentam dúvidas (e talvez mais ainda aqueles que sofreram alguma lesão) quanto à capacidade de vencer uma determinada prova. Vivem momentos de queda de rendimento pessoal (causada por inúmeros fatores), problemas com patrocínio, não são poucas as pedras no caminho do atleta.

No mundo dos investimentos, não é diferente: o dinamismo do mercado financeiro e tudo o que influencia os preços dos ativos vão pressionar o investidor – que, não poucas vezes, pode se ver tentado a desistir, a aceitar que seus sonhos são inatingíveis, a racionalizar, a deixar por menos. Talvez não exista investidor a quem essa sensação jamais tenha ocorrido.

Foco, resiliência e determinação encontram aí o momento de entrarem em ação. Os que realmente estão comprometidos com o sonho – a medalha de ouro ou o rendimento estabelecido – fazem daquele sentimento negativo o combustível que vai potencializar seus desempenhos. Obstáculos são aquelas coisas feias que se vê quando se tira os olhos do objetivo, diz a frase atribuída a Henry Ford.

Pois bem, já vamos algo longe nessas considerações – que, conquanto tempestivas, bastam por ora. Elas servem para entrarmos no assunto que interessa a todos os nossos leitores: os desafios que se apresentaram nos cenários internacional e local ao longo do mês de maio.



O cenário internacional ainda segue muito incerto. Na terra do Tio Sam, a economia vai bem, obrigado, e a inflação persiste – o que significa que juros em patamares elevados serão parte da paisagem por mais algum tempo. Mas, para que se diga algo de positivo, a possibilidade de aumento de juros (que chegou a ser cogitado em algum momento) está fora.

O melhor cenário que se apresenta é de queda gradual da inflação – que, no entanto, precisará convencer o Federal Reserve (Fed, o BC dos Estados Unidos) de que é seguro começar a afrouxar sua política monetária. O que não tem ajudado – e que é até contraintuitivo – é a força do mercado de trabalho norte-americano, que segue muito resiliente.

O tão aguardado momento do início do corte de juros nos Estados Unidos só deve chegar a partir do 4T24. Deverá chegar como um grande impulsionador para fazer o investidor internacional criar coragem e tomar risco.

Na Europa, a grande novidade foi o BCE cortar seus juros no início de junho em 0,25 ponto percentual. Quem olha o copo meio vazio vê isso corroborar a visão de baixo crescimento. Quem olha o copo meio cheio vê a inflação em desaceleração e convergindo à meta.

Já na China, novas medidas de estímulo foram anunciadas para tentar compensar as dificuldades em que o setor imobiliário se encontra atolado. A economia segue muito dependente da infraestrutura e da produção industrial, mas com inflação bastante baixa.

No cenário local, a tragédia climática e as inundações no Estado do Rio Grande do Sul, que já resultaram em irreparáveis perdas humanas, trarão ainda impactos desfavoráveis ao PIB – principalmente sobre os setores agrícola e industrial. Vem aí pressão inflacionária e mais derrapagem fiscal (os gastos extraordinários não entram no cálculo para o cumprimento das metas fiscais – o que deixa muita gente contrariada, mas esse é pano para outra manga).

No âmbito nacional, a atividade vinha surpreendendo favoravelmente enquanto o mercado de trabalho continua muito forte. Os últimos dados de inflação não foram ruins e continham uma abertura boa, ainda que a desvalorização cambial coloque dúvidas sobre o cenário de desinflação à frente. No frigar dos ovos, após o último Copom – dissidente, dando o que falar no mercado –, uma pausa na queda dos juros pode estar encomendada. A depender de dados e conjuntura, a próxima reunião pode marcar o corte do último 0,25 p.p. na Selic (ao menos, por algum tempo). Será um ganho – para que se desfaça a névoa de desconfiança sobre politização das decisões – se tivermos uma decisão unânime dos membros do comitê. O mercado e o país agradecerão. Acreditamos ser o cenário-base. A ver.

Nosso principal risco continua sendo o fiscal – a execução do arcabouço e o cumprimento das metas. Fica aqui o convite ao nosso dileto leitor para que confira a Resenha mensal da equipe de renda variável, que aborda em detalhes os desafios da situação fiscal brasileira. **[\(Acesse a Resenha de Renda Variável\)](#)**



O que temos, então, é um ambiente global desafiador combinado a incertezas no cenário local. Essa combinação em muito restringem o espaço para que o Copom siga com cortes de juros. Como diz a canção “*The Scientist*”, da banda Coldplay: *Nobody said it was easy* (“Ninguém disse que era fácil”).

