



COMPASS GROUP

Carta do Gestor – Fundo de Crédito

Julho 2022

Comentário do Gestor

Cenário Macroeconômico e Perspectivas para o Mercado de Crédito Local

No mês de junho, o fundo retornou 1,14% frente a 1,02% do CDI. No mês, vivenciamos uma nova rodada de aperto das condições financeiras nas principais economias desenvolvidas, acarretada pelo aumento da aversão a risco diante de crescentes riscos inflacionários. Em particular, a publicação do CPI nos EUA, que revelou aceleração acima da expectativa do mercado, trouxe preocupações renovadas acerca da capacidade de o FED combater o quadro inflacionário sem ocasionar uma recessão econômica mais profunda. O CPI elevado, reportando juntamente alta disseminada de preços na economia, embasou a decisão do FOMC de elevar os juros em 75 bps, ritmo esse superior aos 50 bps que haviam sido sinalizados em maio. Essa foi a maior alta individual desde 1994, e provavelmente será replicada na próxima reunião do comitê.

Inicialmente, esse cenário alarmante foi acompanhado de forte abertura da curva de juros norte-americana, processo que induziu a taxa de 10 anos para patamar próximo a 3,50%. Subsequentemente, a despeito de o mercado de trabalho permanecer aquecido e a atividade corrente seguir resiliente, houve temor sobre o efeito destrutivo da política monetária contracionista do FED sobre a economia para domar a inflação. Esse sentimento provocou reversão parcial dessa abertura da curva de juros, consistente com indicadores antecedentes que suscitam a possibilidade de retração da atividade adiante, com destaque para os PMIs, dados de housing e indicadores de confiança.

Paralelamente, na China, o relaxamento do lockdown em cidades como Beijing e Shanghai propiciou a normalização da mobilidade urbana, com desdobramentos positivos para a atividade. Essa medida trouxe alento para a economia e moderou as apreensões sobre o crescimento chinês em 2022 e os efeitos sobre os preços das commodities. Os estímulos implementados pelas autoridades locais também auxiliaram na contenção dos ânimos. Entretanto, nos últimos dias, novamente houve notificações sobre a restauração da política de Covid-Zero em certas cidades acometidas por surtos, o que torna complexo o prognóstico sobre uma retomada sustentável da economia em face dessa política ortodoxa de combate à pandemia e da propagação de variantes altamente contagiosas.

No que tange à Europa, o conflito bélico entre Rússia e Ucrânia não fornece indícios de cessão no curto prazo e há ameaças de novos cortes de fluxo de gás russo. Invariavelmente, a Zona do Euro também sofre com inflação inesperada e leituras superiores ao consenso do mercado. Nesse contexto, o ECB revisou suas projeções para inflação e indicou aceleração do aperto monetário nas próximas reuniões, com alta de 25 bps na taxa de juros em julho e possivelmente de 50 bps em setembro. De modo análogo aos EUA, estimamos que a política contracionista será mais célere do

que o esperado em decorrência da resiliência da dinâmica inflacionária no continente. Ademais, aqui também notamos indicadores antecedentes que apontam para desaceleração da atividade nos próximos meses, sugerindo um similar quadro estagflacionário.

Em relação ao Brasil, os dados macroeconômicos apontam para desaceleração econômica na margem, refletindo os efeitos da política monetária contracionista e a saturação da demanda reprimida pós-pandemia, cujos efeitos estão se dissipando. Os indicadores de inflação vieram moderadamente abaixo das expectativas, porém não foram suficientes para afastar as apreensões acerca da dinâmica inflacionária ainda maligna. Nesse panorama, o BC elevou a Selic para 13,25% e, em seu comunicado, sinalizou que pelo menos mais uma alta deverá ocorrer. Nesse sentido, estimamos que o ciclo de aperto monetário se encerrará com uma Selic no patamar de 13,75%. Em adição, as comunicações recentes do COPOM sugerem que a Selic permanecerá acima da taxa neutra por um período mais prolongado, implicando uma instância também contracionista ao decorrer de 2023 e meados de 2024. Essa provável trajetória é consequência direta dos desafios inflacionários experimentados pelo Brasil e demais países, com assimetria na direção da continuidade da alta de preços.

Em tal ambiente, diante da proximidade do pleito eleitoral, o governo federal se enveredou pelo tentador caminho do controle de preços, em particular os de combustíveis e outros bens e serviços que oneram sobremaneira as famílias de menor renda. No curto prazo, embora o impacto seja benevolente para a inflação e a renda desses indivíduos, os efeitos de médio e longo prazo são sabidamente deletérios e potencializados em uma economia como a brasileira, na qual a dívida pública federal é elevada e incompatível com o resultado primário atual, a taxa de juros reais neutra e a taxa de crescimento de equilíbrio do PIB. Por essa razão, os cortes de tributos incidentes sobre esses preços não alteram nossa percepção sobre a inflação no país e, corretamente, também não afetam as decisões do BC. Também não modificam nossa projeção de desaceleração da atividade a partir do segundo semestre.

