

Por Alexandre Sammogini

Em entrevista exclusiva ao Blog Abrapp em Foco, o Gestor de Crédito Privado da ARX Investimentos Pierre Jadoul analisa o cenário macroeconômico atual e as oportunidades na renda fixa crédito privado. Ele avalia também os riscos dos ativos e faz recomendações para a alocação das entidades fechadas (EFPC) nesta classe de ativos.

“Na renda fixa, acreditamos que as melhores oportunidades estão no crédito privado high grade e produtos estruturados, como FIDCs”, diz o gestor e explica que “ainda que os prêmios de risco tenham se acomodado em níveis mais baixos nos últimos meses, a relação risco x retorno continua bastante atrativa”, diz em trecho da entrevista. Confira a seguir na íntegra:

Blog Abrapp em Foco - Por favor, comente o atual patamar da taxa Selic e perspectiva de manutenção dos juros dos títulos públicos em níveis baixos.

Pierre Jadoul – O Banco Central tem sinalizado que deverá manter a taxa Selic em 2% a.a., inclusive com uso da forward guidance, que é uma ferramenta amplamente adotada em bancos centrais de países desenvolvidos. O Banco Central apoia suas decisões no diagnóstico de que a conjuntura prescreve a adoção de taxa de juros estimulativa e de que os riscos inflacionários são mitigados pelo elevado hiato do produto. No entanto, identificamos alguns riscos a esse cenário, sendo o principal deles a questão fiscal. A reação à epidemia de covid-19, significou uma projeção de déficit de quase R\$1 trilhão para 2020 e a elevação da relação dívida/PIB para próximo de 100%, o que demanda uma forte reação do governo em termos de reformas. Nosso cenário contempla elevação gradual da Selic a partir de meados de 2021. Quanto aos títulos públicos, nas últimas semanas o mercado começou a assistir a volta do deságio das LFTs que chegam a precificar retornos de 105% do CDI.

As causas para a ocorrência desse fenômeno estão fortemente ligadas aos riscos apresentados acima. Com o pagamento do auxílio emergencial e o déficit de 2020 projetado em quase R\$ 1 trilhão, as necessidades de financiamento do Tesouro se elevaram significativamente, levando a uma maior necessidade de ofertar títulos.

Paralelamente, a inclinação da estrutura a termo da taxa de juros, provocada, em nossa análise, pelos ruídos quanto à sustentabilidade fiscal combinada com uma taxa de juros Selic demasiadamente baixa, faz com que o Tesouro evite referendar as taxas prefixadas, sobretudo para períodos mais longos. Entendemos que o resultado é o encurtamento da dívida e a opção do Tesouro por colocar papéis pós-fixados e curtos, inundando o mercado e afetando o equilíbrio entre oferta e demanda por esses papéis.

Para que os spreads retornem à normalidade, acreditamos que é necessário que se vislumbre uma melhora efetiva nas perspectivas fiscais que, juntamente com a normalização do patamar da taxa Selic, viabilizando a diminuição da inclinação da curva de juros, permita que o tesouro volte a colocar papéis prefixados mais longos.

Blog - Poderia comentar o atual cenário e as perspectivas para a economia brasileira - PIB, recuperação das empresas e os principais riscos?

Pierre – Nosso cenário contempla um crescimento de -5% em 2020, com uma forte recuperação no Q3 (entre 7 a 8%, QoQ, seguido por um Q4 perto de 1% QoQ). Para 2021, nossa projeção é de alta de 3,5%. Embora vários indicadores na margem continuem apresentando forte retomada, entendemos que o maior risco associadas ao cenário está relacionado ao fim/redução dos estímulos fiscais, em particular o auxílio emergencial, que foi decisivo para a manutenção da demanda agregada, principalmente no setor de bens. O setor de serviços, que acreditamos ser o mais impactado pelas restrições do isolamento social, vem mostrando recuperação incipiente, e representa risco baixista adicional as projeções.

Com relação a inflação, projetamos alta de 2,05% do IPCA para 2020 e de 3,6% para 2021. Após forte choque deflacionário do início da epidemia, acreditamos que o vale da inflação ficou para trás. Os programas assistenciais do governo conseguiram preservar parte da demanda, principalmente por produtos do grupo alimentação e alguns eletrodomésticos. Ao mesmo tempo, o componente do choque ligado a oferta não foi endereçado com a mesma eficiência, o que levou a escassez de alguns insumos, e pode gerar pressões inflacionárias. Paralelamente, a alta das commodities no mercado internacional, a elevada demanda chinesa por proteínas, a alta do dólar e a redução da safra insuficiente de alguns produtos (notadamente arroz e feijão), contribuíram para pressionar os índices só segundo semestre de 2020.

