



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

RESENHA MENSAL DE CRÉDITO PRIVADO

SETEMBRO 2023



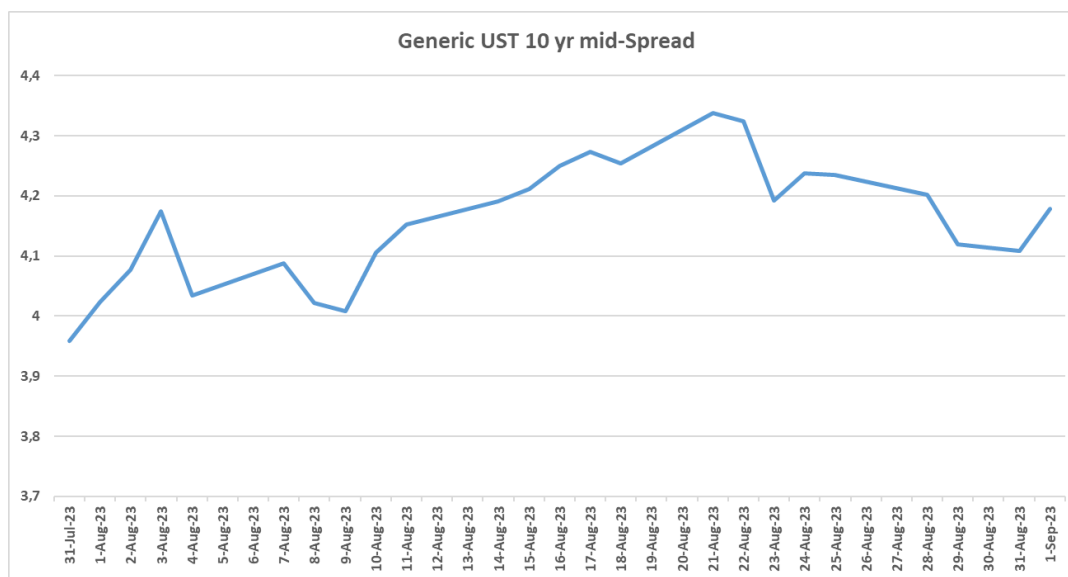
Resenha Mensal de Crédito Privado – Agosto de 2023

A ausência de feriados faz com que agosto pareça um mês longo, arrastado, difícil de passar. O que só torna ainda mais *sui generis* a sensação atual de que o mês passou voando, cheio de acontecimentos relevantes para os mercados local e internacional.

Começando pelo *front* internacional: o discurso de Jerome Powell, presidente do Fed (*Federal Reserve*, o Banco Central norte-americano), foi aguardado como poucas vezes antes, no já tradicional simpósio na insuspeita Jackson Hole (Estado do Wyoming)*. Sem surpresa, a fala de Powell foi cautelosa, reafirmando a luta contra uma inflação que ainda não cedeu. Mas ele reconheceu que já houve algum progresso – ou seja: já se viu alguma desaceleração dos índices inflacionários.

Ele indicou ainda que aumentos na taxa de juros podem vir a ocorrer com o objetivo de manter a política monetária norte-americana restritiva até que haja confiança suficiente em que a inflação encontrou um rumo seguro para a meta de 2% ao ano. Novas altas ficam condicionadas ao cenário e ao balanço de riscos.

Vimos uma grande volatilidade nas Treasuries ao longo do mês (vide gráfico abaixo), com elevação relevante ao longo do período, o que fez mercados mundiais oscilarem. Oscilações estas que também incorporam os desafios fiscais enfrentados pelos EUA já discutidos na nossa **Resenha** anterior – desaguando no *downgrade* pela Fitch do *rating* soberano norte-americano para 'AA+', e a conseqüente demanda por mais prêmio pelos investidores.



