



COMPASS GROUP

# COMPASS GROUP

Carta do Gestor – Fundo de Crédito  
Junho 2022

## Comentário do Gestor

### Cenário Macroeconômico e Perspectivas para o Mercado de Crédito Local

O mês de maio foi caracterizado pela continuidade da volatilidade observada desde o início do ano nos mercados internacionais. O conflito bélico entre Rússia e Ucrânia permanece intenso e sem sinais de conclusão no curto prazo. Todavia, na margem, o efeito sobre os preços das commodities atenuou-se, com estabilização em patamares historicamente elevados. Na China, as apreensões acerca da propagação do Covid-19 se arrefeceram após anúncios de reaberturas em certas regiões. Medidas de estímulo econômico também contribuíram para afastar parcialmente os temores. Nos EUA, no agregado, os dados macroeconômicos indicaram que a atividade segue forte e que as pressões inflacionárias serão desafiadoras para a política monetária do FED. Desse modo, o FOMC elevou a taxa de juros em 50 bps. Diante desses eventos, em maio, o yield das *treasuries* de 10 anos recuaram de 2,94% para 2,85%, apesar de ter alcançado quase 3,20% em meados do mês. O S&P ficou virtualmente estável, encerrando o período em 4.132 pontos.

Em relação à conjuntura macroeconômica norte-americana, alguns pontos merecem destaque. Diferentes indicadores apontaram que, apesar da aceleração da inflação, a atividade segue aquecida, propulsionada pelo consumo das famílias. Nesse sentido, o consenso do mercado foi superado em múltiplas divulgações, incluindo os números de bens duráveis, *payroll* e produção industrial. Entretanto, a inflação também superou as expectativas, enquanto indicadores antecedentes mostram que a atividade pode começar a desacelerar, especialmente assumindo que a política monetária avançará para o campo contracionista, com taxa de juros acima do patamar neutro. Assim, embora o mês tenha se iniciado com preponderância das preocupações sobre a dinâmica inflacionária, exacerbadas por uma comunicação mais *dovish* do FED após o FOMC, nas últimas semanas predominou a elevação da probabilidade de que a economia enfrente uma recessão no médio prazo.

Paralelamente, no Brasil, os dados macroeconômicos suscitaram revisões positivas para o crescimento do PIB em 2022. Em particular, vendas no varejo vieram substancialmente acima do consenso, indicando que, a despeito da inflação galopante, o consumo segue resiliente, favorecido pela demanda reprimida que se acumulou ao decorrer da pandemia. No entanto, similarmente ao restante do mundo, essa dinâmica pressiona a inflação, que continua rodando em níveis elevados e apresentando um índice de difusão alarmante, transparecendo que a alta de preços de bens e serviços está bem disseminada na nossa economia, até abril de 2022 a inflação acumulada dos últimos 12 meses estava em 12,13%, significativamente acima do teto da meta para o ano de 2022. Consequentemente, na reunião de 4 de maio o BC elevou a Selic em 100 bps para 12,75%a.a e abriu espaço para uma nova alta de 50 bps na próxima reunião em meados de junho. Comunicações recentes de alguns diretores, em especial Bruno Serra, sugerem que o ciclo deve se encerrar efetivamente em 13,25%a.a, com a Selic permanecendo nesse patamar ao menos até meados de 2023.

Nesse contexto, queremos explorar brevemente nessa carta os fundamentos do mercado de crédito e as razões pelas quais permanecemos otimistas com o cenário para alocação nessa classe de ativos.

Primordialmente, nossa convicção reside na atrativa relação entre spreads e risco de crédito observada nessa conjuntura, que proporciona uma remuneração vantajosa ao investidor como compensação a um risco historicamente baixo.

