



COMPASS GROUP

Carta do Gestor – Fundos de Crédito
Maio 2022

Comentário do Gestor

Ao decorrer de abril, o cenário macroeconômico continuou impactado pela guerra na Ucrânia e houve aumento expressivo do nível de aversão a risco, com o VIX novamente superando 30 pontos. Em nossa visão, permanece baixa a probabilidade de solução do conflito no curto prazo. Embora a presença do tema na mídia tenha diminuído, a intensidade dos combates segue alta e os diálogos para pacificação foram frustrados. Nesse contexto, os preços das commodities se mantiveram em patamar historicamente elevado no mês, a despeito das preocupações com a economia chinesa diante da excessivamente rigorosa política de combate ao coronavírus, que está produzindo lockdowns em diversas cidades e ocasionou revisões de crescimento negativas. Consequentemente, as cadeias de suprimentos estão enfrentando novas disrupções, com efeitos deletérios para a inflação global.

Nos EUA, destaque para o PIB do primeiro trimestre (-1,4%), que veio abaixo do consenso (1,0%) em decorrência de maiores importações e formação de estoque inferior ao esperado. Apesar do número, continuamos projetando que o FOMC elevará a taxa de juros em 50 bps na reunião de maio e detalhará a redução do saldo de ativos em seu balanço. O comitê deverá elevar a taxa em mais 50 bps na reunião de junho e manter um ritmo de 25 bps por reunião até o início de 2023, atingindo um valor terminal de 3,50% a 3,75% nesse ciclo, embora haja possibilidade de maior agressividade, concebendo, assim, um risco assimétrico. É uma trajetória distinta daquela estimada pelo mercado até março, razão pela qual a curva deslocou-se quase que paralelamente ao longo de abril. Como resultado, a Treasury de 10 anos abriu cerca de 60 bps, encerrando o mês em 2,94%, e o S&P 500 recuou 8,8%.

A assimetria que visualizamos na trajetória da política monetária norte-americana advém de alguns fatores. Primeiramente, a inflação medida pelo Core PCE acumula alta de 5,2% em 12 meses e tem demonstrado resiliência. Embora reflita em parte um choque de oferta exógeno, que não pode ser combatido diretamente com instrumentos monetários tradicionais, há outros elementos em questão. Por exemplo, o mercado de trabalho norte-americano continua aquecido, com déficit de trabalhadores vis-à-vis os postos de trabalhos abertos, pressionando salários e mantendo o consumo das famílias em alta, também propulsionado pela queda da taxa de poupança.

Se as estimativas anteriores estiverem corretas e o juro real neutro nos EUA for efetivamente 0,5%, ainda devemos considerar que, seja com base na inflação projetada para 1 ano ou em um horizonte mais extenso, de 5 anos, um juro nominal terminal de 3,50% a 3,75% pode não ser suficientemente contracionista. Logo, será fundamental aguardarmos o comportamento do núcleo da inflação nos próximos meses e, especialmente, quais serão os desdobramentos da redução do balanço do FED. De qualquer modo, nos parece que há maior risco de abertura do que de fechamento dos vértices curtos e intermediários da curva de juros. Se um choque monetário mais intenso for exigido, poderemos ver compressão dos vértices mais longos em decorrência do risco de recessão. Esse complexo balanço de riscos nos leva a crer na moderação do ritmo de aumento de juros, descartando altas de 75 bps ou mais nas próximas reuniões do FOMC.

Nessa conjuntura, o mercado de dívida não ficou ileso. Com base nos índices da família iBoxx Markit, os spreads de títulos investment grade denominados em dólar abriram 24 bps, ao passo que os títulos high yield registraram elevação de 52 bps em seus spreads. Os bonds corporativos de emissores latino-americanos

também foram negativamente impactados. De fato, o CEMBI global recuou 2% em abril, enquanto o índice de América Latina sofreu perda de 3%. Enfatizamos que esse movimento é reflexo do maior nível de aversão a risco, não se relacionado com um incremento do risco de crédito corporativo. As companhias latino-americanas que acessam o mercado offshore são tipicamente empresas com receitas dolarizadas e fluxo de caixa robusto, pertencentes ao setor de commodities ou utilities, ou grandes bancos nacionais. Por conseguinte, em um ambiente de dólar ainda fortalecido, commodities negociadas em patamares historicamente elevados e juros em elevação globalmente, essas companhias serão beneficiadas.