Fonte: Bloomberg, elaboração Trígono Capital

Da Europa também não chegam notícias muito animadoras. O PMI (Índice dos Gerentes de Compras) frustrou as expectativas do mercado, um sinal claro da contração econômica no segundo trimestre. O PMI da indústria se recuperou um pouco, mas sobre níveis muito baixos (o que reduz a relevância do movimento); já o PMI de serviços levou um tombo, causado principalmente pelos desempenhos anêmicos de Alemanha e França.



Nos EUA, o PMI também deixou a desejar – o mercado andava animado quanto à performance nos serviços. O setor manufatureiro continuou em contração (certamente já sentindo os efeitos do ambiente de juros altos). Sempre se pode, é claro, olhar aí um copo meio cheio: a desaceleração da economia começa a sugerir uma vitória contra a inflação.

A China preocupa, com dados de crescimento e do mercado imobiliário fragilizados. O governo tem adotado medidas para tentar suavizar os impactos e dar apoio ao crescimento da economia. O PBoC (Banco do Povo da China, o banco central chinês), por exemplo, reduziu em 10 bps (pontos-base) a taxa de juros de curto prazo para 3,45% ao ano. Além disso, a ANFR (Agência Nacional de Regulamentação Financeira da China) reduziu os pagamentos iniciais mínimos de hipotecas para 20% para quem compra seu primeiro imóvel. Adicionalmente, as taxas de juros das novas hipotecas foram reduzidas em cerca de 40 bps. Este é um tema a se monitorar de perto, sobretudo para commodities.

No Brasil, agosto foi o mês de se falar quase exclusivamente em arcabouço fiscal – que passou na Câmara dos Deputados após as alterações feitas no Senado Federal. Está na mesa do presidente Luiz Inácio Lula da Silva, esperando a promulgação que substituirá o teto dos gastos – dos quais foram excluídos o Fundo Constitucional do Distrito Federal e o FUNDEB. Mas despesas com pesquisa, tecnologia e inovação foram incluídas no limite.

Foi rejeitada emenda que permitia ao governo usar uma estimativa de inflação anual para aumentar seu limite de gastos na preparação da lei orçamentária de 2024. Um pouco de juízo não faz mal a ninguém.

Mas o que realmente atribulou os mercados (câmbio, bolsa e juros) foi a situação fiscal brasileira. O mercado está bem descrente da promessa do governo de zerar o déficit fiscal já em 2024 (já se ouviu à socapa que parte do Executivo fala em “jogar a toalha” nesse particular, o que levou nervosismo ao mercado. Este, claro, prefere a saída honrosa: contingenciar e cortar gastos públicos).

O governo tem, no entanto, a ideia que julga melhor: aumentar a arrecadação de impostos para fazer frente à meta. E isso nos leva à MP (Medida Provisória) que taxa os fundos exclusivos (fundos com apenas um cotista, investidores qualificados com investimentos de pelo menos R\$ 1 milhão) por meio do come-cotas (modelo presente na maioria dos fundos abertos, com cobrança periódica semestral). Trata-se de uma forma de compensar as perdas de arrecadação causadas pelo aumento da faixa de isenção do Imposto de Renda. Já a taxação dos fundos *offshore*, tida pelo governo como fundamental para cumprir a meta fiscal, não parece ser missão fácil – e tem gerado um bocado de ruído. Se o projeto de lei para taxar capital aplicado em empresas no exterior passar em votação nas duas Casas legislativas antes do final do ano, a nova tributação entra em vigor em 2024. Eis aí um desafio que vai valer a pena acompanhar.

