



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO



MAIO 2023

RESENHA MENSAL DE CRÉDITO PRIVADO

Resenha Mensal de Crédito Privado — Abril de 2023

Mais um mês se passou, e para a pauta da Resenha de maio o que não falta é assunto.

Temos mais uma vez a crise bancária nos Estados Unidos vindo à tona, e a bola da vez é o *First Republic Bank*, que acabou adquirido pelo JP Morgan. Sem dúvida preocupa a queda de depósitos dos bancos regionais norte-americanos, ingrediente a mais para condições financeiras mais restritivas e aumento da probabilidade de um cenário de recessão mundial.

As perguntas ainda por responder são:

- O que ainda pode estar por vir?
- Considerando questões antitruste e de concentração bancária, restritas pela regulação norte-americana em condições normais de temperatura e pressão: as soluções de mercado estarão sempre presentes?

A reversão abrupta do enxugamento do balanço do Federal Reserve, a grande captação dos fundos *money-market* nos EUA — e o consequente fechamento das taxas das *treasuries* — e as altas recentes de ouro, criptomoedas e da própria bolsa (que teima em subir mesmo com múltiplos elevadíssimos — talvez de olho no fim do aperto monetário) podem ter sido efeitos colaterais dessa fuga de depósitos dos bancos regionais norte-americanos.

No contexto global, o mercado conta para si mesmo todo tipo de história: desde a de um pouso suave até a de que os juros permanecerão na estratosfera por mais tempo, passando inclusive pela lenda, sempre à espreita, da recessão. Sobre juros, aliás, convenhamos: nas alturas como têm estado, já fizeram/continuam fazendo muito estrago por todos os lados! Governos, pessoas físicas, empresas e — quem diria? — os próprios bancos estão com alguns hematomas. Ninguém aguenta mais, essa é a verdade.

No mercado local, o arcabouço fiscal foi apresentado, e os sentimentos despertados foram antagônicos. Num primeiro momento teve comemoração. Bom, esteve mais para “melhor isso que nada, vai evitar a argentinização do Brasil”. A sensação era meio que a de que tínhamos um teto de gastos, uma estrutura fiscal mais robusta. Mas não era lá muito respeitado... enfim, vá lá o arcabouço, fazer o quê?

Mas, passada a “empolgação” inicial, vem o segundo momento: os detalhes deixaram o mercado bastante preocupado — não se viu um controle efetivo de gastos públicos, vinculando-os ao crescimento das receitas, mas criando aquele cipoal de exceções, e passando a mão na cabeça dos descumprimentos/descumpridores. Tem cara, cheiro, gosto e cor daquela frutinha tão simpática e tão brasileira: a jabuticaba.

Então ficou como? De um lado, a relação dívida/PIB não deve ser explosiva. De outro, o país não deve entregar as esperadas reformas estruturais que nos levariam a outro patamar de produtividade e ao crescimento sustentável. Brasil sendo Brasil: vamos gastar mais quando a receita permitir — e quando não permitir, dá-se um jeito de se gastar mais também.

Aos mais otimistas, resta a esperança de que o Congresso aprove um arcabouço fiscal melhor que aquele que recebeu — o que julgamos possível.

O governo se mostrou ambicioso ao colocar como objetivo a recuperação do grau de investimento, quando apresentou o arcabouço fiscal. Atualmente, os *ratings* soberanos



brasileiros são, pela S&P e pela Fitch: BB-/estável; e Ba2/estável pela Moody's na escala global. Para um governo que não esconde que vai gastar mais, se comprometeu a aumentar a arrecadação/renúncias fiscais, zerar o déficit primário já em 2024 e atingir superávits em 2025 (0,5%) e em 2026 (1%)... eis aí um belíssimo desafio.

O *rating* soberano brasileiro, lembremos, também já foi grau de investimento pelas principais agências de classificação de risco:

- Pela S&P — entre abril de 2008 e setembro de 2015;
- Pela Moody's — entre setembro de 2009 e fevereiro de 2016;
- Pela Fitch — entre maio de 2008 e dezembro de 2015.

Traremos então um pouco mais de informações sobre as escalas de *ratings* local e global, a famosa linha divisória IG (“*Investment Grade*”, ou grau de investimento) e HY (“*High Yield*”, ou grau especulativo), e um *proxy* do que significa a diferença de custo de captação entre esses dois grupos de emissores.

O gráfico abaixo deixa evidente a dificuldade em voltar ao grau de investimento: na média das agências classificadoras, estamos a 3 degraus do BBB — na escala global — e com perspectiva “estável” pelas três. Ou seja: entre 12 e 18 meses, o *rating* deve ficar onde está.