Diante desse cenário, a estratégia implementada nos portfólios com exposição a papéis offshore segue inalterada. Há alguns meses, nos posicionamos em títulos de duration inferior ao benchmark, antecipando as perdas que seriam acarretadas conforme o FED migrasse para uma política monetária contracionista visando combater a inflação galopante. O conflito bélico no leste europeu somente exacerbou esse movimento. Entendemos que, após o expressivo deslocamento da curva de juros norte-americana, o aumento de juros começa a ficar bem precificado. Embora não seja descartável novas aberturas caso a inflação não ceda, nosso cenário básico é de que o ciclo de arrocho monetário já embutido na curva é severo e, se não for bem dosado, ameaça comprometer o crescimento norte-americano. Logo, nos próximos meses, é prudente avaliar uma gradual extensão de duration e aumento da exposição a esses títulos corporativos, com rotação para emissores de maior qualidade de crédito, que estarão mais protegidos caso a atividade global se deteriore.

No mercado brasileiro, a dinâmica inflacionária se mostra igualmente perniciosa e irredutível. Embora os indicadores preliminares recentes tenham exibido uma variação de preços inferior ao consenso em abril, os números são historicamente elevados. O índice de difusão da cesta do IPCA também nos deixa apreensivos com o cenário a frente e sugere, portanto, que o Copom não deve encerrar o aperto monetário na reunião de maio, na qual projeta-se um aumento de 100 bps na taxa Selic. Deverá ocorrer uma rodada adicional em junho, porém em menor intensidade, de 50 bps, de tal modo que a taxa terminal se estabilizará em 13,25%. Até o final do ano, não estimamos mudanças na política monetária. O BC provavelmente aguardará o pleito eleitoral vindouro e o anúncio das políticas econômicas e fiscais do próximo mandatário para definir a trajetória mais coerente para a Selic. Mesmo que responsáveis, essas políticas não evitarão que os juros prossigam em patamar contracionista em 2023, encerrando o ano provavelmente acima de 9%.

Essa conjuntura macroeconômica brasileira, caracterizada por inflação galopante, juros elevados e atividade combatida, pressiona a renda das famílias, que atingiram patamares de endividamento alarmantes e alcançaram recordes de inadimplência em abril, conforme dados publicados pela CNC. Do lado do desemprego, os últimos dados foram mais saudáveis, porém a taxa de participação ainda não se recuperou após a pandemia. Naturalmente, surgem preocupações com carteiras de produtos estruturados direcionados para a concessão de empréstimos para essa classe de devedores. Em nossos portfólios de crédito, os produtos que carregamos estão devidamente protegidos contra a esse cenário, pois apresentam subordinação defensiva, alto excesso de spread, extenso track record e, principalmente, suporte dos originadores. Esses critérios, que frequentemente nos tornam mais conservadores do que outros gestores da indústria, se mostram valiosos em momentos adversos como o atual.

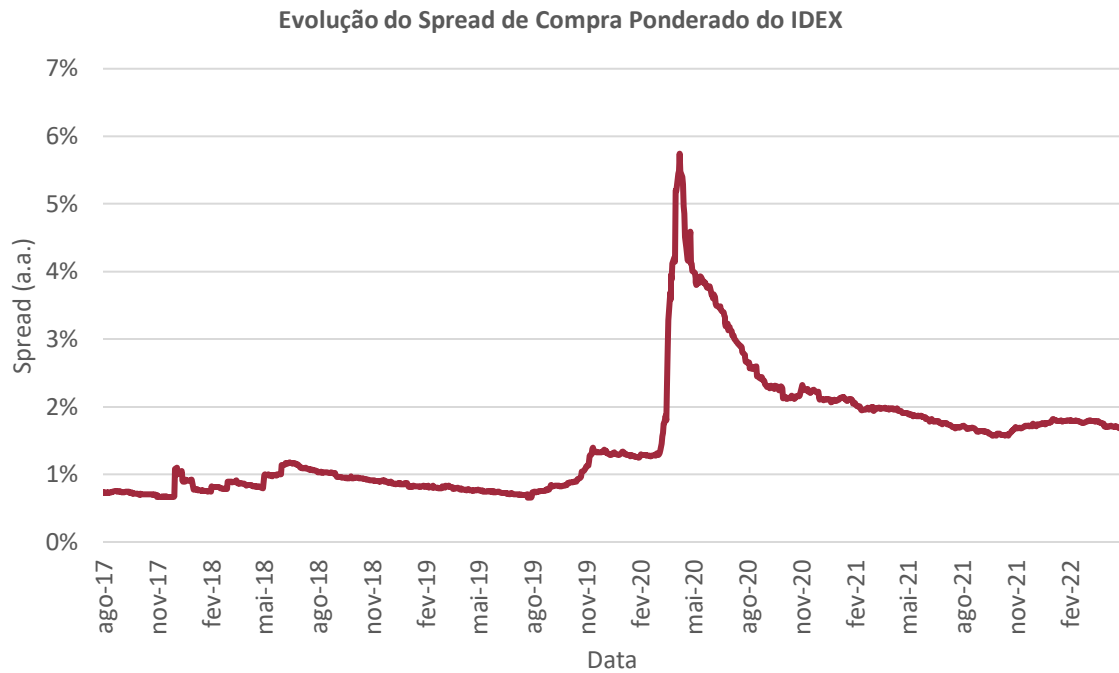
Em relação ao risco corporativo, de modo geral, as empresas reportaram números sólidos nos últimos trimestres e efetuaram um trabalho disciplinado de alongamento de amortizações e reforço de liquidez.

