



TRÍGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

RESENHA MENSAL DE CRÉDITO PRIVADO

JUNHO 2023



Resenha Mensal de Crédito Privado — Junho de 2023

O ano de 2023 já está perto de completar seu primeiro semestre.

Já estamos longe o suficiente, portanto, do 11 de janeiro, em que caiu no mercado a bomba de R\$ 20 bilhões de rombo contábil jogada pela quase centenária Lojas Americanas no mercado de crédito (a revista Piauí deste mês traz uma reportagem extensa sobre o caso).

Desde então, as turbulências se moderaram e o pior parece estar se distanciando no retrovisor.

Houve menos resgates, os *spreads* de crédito no mercado secundário começaram a fechar para a grande maioria dos nomes e as emissões primárias vivem um momento de primavera às portas do inverno.

No mercado local, 16 de maio foi dia da Petrobras anunciar a mudança mais relevante em sua política comercial desde que adotou a PPI (Política de Paridade de Importação), em 2016.

Mas, antes de explicar melhor o impacto dessa mudança, vamos dar um passo para trás para entender como essa política comercial tem funcionado e afetado a empresa.

A Petrobras opera os principais campos de petróleo e gás do Brasil, e o governo detém, direta e indiretamente (por meio do BNDES/BNDESPar), 50,3% do capital com direito a voto e 36,6% do capital total. O atual volume de reservas provadas líquidas da Petrobras é de 10,3 bilhões de [boe](#) (barril de óleo equivalente)*. Além de extrair o petróleo, a Petrobras o refina e o vende. Como tem capital aberto e é listada na B3, seu objetivo é maximizar valor para os acionistas. O que significa que ela está continuamente em busca de uma estratégia comercial adequada para isso.

Antes da PPI, o governo brasileiro determinava e controlava o preço dos combustíveis (eventualmente subsidiando alguma parte dele). Nesse modelo, os preços eram muitas vezes segurados abaixo daqueles praticados no mercado internacional — e o governo fazia isso de olho no controle da inflação. O alívio que essa política de preços gerou no bolso dos consumidores nunca foi lá muito expressivo — mas para a Petrobras, o impacto ao longo dos anos foi de desequilíbrio financeiro muito grande. Foram grandes os prejuízos acarretados, comprometendo sua qualidade de crédito e sua credibilidade junto a investidores.

Aqui faremos agora uma relação entre a política comercial da Petrobras (sem perder de vista que é uma empresa estatal) e sua qualidade de crédito.

O *rating* de crédito da Petrobras é influenciado pelo *rating* de crédito soberano do Brasil. Isso porque as agências consideram que existe uma probabilidade muito alta de a empresa receber suporte extraordinário do governo brasileiro em tempo hábil em cenários de estresse financeiro, dada sua relevância estratégica — afinal, é a principal produtora de petróleo do Brasil. A Petrobras tem, então, extrema importância em um setor chave e com altas perspectivas de crescimento. É também a maior distribuidora de combustível do país — e isso dá a ela papel-chave tanto no cotidiano da população como na composição de indicadores econômicos (como os índices de inflação).

O gráfico a seguir mostra a variação dos *ratings* do Brasil e da Petrobras, na escala da *S&P Global Ratings*. O SACP (*Stand-Alone Credit Profile* — ou Perfil de Crédito Individual, na sigla em inglês) da empresa reflete qual seria o seu *rating* sem interferência de seu controlador (o governo brasileiro). O que vemos é uma deterioração do perfil de crédito desde o fim de 2014