Ao investir em um produto como o Trígono Pulsar, o investidor poderá se expor a até 20% de créditos corporativos e bancários de países que são sólidos graus de investimento (México, Chile e Peru, por exemplo). É importante que fique claro que, por mais que no Brasil a preferência seja investir em créditos “*high grade*” (de altíssima qualidade), quando vemos a correspondência entre as escalas de *rating* local e global esses mesmos créditos baixam para grau especulativo. Então, por que não diversificar? Ao escolher um produto como o Trígono Pulsar, o investidor tem acesso a mercados e emissores com menores riscos de crédito — menores inclusive que os dos melhores riscos de crédito encontrados no Brasil.

Escala Global de Rating e Principais países LatAm

Grau de Investimento	AAA
	AA+
	AA
	AA-
	A+
	A
	A
	BBB+
	BBB
	BBB
Grau Especulativo	BB+
	BB
	BB-
	B+
	B
	B-
	CCC+
	CCC
	CCC-
	CC
C	
SD	
D	

Fonte: <https://disclosure.spglobal.com/ratings/br/regulatory/article/-/view/sourceid/100017401>

Matriz de Correspondência Local e Global (Brasil)

High Grade	BB-	brAAA
		brAA+
	B+	brAA+
		brAA
	B	brAA
		brA+
		brA
	B-	brA-
		brBBB+
		brBBB
	brBBB-	
	brBB+	
	brBB	
CCC+	brBB	
	brBB-	
	brB+	
CCC	brB	
	brB-	
	brCCC+	
CCC-	brCCC	
	brCCC-	
CC	brCC	
C	brC	
SD	SD	
D	D	



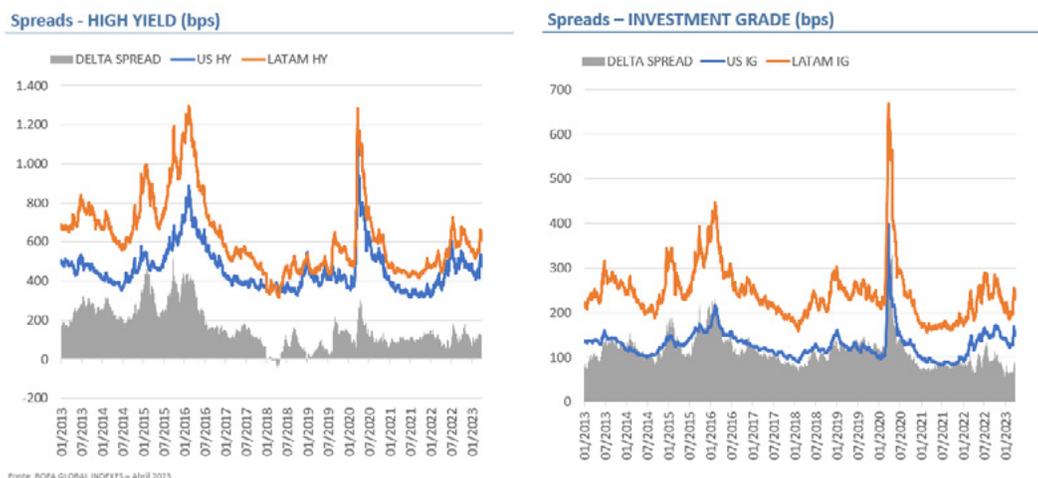
Mas o quanto essa linha divisória IG vs HY é relevante no mundo dos *ratings*? Extremamente relevante, em diversos aspectos.

Primeiro, pelo universo de investidores a que determinado emissor tem acesso. Existem fundos, mandatos e índices no universo de crédito privado que não podem investir em emissores que não tenham pelo menos 2 *ratings* IG. Por aí, já se faz um primeiro corte, o que faz o universo de investidores HY menor e mais exposto aos ciclos de mercado: eles podem sumir de vista, ou pelo menos mostrar pouca disposição a tomar risco justamente no momento em que o emissor HY mais precisar — o de refinar dívidas de curto prazo em condições adversas de mercado.

Emissores IG têm, em geral, negócio estável com boa posição de mercado e bom *market share*, fluxo de caixa e margens estáveis, diversificação de fontes de financiamento, baixa alavancagem, liquidez e estrutura de capital adequadas — todas as características que acabam por se traduzir em menor custo de financiamento.