Antes de entrarmos no mercado de crédito propriamente dito e no desempenho do Trígono Pulsar, comentemos o processo de incorporação do Pulsar no Sirius – nosso mais recente fundo de crédito privado e que já se encontra com R\$ 77 milhões de Patrimônio Líquido (PL). Falamos dessa incorporação em nossa **última live** de maio no Trígono Connection.

Os investidores dos fundos já receberam as devidas convocações para manifestarem seu voto na Assembleia Geral de cotistas. Se aprovado (o que é provável), o Pulsar¹ será incorporado ao Sirius², respeitando prazo estabelecido na legislação. E no que isso beneficiará os investidores do Pulsar?

Primeiro, para afastar desde já essa dúvida: não haverá impacto de qualquer tipo para os cotistas de ambos os fundos. Pulsar e Sirius têm, atualmente, o mesmo escopo de investimento: debêntures e letras financeiras de créditos *high-grade*. Não há, portanto, incremento de risco de crédito.

Quanto aos benefícios, os investidores terão um produto:

- de maiores tamanho e escalabilidade (R\$ 77 milhões PL do Sirius,
- R\$ 27 milhões PL do Pulsar);
- menor taxa de administração (0,45% a.a. do Sirius, 1,0% a.a. do Pulsar);
- menor prazo de cotização/resgate (D+15 no Sirius, D+30 no Pulsar).

O Sirius, além disso, não cobra taxa de performance (o Pulsar cobra 20% do que supera o CDI).

Só vantagens, como se vê – e sem aumentar o risco de crédito. E mais: com a incorporação ao Sirius, o investidor do Pulsar preserva sua alíquota de IR (Imposto de Renda) – lembrando que as alíquotas de IR em fundos de renda fixa são decrescentes de acordo com o prazo de permanência do investimento no fundo. Não seria vantajoso nem faria sentido, por exemplo, um investidor simplesmente resgatar do Pulsar para investir no Sirius – já que perderia sua alíquota vigente de IR.

O mercado de crédito privado se mostrou mais equilibrado, e não temos dúvidas de que a maior parte do fechamento dos *spreads* de crédito já se materializou. Não vemos sinais de ruptura ou irracionalidade – e um nível de spread em CDI + 1,9% (Iindex-CDI JGP) mostra-se, historicamente, bastante razoável; assim como os 47 bps no Iindex-Infra core.

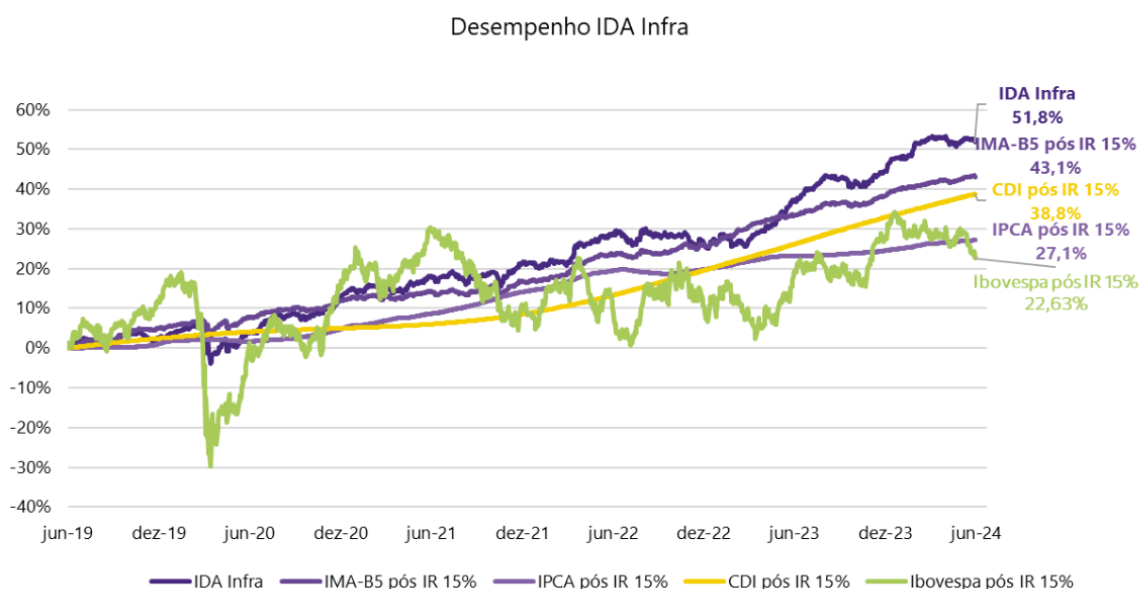


Fonte: JGP Idex, elaboração Trigono Capital

Em outras palavras: o momento é de grande relevância para seletividade, critério e monitoramento constante ao escolher créditos. Os juros, permanecendo em patamares mais elevados por mais tempo, ou caindo de forma mais lenta e gradual, dificulta a vida das empresas – daí a importância fundamental de ser ainda mais diligente.

