

Resenha **Crédito Privado**



Julho de 2024



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



Ajude-nos a melhorar sua experiência de leitura respondendo à nossa pesquisa até o dia 19/07.



Resenha **Crédito Privado** _____ **Julho** de 2024

“Se é para o bem de todos e felicidade geral da Nação, estamos alinhados: votamos pela manutenção da taxa de juros”.

É com essa paráfrase algo bem-humorada do que proferiu o então príncipe D. Pedro – no Dia do Fico – há mais de 200 anos, que celebramos a última decisão do Copom (Comitê de Política Monetária), do Banco Central, em seu último encontro. A decisão de manter a taxa básica de juro da economia brasileira, a taxa Selic, foi unânime. Isso trouxe certa paz de espírito ao mercado – depois do “*tie break*” (5x4) da reunião anterior.

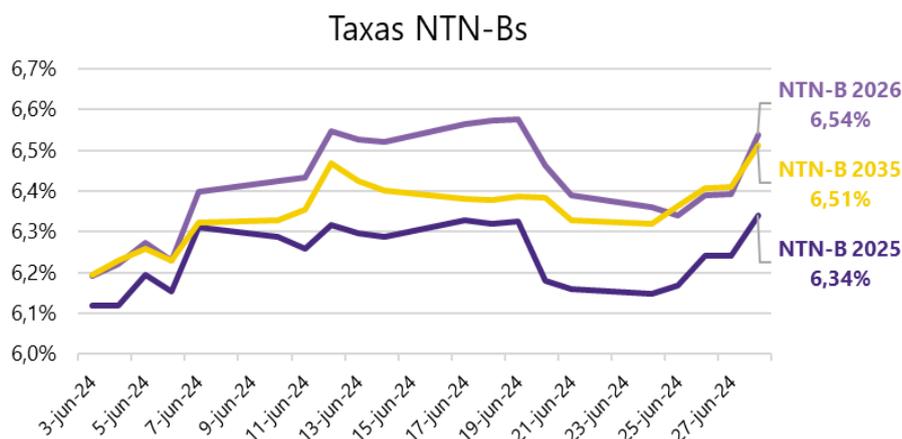
É bem verdade que, desde então, o cenário se deteriorou. Os ruídos fiscais saíram da categoria de zumbido irritante para a de barulho. É o nosso eterno calcanhar de Aquiles, com o câmbio no papel de válvula de escape. Além do cenário global de dólar forte, e dos juros nos EUA, que permanecerão “*higher for longer*” (mais altos, por mais tempo), nossos próprios problemas internos ajudaram a potencializar essa desvalorização de 6,63% do Real, com o câmbio encerrando junho em R\$ 5,59 por dólar.

A desvalorização cambial no Brasil sempre preocupa: alimenta a inflação e impede a queda dos juros. Isso espirra na economia com efeitos nos investimentos e, sem demora, chega ao emprego. O Real acumula o pior desempenho entre as moedas emergentes do mundo em 2024.



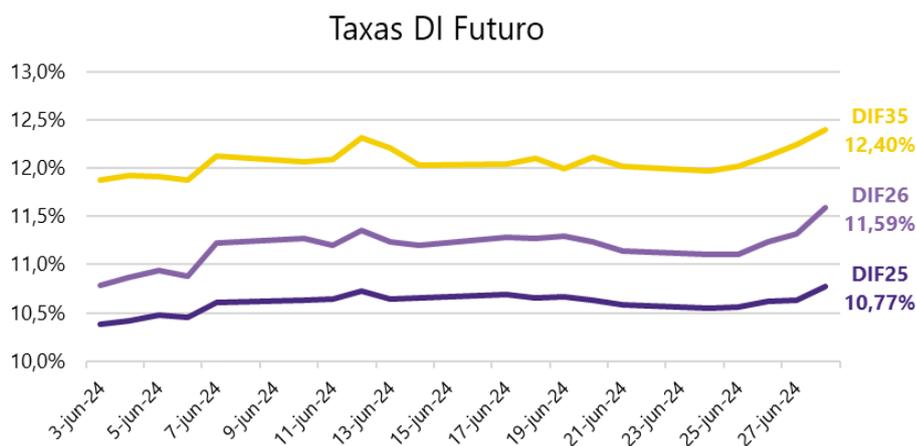
Fonte: Bloomberg, elaboração Trígono Capital

E antes fosse só o câmbio a ficar feio na foto das expectativas: juros futuros e NTN-Bs também embutiram maiores prêmios de risco ao longo de junho. Juro real de 6,5% ao ano amarga a vida de todos!