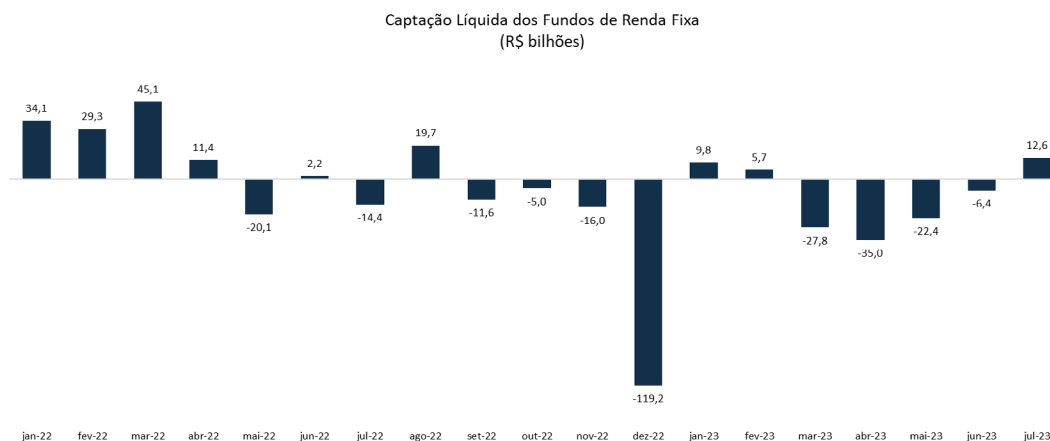
O PIB brasileiro cresceu 0,9% no segundo trimestre de 2023 – e 3,4% em relação a um ano antes. Foi uma surpresa positiva para o mercado. No trimestre, a alta reflete desempenhos de indústria e serviços (financeiros, seguros, jurídicos e contábeis). Na comparação interanual, o destaque é a agropecuária – estrelando soja, milho, algodão, café e pecuária.

O que nos parece bastante claro nesse momento é que, em razão de riscos, fragilidade fiscal, crescimento da economia e recente desvalorização cambial, o ritmo da queda dos juros no Brasil deve ser mesmo de 50 bps. Não se vê, por ora, por que o COPOM (Comitê de Política Monetária) mudaria esse ritmo.



E o nosso mercado de crédito privado?

Segue bem, obrigado, após o longo e tenebroso inverno vivido durante o verão brasileiro, no início do ano. A captação líquida está finalmente positiva para a classe de ativos (vide gráfico abaixo), com a continuidade do fechamento dos prêmios de risco no mercado secundário para a grande maioria dos emissores.



Fonte: Anbima, elaboração Trígono Capital

É bem verdade que as emissões primárias nas séries institucionais (CDI+) estão bem escassas. A nosso ver, há dois motivos principais para isso: (i) a antecipação de emissões feitas por companhias nos semestres e anos anteriores; e (ii) com a dinâmica favorável de fechamento de spreads, as empresas que podem aguardar, sem dúvida, pagarão menos prêmio ao saírem a mercado no futuro.

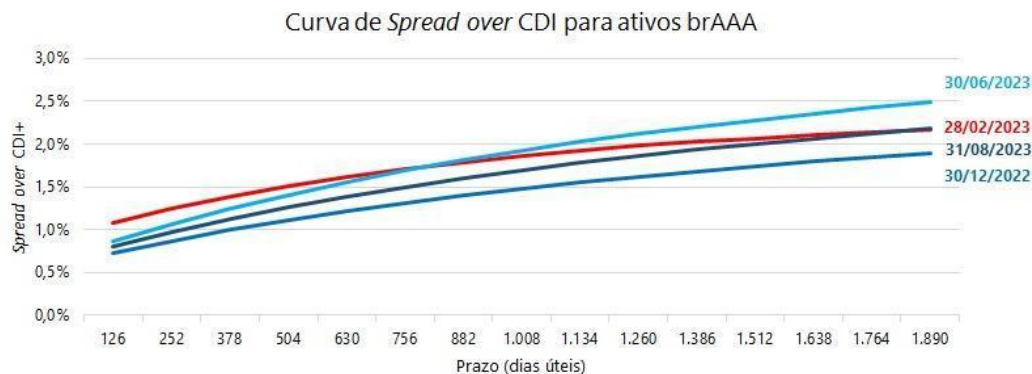
Emissões série institucional (CDI+) encerradas durante o mês de agosto/2023:

Emissor	Valor emitido	Taxa	Prazo
Saneamento de Goiás S.A.	R\$ 300 milhões	CDI + 2,25% a.a	5 anos
Cia Eletricidade do Estado da Bahia - Coelba	R\$ 400 milhões (1a série)	CDI + 1,95% a.a	5 anos

Fonte: CVM, elaboração Trígono Capital

Os spreads no segmento *high-grade* (empresas e bancos com os melhores níveis de risco de crédito que encontramos no mercado local brasileiro) já tiveram fechamentos expressivos quando comparados a outros momentos – mas ainda se encontram em níveis bastante atrativos e com potencial de ganhos interessantes a serem capturados. Isso pode ser visto na curva de emissores br.AAA que trazemos a seguir em diferentes datas:





Fonte: Quantum, elaboração Trígono Capital

Em relação ao nosso fundo, o Trígono Pulsar teve em agosto desempenho abaixo do *benchmark* devido à marcação de um ativo em específico do setor de transporte e logística, enquanto a grande maioria dos demais papéis teve fechamento expressivo de seus respectivos spreads de crédito.

Encerramos assim agosto com captação líquida positiva, diversificada em 71 títulos em carteira, carregado de CDI + 2,42% a.a. (equivalentes a 118% do CDI), *rating* médio br.AA+ e 2,6 anos de *duration*. Seguimos diversificados setorialmente, mais expostos em energia elétrica (14,6% do fundo), seguida por saneamento (10,8%) e setor financeiro (10%). São setores que têm demonstrado grande resiliência no desafiador ambiente de juros altos.

Um excelente setembro a todos e até a próxima **Resenha**.

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

*CURIOSIDADE:

A história do Simpósio de Jackson Hole começa em 1978, quando a divisão regional do Federal Reserve de Kansas City buscava um novo local para o evento – Vail e Denver (no Estado do Colorado) já haviam sediado. Em Jackson Hole, a primeira edição aconteceu em 1982 – e a história completa é contada no livro “In Late August”, publicado pelo próprio Fed de Kansas City, disponível (de graça, em PDF, em inglês) aqui: <https://bit.ly/45TnkVw>.

Adiantando dois detalhes interessantes:



a) Foi a primeira edição a que um presidente do BC dos EUA compareceu. Àquela época, o cargo era de Paul Volcker, que se notabilizou por domar o dragão da inflação que atazanou a economia norte-americana entre o fim da década de 1970 e o início da de 1980 (em meio ao **segundo choque do petróleo**, que se seguiu à revolução que entronizou o regime dos aiatolás no Irã, com a volta de Ruhollah Khomeini ao país).

b) Na visão de Tom Davis (então diretor de Pesquisa do KC Fed), a presença do presidente da autoridade monetária era crucial para que o simpósio tivesse sucesso. A questão era como convencer Volcker a ir: ele andava atolado no combate à inflação, que chegou a bater em 11% em 1980 (<https://bit.ly/47YB8jq>). Mas era também apaixonado por “fly fishing” – pesca com mosca, técnica em que o pescador não usa chumbada na linha (<https://bit.ly/3YZo7Sj>). “Precisamos de um lugar para nosso próximo simpósio [em que] as pessoas possam pescar trutas”, disse Davis a um interlocutor que o ajudava a encontrar o local. Mas agosto não é um bom mês para pescar trutas no Colorado, e o interlocutor sugeriu um lugar certo mais ao norte: Jackson Hole (de que, até então, Davis nunca tinha sequer ouvido falar).

Para fechar: Volcker (morto em 2019, aos 92 anos) deixou um livro de memórias (“Keeping at It: The Quest for Sound Money and Good Government”, encontrável no comércio on-line) que vale muito a pena conhecer.





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