E custo de financiamento é uma diferença fundamental entre um emissor IG e HY — justamente pela percepção de que o risco de crédito e a vulnerabilidade de um é bem maior que a do outro. Emissor, aliás, pode ser um governo, uma empresa ou mesmo um banco.

Observem nos gráficos abaixo que o nível de *spread* (prêmio pago pelos emissores acima das *treasuries* norte-americanas) difere bastante quando comparamos índices HY e IG dos *bonds* corporativos tanto para América Latina (Latam: 612 bps dos HY vs 235 bps dos IG — fim do 1T23) como para EUA (US: bps 474 dos HY vs 148 bps dos IG — fim do 1T23). Ou seja, o diferencial entre uma cesta de corporativos IG e HY em Latam e nos EUA, a preços atuais de mercado, são relevantes 377 bps e 326 bps, respectivamente.



Bem, dito isso, comentemos o desempenho do Pulsar em abril, o mercado de crédito privado e suas perspectivas.

Os resgates na indústria de fundos persistiram ao longo do mês passado: foram R\$ 43 bilhões segundo a ANBIMA, sendo R\$ 37 bilhões na renda fixa, levando o resgate líquido da classe ativos para R\$ 47 bilhões no acumulado do ano. O Trígono Pulsar, novo como é, tem uma parcela significativa de *seed money* da gestora e de seus sócios. Por não ter sofrido impactos de exposição a Americanas e Light, não sofre (de forma direta) consequências desses resgates. O desempenho do mês — 74% do CDI — se deve à abertura dos *spreads* de crédito devido à



pressão de venda exercida sobre os papéis no mercado (reflexo indireto das vendas e resgates da indústria de renda fixa).

Continuamos com a estratégia de aproveitar o momento do mercado, de aspectos técnicos prevalecendo sobre fundamentos, para investir nossa posição de caixa em diversificação, buscando oportunidades — ou seja, títulos de emissores com excelente qualidade de crédito e vendidos com *spreads* de crédito ampliados (aumentando assim o carregamento do fundo e seu retorno potencial).

Nessa linha, temos sido bastante seletivos e criteriosos ao participar de emissões primárias. Ao longo de abril analisamos operações de mercado e alocamos recursos somente quando encontramos duas características que não abrimos mão num momento desafiador como o atual: excelente risco de crédito e prêmio atrativo comparado ao dos pares e à própria curva do emissor.

Nossa percepção é que emissões primárias também estão mais escassas, com menos participantes de mercado — o que, então, torna algumas delas bem interessantes. O mercado, a nosso ver, tem privilegiado o nível de caixa nos fundos, sendo mais seletivo e menos ativo nas emissões.

Terminamos abril com 52 títulos em carteira, representados por 48 emissores. O carregamento foi de CDI + 2,3% a.a.; o *rating* médio foi br.AA+; e com 3,3 anos de *duration*. Seguimos diversificados setorialmente, a maior exposição sendo a bancos (17% do fundo), seguidos por energia elétrica (12%), metalurgia e siderurgia (9%) e saneamento (8%).

O mercado secundário oscilou entre momentos de estabilização e outros em que os resgates deram a tônica. Mas a distinção na qualidade de crédito se fez notar. Setores como saneamento e energia elétrica, com receitas e fluxos de caixa previsíveis, se mostram muito mais equilibrados e com *spreads* saudáveis. Empresas de varejo, por outro lado — mais alavancadas, de margens baixas e com alguma pressão de refinanciamento —, invariavelmente têm apresentado grande diferencial nos *bid-offers*. Dentre os 10 papéis que mais abriram taxa em CDI+ em abril no mercado de crédito *high-grade* dominam os setores de varejo e saúde.

Em termos de perspectivas, o Trígono Pulsar se encontra muito bem-posicionado e com uma carteira bastante saudável. Temos convicção da oportunidade que se apresenta para o alocador de longo prazo em crédito privado. Nossos níveis de *spreads* de crédito são altamente convidativos, no segmento de melhor qualidade creditícia e mais líquidos — condição gerada muito mais por aspectos técnicos (resgates decorrentes de Americanas e Light) do que por deterioração dos fundamentos.

Obrigado pela confiança e até a próxima!

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

Thaís Abdala — Analista de Crédito

Rômulo Bredt, CGA, CNPI — Analista de Crédito



[Conheça o TRÍGONO PULSAR BLEND, o 1º fundo de Crédito Privado da Trígono Capital.](#)

[Lâmina do TRÍGONO PULSAR BLEND, o 1º fundo de Crédito Privado da Trígono Capital.](#)





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