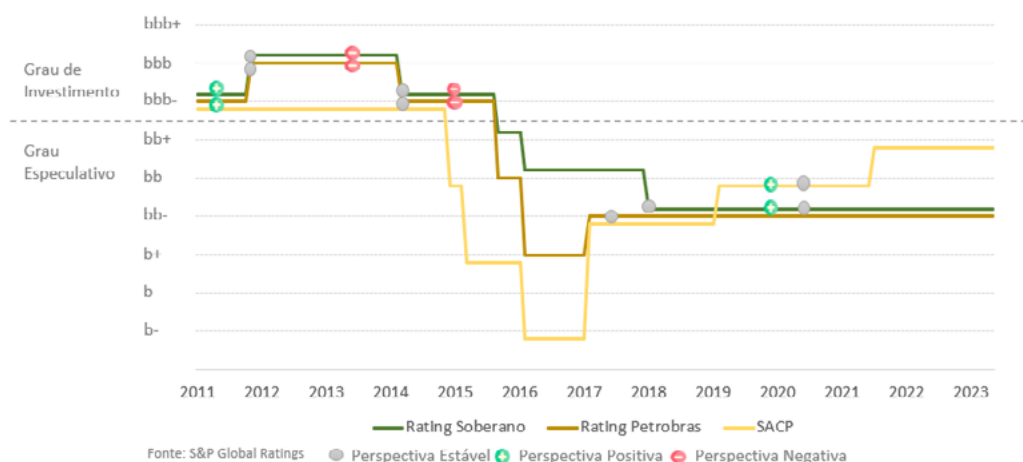


— refletindo uma geração mais fraca de fluxo de caixa, fruto da política de preços insalubre para a empresa. O balanço acabou alavancado e isso piorou as métricas de crédito.

Apesar disso, o *rating* da empresa se manteve inalterado até setembro de 2015 — quando, lembremos, o Brasil perdeu o “grau de investimento” e passou de “BBB-” para “BB+”, e em seguida para “BB”.

No ano seguinte, quando vem a paridade de preços, o perfil de crédito individual da Petrobras descera mais um degrau, para “B-” refletindo principalmente uma estrutura de capital mais fraca e um perfil financeiro mais alavancado. Em fevereiro de 2017, *rating* e SACP voltam a melhorar, com maior visibilidade de geração de caixa e equilíbrio na estrutura de capital — já com a PPI valendo.

Mas, porque Petrobras e governo são fortemente ligados, o *rating* da empresa não pode ser mais forte que o do seu acionista controlador. Com isso, a estatal ficou com ‘BB-’, o mesmo *rating* do país. Isso, mesmo apresentando um SACP mais forte desde fevereiro de 2019.

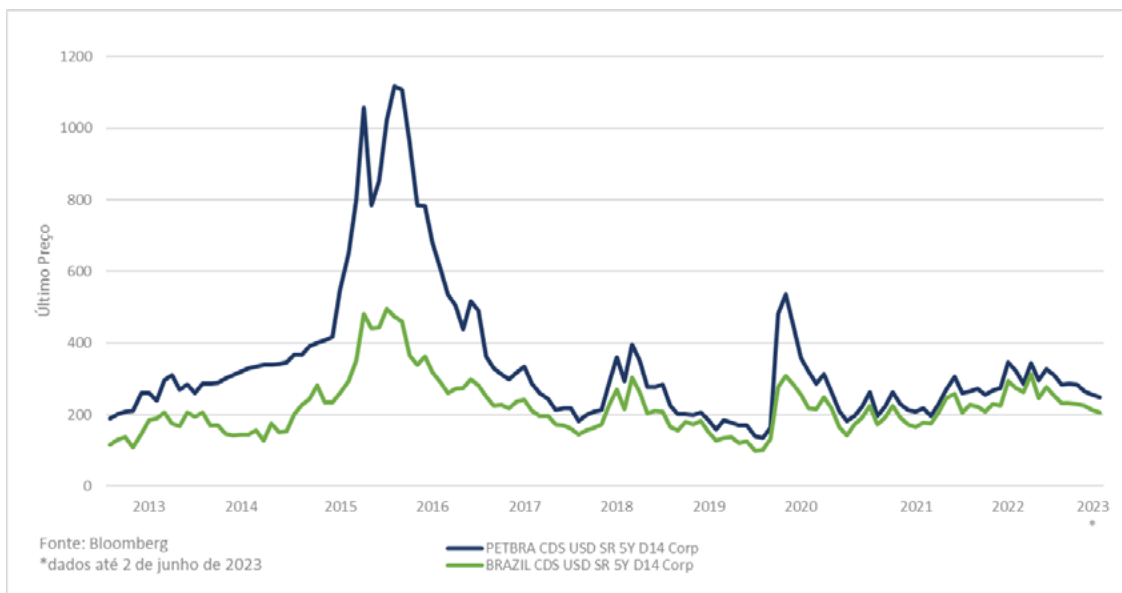


Essas mudanças de *rating* nos últimos anos e o fato de Petrobras e governo brasileiro não terem grau de investimento desde 2015 têm impacto nos negócios. Um risco percebido como mais alto reduz o universo de investidores interessados, restando apenas aqueles que podem investir em companhias “*high-yield*” (grau especulativo). Isso aumenta o custo de financiamento da companhia. Sobre detalhes e principais diferenças entre emissores com grau de investimento e aqueles com grau especulativo, falamos na Resenha de maio, que o nosso estimado leitor pode ler

https://trigonocapital.com/wp-content/uploads/2023/05/resenha_mensal_credito_privado_MAI02023.pdf