Entretanto, há heterogeneidade, com divergências setoriais significativas. Em face do quadro macroeconômico delineado, posicionamos o portfólio majoritariamente em setores menos cíclicos e em companhias nas quais há poder de barganha para repasse da inflação aos preços finais. Com esse intuito, atualmente nossas principais exposições compreendem os setores de energia elétrica, locação de veículos, saneamento e logística. Setores mais cíclicos estão com posições diminutas nas carteiras e correspondem a empresas sólidas, resilientes e líderes de seus mercados. São os casos de Smartfit e Assaí.

Dentro desse tema, um caso particular merece atenção. Sendo essa nossa primeira carta sobre o mercado de crédito e os fundos sob gestão, aproveitaremos a ocasião para realizar um exercício de transparência fundamental junto aos nossos investidores. Nos referimos ao caso de Tenda, que divulgou não apenas um resultado desastroso no último trimestre, mas surpreendeu o mercado com números visceralmente descolados de suas comunicações precedentes, revelando um problema oculto na companhia que só foi externado quando se tornou insustentável. Até então, tratava-se de uma empresa com longo histórico de excelência operacional, posicionamento privilegiado no seu segmento de atuação e métricas de crédito fortes. Tempestivamente, diante dos números publicados, atualizamos nossos modelos e concluímos que, tanto financeiramente como em decorrência das deficiências de governança identificadas, zerar a posição seria a decisão mais acertada para proteção do patrimônio de nossos investidores frente a um caso de probabilidade considerável de reestruturação ou haircut de dívida. O contexto e nosso racional serão detalhados subsequentemente, em uma seção apartada.

Paralelamente, em relação ao mercado primário, estamos otimistas com o fluxo de operações. De acordo com dados divulgados pela CVM, emissões de debêntures avançaram 85% nos três primeiros meses do ano em comparação ao mesmo período do ano passado. Totalizaram R\$ 54 bilhões em 88 emissões, ante R\$ 29 bilhões em 75 emissões em 2021. A perspectiva é que o volume de ofertas continue robusto, oferecendo oportunidades de investimento atrativas e, concomitantemente, acomodando os recursos captados pelos fundos de crédito, que receberam aplicações maciças desde o início do ano. Essa perspectiva se alicerça em alguns fatores: (1) necessidade de investimentos das empresas; (2) ausência do mercado de equities como canal de funding em 2022 em função das incertezas locais; e (3) possibilidade de algumas empresas recomprarem dívidas onerosas emitidas em 2020, em condições de mercado desfavoráveis.

Desse modo, com um mercado primário aquecido, a pressão sobre os spreads no mercado secundário será arrefecida. Cabe enfatizar que, mesmo nos patamares atuais, os spreads são significativamente superiores àqueles observados em 2019, quando houve euforia generalizada e irracional no mercado de crédito (vide gráfico seguinte). Ademais, são spreads que remuneraram adequadamente o risco de crédito das empresas nessa conjuntura.



Para capturar essas oportunidades, estamos alocando os portfólios seletivamente nas ofertas primárias, escolhendo emissões com duration controlado e companhias com rating local na faixa AA, principalmente. Acreditamos que seja o momento de, pontualmente, carregar posições moderadamente mais longas, porém sempre dimensionando-as de forma que a contribuição para o risco total das carteiras esteja devidamente calibrada. Empresas novatas no mercado de crédito e companhias de capital fechado, que pagam prêmios adicionais, estão sendo procuradas também como alternativa para incrementar o retorno dos portfólios sem incorrer em riscos desproporcionais.