Fonte: Quantum Axis, elaboração Trígono Capital

As taxas futuras até já incorporam aumento de juros para este ano e também para 2025. Esperamos (torcemos) por uma reversão dos ruídos políticos e por maior disciplina fiscal. Quem sabe isso reduza os prêmios de risco nas curvas de juros e reverta essa tendência. Dedos cruzados aqui.



Fonte: Quantum Axis, elaboração Trígono Capital

Outra forma de avaliarmos a deterioração das expectativas dos agentes de mercado é pela Pesquisa Focus, do Banco Central. A pesquisa é feita a partir da coleta de projeções junto a profissionais de mercado. Comparamos as expectativas do início do ano com as do fim deste semestre – e senhores, quanta mudança! Não há nada de trivial em tanta mudança em tão pouco tempo. O comentário vale para o combo completo: Selic, inflação e câmbio.

Não temos dúvida de que o governo deve se preocupar com essa deterioração das expectativas. Há que se pensar em controle dos gastos públicos – via algum contingenciamento, e não apenas em aumento de receitas. Até que o grande gatilho para a economia global seja puxado – o corte de juros nos EUA – o mercado bem que poderia usar alguma notícia boa daqui mesmo. Por falar no Fed, o corte lá deve ser um só, e não deve chegar antes de setembro.



IPCA			Selic			Câmbio			PIB			Dívida líquida Pública (%PIB)		
	29/12/2023	28/06/2024		29/12/2023	28/06/2024		29/12/2023	28/06/2024		29/12/2023	28/06/2024		29/12/2023	28/06/2024
2024	3,90%	4,00%	2024	9,0%	10,5%	2024	5,00	5,20	2024	1,52%	2,09%	2024	64,45%	63,70%
2025	3,50%	3,87%	2025	8,5%	9,5%	2025	5,03	5,19	2025	2,00%	1,98%	2025	66,20%	66,40%
2026	3,50%	3,60%	2026	8,5%	9,0%	2026	5,10	5,19	2026	2,00%	2,00%	2026	69,50%	68,35%

Fonte: Banco Central do Brasil, Focus - Relatório de Mercado, elaboração Trígono Capital

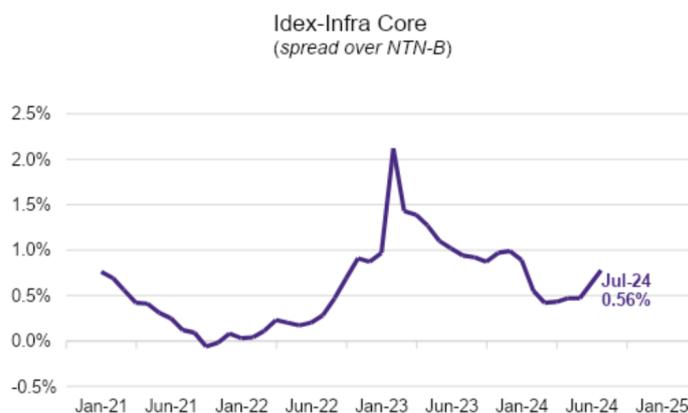
E o mercado de crédito privado?

Bom, novas fora a aversão a risco, o barulho político e a deterioração fiscal, podemos afirmar que o mercado de crédito privado se comportou deveras bem – sobretudo na série institucional, em CDI+. Claro, o comportamento dos *spreads* de crédito não foi uniforme. Houve alguma estabilidade em certos nomes, alguns créditos robustos que já se encontram em patamares bem mais estreitos do que antes da crise da Americanas e *Light*; já outros emissores/setores mais alavancados – e mais dependentes de refinanciamento mais frequente de dívidas – viram os *spreads* se ampliarem. No frigir dos ovos, estabilidade dos *spreads*!