E é aqui que acreditamos ter uma vantagem competitiva importante: ao estar em processo de alocação dos novos fundos Polaris Debêntures Incentivadas e Sirius Crédito Privado, temos caixa para bem escolher os ativos e spreads que remunerem de forma adequada nossos investidores. É o famoso *cash is king* – e estamos fazendo bom uso dessa máxima.

O trio Foco-Resiliência-Determinação de que falamos mais acima fica evidente no gráfico abaixo, no qual se vê que, em um horizonte de 5 anos, o IDA-Infra (Índice de Debêntures Incentivadas em IPCA da Anbima) foi um investimento imbatível, quando se olha CDI, IPCA ou Ibovespa. Fica a dica e o nosso otimismo com o Trigono Polaris – sobretudo em um ambiente com juro real acima de 6% a.a. Como diz o ditado, três coisas jamais retornam: a flecha disparada, a palavra proferida e a oportunidade perdida. Vamos aproveitar!



Fonte: Anbima & Quantum, elaboração Trigono Capital

1. [Leia o regulamento do fundo Trigono Pulsar Blend FIC FIM Crédito Privado](#)
2. [Leia o regulamento do fundo Trigono Sirius FIC RF CP](#)



Analisadas algumas das principais emissões primárias ao longo do mês, percebe-se o que mencionamos antes: um mercado muito mais equilibrado e sem exageros. Não foi raro observarmos emissões primárias com taxa teto (ou até desagiadas), ou que os bancos coordenadores da oferta tiveram que exercer, mesmo parcialmente, a garantia firme de colocação – encarteirando, assim, parte das emissões não totalmente absorvidas pelo mercado.

Emissor	Série	Volume (R\$ MM)	Prazo	Incentivada?	Indexador	Taxa Teto	Taxa Final
Gerdau	Única	1.500	5	Não	CDI+	0,60%	0,60%
ISA CTEEP	Única	1.000	7	Não	CDI+	0,80%	0,80%
Suzano	1ª	1.000	8	Não	CDI+	0,80%	0,80%
Suzano	2ª	4.000	10	Não	CDI+	1,00%	1,00%
Suzano	3ª	900	12	Sim	IPCA+	6,11%	6,11%
Flury	1ª	500	5	Não	CDI+	0,55%	0,55%
Flury	2ª	500	7	Não	CDI+	0,67%	0,67%
B3	Única	4.500	5	Não	CDI+	0,70%	0,62%
Rede D'Or	Única	2.000	10	Não	CDI+	1,70%	1,70%
Banco GM	1ª	300	2	Não	CDI+	0,75%	0,45%
Banco GM	2ª	224	3	Não	CDI+	0,85%	0,60%
Banco GM	3ª	176	4	Não	CDI+	1,00%	0,75%

Fontes: CVM, elaboração Trigono Capital

O Trigono Pulsar, refletindo o mercado mais equilibrado e desafiador, teve desempenho de 102% do CDI em maio (117% em 2024 e 116% do CDI nos últimos 6 meses). Os setores que mais contribuíram foram Financeiro/Bancário e Energia Elétrica. Participamos das emissões primárias de modo bastante seletivo no mês, sempre limitando a taxa ao nível que remunerasse o risco de crédito incorrido nas novas emissões.

Não nos importamos de ficar fora de uma emissão se acharmos que a taxa não condiz com o risco de crédito do emissor.

Terminamos maio com uma carteira diversificada em 71 papéis, carregos de CDI + 1,39% a.a. (equivalente a 113% do CDI), *rating* médio "br.AAA" e 3,2 anos de *duration*. Saneamento foi o setor de maior exposição (18,8%), seguido de Energia Elétrica (14,6%) e Financeiro (11,8%).

Até a próxima – e boas festas juninas aos investidores e seus familiares!



Equipe de **Crédito Privado**



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



TRÍGONO
Capital

ALÉM DO ÓBVIO



www.trigonocapital.com

R. Surubim, 373 - Chácara Santo Antônio, São Paulo - SP, 04571-050
contato@trigonocapital.com