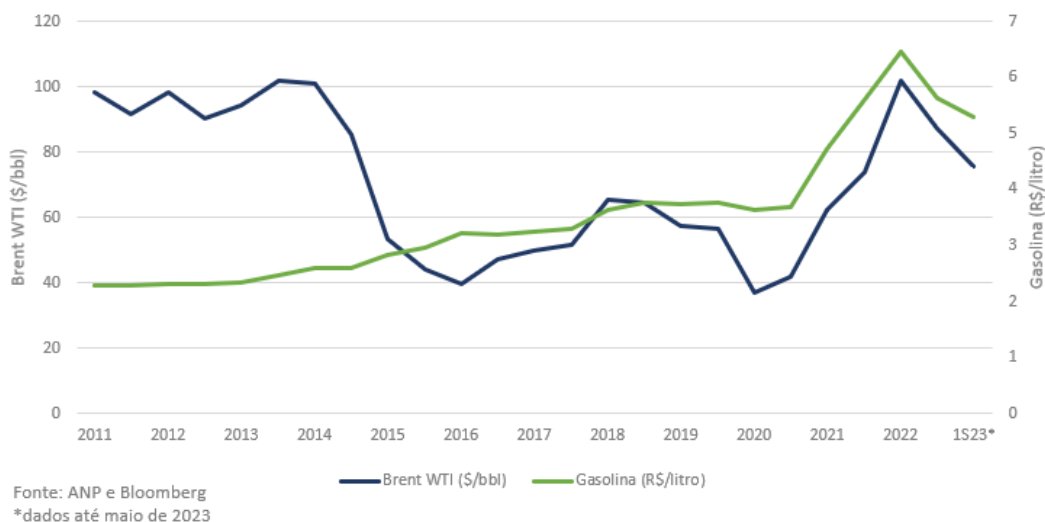
O gráfico a seguir mostra o pico do CDS (*Credit-Default Swap* — seguro de investidores contra o risco de inadimplência de uma empresa, banco ou governo) de 5 anos da Petrobras: mais de 1.100 bps (pontos-base) no período 2015 – 2016, justamente quando a venda da gasolina era subsidiada no Brasil. Naquele momento, o risco de *default* medido pelo CDS da Petrobras elevava o risco de *default* de seu controlador — o governo brasileiro, cujo CDS atingiu 500 bps. O que se vê é uma regressão significativa depois de 2016: desde a PPI, o CDS chegou mesmo a cair abaixo dos 200 bps. Hoje, situa-se em 250 bps e 200 bps para a Petrobras e o Brasil, respectivamente.





A deterioração de indicadores financeiros em 2015 levou a Petrobras a adotar a PPI, a fim de melhorar seu equilíbrio financeiro e atrair investidores.

A PPI alinhava os preços dos combustíveis no mercado doméstico aos preços internacionais, considerando, além dos preços da própria commodity, variáveis voláteis como câmbio e custos de importação. Dessa forma, os ajustes passaram a acontecer até diariamente, se fosse preciso. Com isso, o mercado local podia acompanhar as flutuações dos mercados globais — apesar das tão brasileiras influências de impostos, subsídios e outros fatores regulatórios. O gráfico abaixo mostra que os preços do petróleo no mercado internacional estavam bastante descolados do preço da gasolina no mercado local até 2015. A partir daí, no entanto, as tendências ficaram parecidas — mesmo com o preço final nos postos brasileiros encarando as mesmas variáveis voláteis e as mesmas influências tão brasileiras mencionadas logo acima.



As mudanças anunciadas na política de preços de combustíveis eram esperadas, após os graves danos causados à saúde financeira da empresa e as mudanças na Diretoria Executiva e na composição de seu Conselho de Administração. Isso porque a política de preços, a rigor, pode ser alterada com mudanças de governo — desde que cumpra todos os pré-requisitos de governança e aprovações necessárias para tal.

Mas a PPI não é a panaceia geral: benéfica como foi para a saúde financeira da empresa, não ficou imune a críticas. Só lembrar da greve dos caminhoneiros em 2018: o principal alvo da categoria foram as altas da gasolina e do diesel — e pior: os reajustes frequentes (frutos da valorização do barril lá fora e da desvalorização do real frente ao dólar).