Ainda no que concerne à economia brasileira, cabe enfatizar que os indicadores antecedentes já começam a sinalizar enfraquecimento da atividade. Outros dados, quando submetidos a uma análise mais refinada, confirmam esse diagnóstico. Para fins de ilustração, vale enfatizar que, embora o mercado de trabalho tenha surpreendido nos últimos meses, os dados de emprego não contrariam essa visão. O escrutínio dos números revela que parcela relevante das vagas advém de posições informais e que os salários iniciais estão significativamente abaixo dos níveis pré-pandemia. Logo, a qualidade das vagas criadas é questionável, no mínimo.

É igualmente válido salientar os efeitos nocivos da deterioração fiscal sobre a curva de juros local. No transcorrer do mês, notamos forte abertura dos juros nominais longos, de magnitude próxima a 30

bps, o que levou o vértice de 10 anos a superar 13%, patamar esse visto anteriormente somente durante a crise de 2015-16. Os juros reais longos romperam o nível de 6% e o CDS de 10 anos brasileiro abriu mais de 70 pontos, alcançando 386 bps. São evidências de que a trajetória fiscal insustentável começa a ser precificada efetivamente, pois não somente as políticas de curto prazo são perdulárias, mas o mesmo também pode se dizer das alternativas apresentadas até o momento pelos candidatos presidenciais para o mandato sucessor, que aniquilam a hoje principal e solitária âncora fiscal do país, o teto de gastos, e não oferecem substitutos críveis.

Portanto, as conjunturas local e internacional justificam maior conservadorismo e seletividade na alocação dos portfólios de crédito, a despeito de nosso otimismo com a classe. Na parcela local, aumentamos a exposição a setores defensivos, nos quais as empresas possuem fluxo de caixa mais previsível e menos cíclico, além de poder de barganha para repasse da inflação aos preços finais de seus bens e serviços. O principal exemplo é o setor de utilities, sustentado por uma demanda não discricionária e protegido por contratos com tarifas indexadas à inflação.

Concomitantemente, estamos evitando os setores de varejo e real estate, pois continuarão combatidos pelos juros e inflação elevados e são inerentemente cíclicos. Em particular, nos preocupa o mercado imobiliário, visto que números recentes transparecem a germinação de uma restrição do crédito. Enquanto isso, os exacerbados lançamentos dos últimos meses pressionam os estoques, que estão em patamares historicamente elevados, em meio a uma queda brusca da velocidade de vendas nos segmentos de média e alta renda. Na baixa renda, a inflação de custos é perniciosa e não pode ser repassada integralmente aos clientes finais devido ao restrito poder aquisitivo dos mesmos. Ainda não notamos aumento substancial nos distratos graças às mudanças no arcabouço regulatório do setor, porém, em algum momento, podem crescer, especialmente em decorrência da pressão do INCC sobre os recebíveis.

No nível microeconômico, na média, os fundamentos das empresas nos tornam mais confortáveis com a tomada de risco de crédito nos setores menos cíclicos. Conforme discutimos em situações passadas, as empresas realizaram prudente gestão de passivos ao longo de 2021, usufruindo do mercado de capitais convidativo para operações de crédito e emissões de ações. Assim, alongaram seus cronogramas de amortização, recrudesceram a liquidez, desalavancaram e se preparam adequadamente para amortecer os impactos negativos vindouros dessa conjuntura desafiadora.

Além das atrativas possibilidades de investimento nesses setores, destacamos o forte volume de ofertas primárias no primeiro semestre de 2022, suficiente para absorver o intenso fluxo de captações dos fundos de renda fixa no mesmo período. De acordo com dados da Anbima, as emissões de renda fixa somaram R\$ 202 bilhões, registrando avanço de 25% em comparação com o mesmo

período de 2021. Desse montante, R\$ 134 bilhões foram debêntures, com crescimento de 35% YoY. No acumulado, foram 225 ofertas, das quais 49 superaram o montante de R\$ 1 bilhão.

O otimismo com a classe de crédito ainda é derivado de dois outros fatores. Primeiramente, constatamos a baixa correlação com as demais classes nesse período de ampla incerteza, conforme o mercado secundário mostrou ao longo de junho. Adicionalmente, o spread médio de crédito é vantajoso: no final do mês, no representativo universo de debêntures high grade atreladas ao CDI, o spread médio era de 165 bps. Para fins de comparação, ao final de 2019, na euforia irracional que contaminou esse mercado, os spreads médios eram de 70 bps, aproximadamente. Em conjunto, esses fatores sustentam nossa decisão de carregar os menores níveis de liquidez permitidos nos fundos para aproveitar as oportunidades no primário e no secundário de crédito.

Finalmente, no mercado offshore, em meio à volatilidade e nível de aversão a risco crescentes, os bonds se desvalorizaram agudamente. Em nossa visão, no universo LatAm no qual atuamos, os spreads encontram-se em patamares atrativos, pois são incompatíveis com as taxas de default projetadas para os próximos meses. Numericamente, o spread médio desses emissores oscila em torno de 650 bps, se traduzindo implicitamente em uma taxa de default próxima de 9%. Entretanto, o consenso de mercado é que os defaults nos próximos 12 meses se situarão entre 2,5% e 3,0%, dos quais depreende-se que os preços atuais estão abaixo do nível justo. Por essa razão, concluímos que o cenário estagflacionário está se aproximando da precificação total e, assim, aproveitaremos os próximos meses para prosseguir aumentando gradativamente nossa exposição à classe.