No que tange ao risco de crédito, na média, as empresas brasileiras realizaram um salutar trabalho de reorganização financeira e otimização de estrutura de capital no decorrer de 2021. Esse é um dos pilares da nossa tese. De fato, quando analisamos a alavancagem corporativa média, calculada mediante o indicador Dívida Líquida / EBITDA, o número se encontra próximo a 1,5x, enquanto, em crises passadas, como a de 2015-16, esse indicador alcançou quase 3,0x. Essa exacerbada alavancagem foi uma das principais razões pelas quais a incidência de defaults corporativos foi potencializada naquele período. Ademais, esse mesmo indicador oscilava ao redor de 2,0x no final 2019, quando o mercado de crédito experimentava um período de otimismo irracional, com spreads comprimidos por uma demanda descolada dos fundamentos.

Outro fator que nos conforta em relação ao risco de crédito advém do cronograma de amortização das empresas. Durante o ano de 2021 emissores sólidos conseguiram acessar o mercado com operações de vencimento superior a 5 anos, permitindo um alongamento substancial do prazo médio das amortizações de diversas empresas. O acesso ao mercado acionário por companhias novatas e até então não listadas também propiciou a recompra de dívidas curtas e onerosas. Desse modo, na média, as empresas ingressaram em 2022 com um nível de liquidez defensivo e responsável para o ambiente de incertezas que vivenciamos nesse momento.

Relativamente aos spreads de crédito, nossa constatação é que, a despeito da forte compressão ocorrida desde o momento mais crítico e de maior aversão a risco durante a pandemia, os níveis atuais seguem favoráveis. Nossa visão é embasada no spread médio observado no mercado secundário, o qual, de acordo com o índice Idex-CDI, compilado pela JGP, situava-se marginalmente acima de 1,6% a.a. no fechamento de maio para as debêntures convencionais (não incentivadas). Comparativamente à fase de maior alvoroço e euforia no mercado de crédito, vivenciada em meados de 2019, há uma diferença positiva de quase 100 pontos-base. Em concomitância, a saúde financeira das empresas recrudescer na média. Ou seja, os spreads se tornaram maiores a despeito da queda do risco de crédito.

A volatilidade dos spreads e a liquidez do secundário também são aspectos a enfatizar. Nos últimos meses, o mercado de crédito demonstrou resiliência, inclusive a turbulências locais agudas, como aquelas atravessadas nos últimos meses de 2021. Nesses momentos, não se notou elevação extrema dos spreads nem mesmo escassez de liquidez, com ampliação desmedida dos bid-ask spreads. Essa baixa correlação com as demais classes de ativos em uma conjuntura tão singular e desafiadora é mais um fator de convicção diante do cenário que se avizinha, ainda caracterizado por extensa incerteza.

Ademais, o mercado primário sustenta a tese de que o mercado de crédito não sofrerá com a irracionalidade experimentada em 2019. Até o fechamento de abril, de acordo com dados divulgados pela Anbima, as emissões de renda fixa somaram aproximadamente R\$ 30 bilhões e já acumulam R\$ 119 bilhões em 2022, contra R\$ 90 bilhões do mesmo período de 2021. É um volume satisfatório para acomodar as intensas captações recebidas pelos fundos de crédito no mesmo

período. A adequação entre oferta e demanda é corroborada pela dinâmica de spreads no secundário, conforme debatido acima.

Finalmente, nosso otimismo com a classe se alicerça também na perspectiva da SELIC. Caso as sinalizações do BC se concretizem, o atual aperto monetário se encerrará com uma SELIC no patamar de 13,25%a.a após um aumento de 50bps na reunião de junho do COPOM. No entanto, há uma probabilidade não desprezível e crescente de que mais um aumento de 50bps será necessário na reunião de agosto, elevando a taxa para 13,75%a.a. Em qualquer cenário, esse patamar deverá ser mantido até meados de 2023, pois a inflação tem demonstrado resistência e as projeções para o próximo ano estão se afastando significativamente do centro da meta do BC. Portanto, nos próximos dois anos, conviveremos com uma Selic elevada, acima da taxa nominal neutra, beneficiando o investimento em ativos de crédito.