O fim da PPI, importante como tenha sido para restabelecer a saúde da Petrobras, vem com o intuito de diminuir as oscilações de preços nos postos de gasolina brasileiros. A nova estratégia comercial continuará a precificar o combustível de forma competitiva, com base em preços de mercado.

Mas duas novas referências de mercado entram no jogo:

- custo alternativo do cliente (que contempla alternativas de suprimento por fornecedores dos mesmos produtos substitutos);
- valor marginal para a Petrobras (que vai considerar custos de produção, importação, exportação, refino, entre outros).

Segundo a Petrobras, a referência do custo de oportunidade permite oferecer preços mais competitivos ao mercado, ao mesmo tempo que evita estagnação e reajustes excessivos. Um dos principais benefícios esperados por essa nova referência seria o aumento da competitividade no mercado interno e um impacto positivo na inflação.

Muita água ainda vai passar por baixo dessa ponte. Esperamos que a empresa não retroceda nos grandes avanços alcançados durante os últimos anos e que reduzir a volatilidade dos preços domésticos seja de fato sua meta principal.

Não esperamos um impacto relevante para Petrobras, que atualmente tem bastante conforto em suas métricas de crédito — com alavancagem próxima a 1x, além de ser uma excelente pagadora de dividendos aos seus acionistas.

Por outro lado, é possível que essa nova política traga algum alívio em pressões de custos para a operação de muitos emissores na nossa carteira, com menores oscilações em fretes para transportar seus produtos. Vamos acompanhar com lupa essas mudanças e seus efeitos.

Em relação ao mercado de crédito privado, notamos uma mudança importante nos últimos dez dias de maio: podemos estar diante de um ponto de inflexão nos resgates.

Como sabemos, os fluxos são determinantes para o comportamento dos *spreads* de crédito — tanto que essa foi a tônica desde janeiro de 2023, com Americanas e Light: os resgates dos fundos se aceleraram e se intensificaram, e os aspectos técnicos prevaleceram sobre os fundamentos de crédito, levando os níveis de *spread* a patamares bem acima dos níveis históricos, e desproporcionais aos níveis de risco das companhias. Empresas *high-grade* negociadas a CDI+ 3,00% — 4,00% são momentos para se aproveitar.

*



Bem, dito tudo isso: o desempenho relativo do Pulsar no mês foi bastante impactado pela abertura de *spreads* em uma quantidade reduzida de nomes devido à marcação a mercado desses títulos. Apenas ressaltando: na grande maioria dos créditos que temos em carteira, houve fechamento de taxas — o que foi positivo para os resultados do mês e para a performance do fundo.

A Anbima traduz essa melhoria em números: em maio, foram resgatados R\$ 4,5 bilhões dos fundos de Renda Fixa. Em abril, haviam sido resgatados nada menos que R\$ 37 bilhões. A julgar pelo comportamento do mercado secundário, não seria absurdo esperar uma reversão desse fluxo já em junho.

Também fomos bem ativos no mercado secundário em maio. Alocamos recursos onde vimos oportunidades de incorporar nomes de elevada qualidade creditícia, com prêmios atrativos, e vendemos posições onde já havíamos capturado bom fechamento de taxas e outras sobre as quais o temor de deterioração de resultados em trimestres futuros nos causavam preocupação.

A posição de caixa do fundo em 16% se mostra bastante confortável e nos permite participar do *pipeline* de emissões primárias que já se apresenta e de aproveitar oportunidades de bons créditos no mercado secundário. Ao final de maio, tínhamos 45 títulos em carteira, representados por 43 emissores, carregos de CDI + 2,28% a.a. (equivalentes a 117% do CDI), *rating* médio br.AA+ e 2,7 anos de *duration*.

Seguimos diversificados setorialmente, com bancos como a maior exposição — com 16% do fundo —, seguidos por energia elétrica (10%), metalurgia e siderurgia (7%) e transporte e logística (7%).

Vamos em frente — certos de que junho começa com bons ventos!

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

[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](#)

=====

*Para ajudar a esclarecer as conversas sobre petróleo, vale uma visita ao Glossário de termos do setor elaborado pela própria Petrobras (no link: <https://bit.ly/3CaOXwj>, também incorporado ao próprio texto da Resenha mais acima.)





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