Fonte: JGP Idex, elaboração Trígono Capital

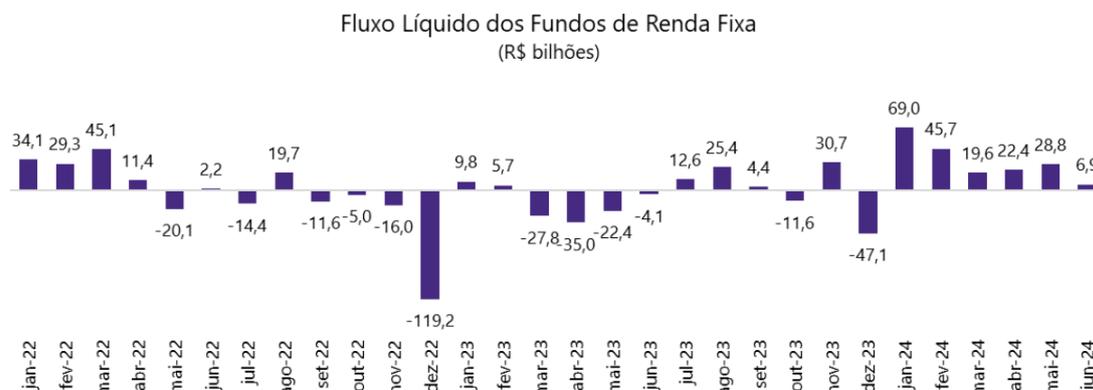
No mundo das debêntures incentivadas – aí, sim, podemos dizer: a volatilidade foi direto na veia! E tudo porque esses títulos (indexados ao IPCA) são remunerados a NTN-B + *spread* de crédito. Como vimos acima, junho não foi gentil para as NTN-Bs – sobretudo as mais longas, que espelham o risco fiscal. Os *spreads* de crédito seguem em patamares razoáveis, após pequena ampliação no decorrer do mês (como vemos no gráfico abaixo).



Fonte: JGP Idex, elaboração Trígono Capital



A acomodação dos *spreads* de crédito também pode ser explicada pela moderação nos fluxos líquidos de entradas de recursos nos fundos de renda fixa, segundo os dados mais recentes da Anbima. A tendência do ano até aqui é, sem dúvida, muito favorável para a classe de ativos e deve ainda persistir com os juros ficando altos como estão.



Fonte: Anbima, elaboração Trígono Capital

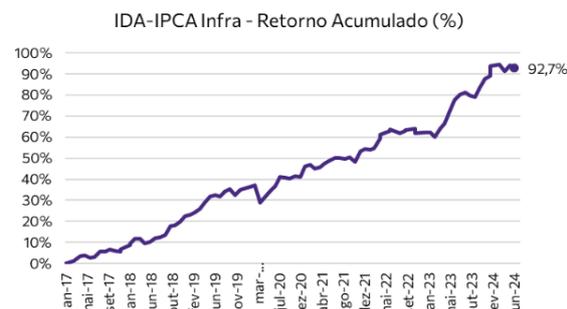
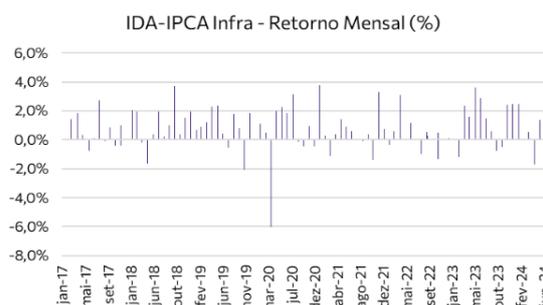
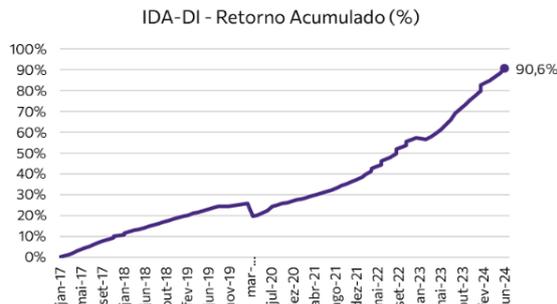
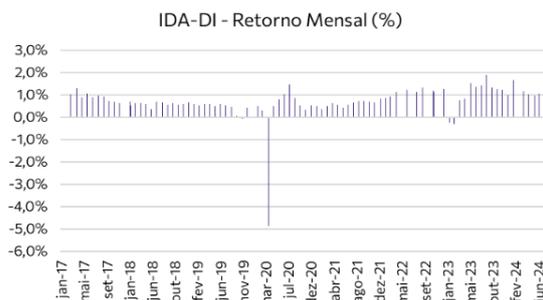
Esse momento mais equilibrado do mercado de crédito privado também pode ser comprovado no mercado de emissão primária. Vimos alguma dispersão na demanda. Algumas ofertas tiveram forte demanda e fechamento expressivo de *spreads*; outras foram bem menos demandadas (saindo mesmo desagiadas). O quadro a seguir destaca algumas emissões que julgamos representativas no mês:

Emissor	Série	Volume (R\$ MM)	Prazo	Incentivada?	Indexador	Taxa Teto	Taxa Final
Movida	Única	750	4	Não	CDI+	2,30%	2,30%
Natura	Única	1.326	5	Não	CDI+	1,20%	1,20%
Linha 4	Única	940	7	Não	CDI+	1,10%	1,10%
Engie Brasil	1ª	863	5	Sim	Pré	Máx {11,05; DIF29 + 0,1}	12,50%
Engie Brasil	2ª	637	10	Sim	IPCA+	Máx {IPCA + 6,00%; B33 + 0,15%} ¹	6,78%
Engie Brasil	3ª	500	2	Não	CDI+	0,55%	0,55%
Ecorodovias	1ª	897	7	Sim	IPCA+	Máx {B30 + 0,45; IPCA + 6,60%}	6,82%
Ecorodovias	2ª	842	10	Sim	IPCA+	Máx {B33 + 0,65; IPCA + 6,85%}	7,11%
Ecorodovias	3ª	360	15	Sim	IPCA+	Máx {B35 + 0,85; IPCA + 7,05%}	7,31%

¹ Emissão desagiada para Máx {IPCA + 6,25%; B33 + 0,40%}

Fonte: CVM, elaboração Trígono Capital

Falando de rentabilidade, o nível de retorno da classe de ativos segue positivo, mesmo que a maior parte do ganho de capital proporcionado pelo fechamento dos *spreads* de crédito já tenha indubitavelmente ocorrido. Nas debêntures incentivadas, junho certamente foi um mês mais desafiador pela abertura das NTN-Bs. Mas o investidor de médio/longo prazo soube, sem dúvida alguma, enxergar uma daquelas oportunidades raras de alocar em um segmento que parte de NTN-B (no nível de IPCA+6,5% ao ano!) agregando *spread* de crédito e com isenção de imposto de renda para a pessoa física. Trata-se de um produto imbatível em desempenho, como mostramos na nossa última Resenha Mensal de Crédito Privado ([acesse aqui](#)). E (nunca é demais lembrar), para capturar esse momento, temos na casa o fundo Trígono Polaris Debêntures Incentivadas.



Fonte: Anbima, elaboração Trígono Capital

Faremos aqui o último comentário sobre o desempenho do Trígono Pulsar. Como todos já sabem, e como comentado já em nossas lives, podcasts e Resenhas, o processo de incorporação do Trígono Pulsar ao Trígono Sirius será concluído em meados de julho. Assim, ativos e cotistas do Pulsar serão incorporados pelo Sirius, sem qualquer impacto.

O Trígono Sirius já está disponível para investimento na plataforma do BTG Digital, tem taxa de administração de 0,45% a.a. e não cobra taxa de performance, tendo prazo de resgate em D+15 com liquidação no 1º dia útil subsequente. Assim como o Trígono Polaris Debêntures Incentivadas, está em fase pré-lâmina (primeiros 6 meses de lançamento do fundo). Por isso, a regulação não permite que forneçamos informações sobre o desempenho e carteira dos fundos.

Em junho, o Trígono Pulsar teve desempenho de 106% do CDI (115% do CDI no acumulado do ano). Saneamento, Transporte & Logística e Energia Elétrica foram os setores que mais contribuíram para o desempenho mensal do fundo. Reduzimos sua posição de caixa para apenas 1,7%, capturando oportunidades encontradas no mercado secundário – e também em razão da previsibilidade que temos do fluxo em razão da proximidade da incorporação do Pulsar pelo Sirius.

Em relação às emissões primárias, seguimos com a estratégia de alocar com bastante critério e seletividade. No mês passado participamos da oferta de debêntures da Aegea e das Letras Financeiras do Banco Volkswagen.



Encerramos o mês com uma carteira bem diversificada, em 73 títulos de crédito, carrego de CDI + 1,36% a.a. (equivalente a 113% do CDI), rating médio br.AAA e 3,3 anos de duration.

Setorialmente, seguimos diversificados: o setor Financeiro (18,1%) ficou como a maior exposição, seguido pelos de Saneamento (16,3%) e de Energia Elétrica (14,8%).

Desejamos boas férias àqueles que farão uma pequena pausa para recarregar as baterias!

E que venha o 2º semestre de 2024!

Até a próxima.



TRÍGONO
Capital

ALÉM DO ÓBVIO



www.trigonocapital.com

R. Surubim, 373 - Cidade Monções, São Paulo - SP, 04571-050
contato@trigonocapital.com