Blog - Neste cenário, as entidades fechadas (EFPC) necessitam buscar maior diversificação das carteiras. Quais as oportunidades?

Pierre – Na renda fixa, acreditamos que as melhores oportunidades estão no crédito privado high grade e produtos estruturados, como FIDCs. A onda de resgates em fundos de crédito privado ocorrida no início da pandemia forçou gestores a vender ativos em busca de liquidez e, frente a falta de compradores, entendemos que tornou o mercado de certa forma disfuncional. Este movimento levou os prêmios de risco destes ativos a patamares que julgamos irracionais frente ao risco de inadimplência dos emissores.

Ainda que os prêmios de risco tenham se acomodado em níveis mais baixos nos últimos meses, a relação risco x retorno continua bastante atrativa. Sob a ótica de risco de crédito, os resultados financeiros do 2T20, apesar de terem sofrido impactos relevantes, se mostraram mais resilientes do que esperávamos no início da quarentena, mesmo em segmentos mais expostos ao lock-down. Os emissores high grade conseguiram tirar proveito de sua posição de dominância em seus respectivos setores, mantiveram patamares saudáveis de liquidez e endividamento, e souberam usar a expertise e experiência para absorver o choque inicial da pandemia. Já sob a ótica do retorno, os atuais níveis de prêmios de risco continuam em patamares bastante elevados historicamente.

Olhando mais adiante, apesar de nossa visão otimista para créditos high grade entendemos que o mercado continuará cobrando prêmios elevados no curto prazo, o que abre uma janela interessante para montar portfólios com baixo risco de crédito, boa liquidez e carregos atrativos. Apesar da atratividade dos prêmios atuais o mercado de fundos dedicados a crédito sofreu uma redução expressiva e ainda não voltou a observar captações positivas. Em paralelo, temos um BNDES reduzindo gradativamente sua exposição a estes emissores e bancos públicos e privados com uma postura cautelosa na oferta de recursos. Assim, o “bolso” que empresta recursos para emissores high grades encolheu significativamente.

Em termos de risco de mercado entendemos que – apesar dos prêmios existentes nos juros longos, sejam prefixados ou atrelados à inflação – o custo das políticas contra cíclicas para combater os efeitos econômicos da quarentena são altos e pressionam ainda mais o elevado endividamento do setor público brasileiro, a rolagem da dívida de curto prazo e dificultam a retomada de uma agenda fiscal reformista. Dentro deste contexto, a equipe econômica tem encontrado resistências tanto no Congresso como dentro do próprio Governo para empurrar as reformas e o Tesouro se depara com baixo apetite dos investidores para financiar o Governo. Neste sentido, temos adotado uma postura mais cautelosa em risco de mercado, evitando tomar riscos desnecessários e, ao nosso ver, assimétricos.

Blog - Comente as oportunidades no crédito privado. Quais as principais estratégias voltadas aos investidores EFPC?

Pierre – Conforme comentamos anteriormente, acreditamos que de maneira geral o mercado de crédito privado high grade apresenta uma relação risco x retorno bastante atrativa e ainda conta com uma liquidez boa. Ainda assim, podemos destacar alguns movimentos que nos chamaram atenção:

- Observamos cada vez mais uma distorção entre o mercado primário e secundário de dívidas, com emissões primárias em níveis consideravelmente mais atrativos que as negociações no secundário. Entendemos que como a maioria das emissões primárias estão sendo encarteiradas por bancos, investidores acabam sendo obrigados a alocar diretamente no secundário onde os vendedores já estão com seus passivos controlados e níveis de liquidez confortáveis. Assim, em algum momento esta distorção deverá ser corrigida, o que pode acarretar em ajustes de preços no mercado secundário.

- Em termos de estratégia de alocação, preferimos focar em emissores de baixo risco, alongar prazos e evitar setores muito afetados pela pandemia. Entendemos que os níveis atuais de prêmios podem se manter no curto prazo, porém olhando para médio/longo prazo temos convicção que as taxas se acomodarão em patamares mais próximos daqueles observado antes da pandemia. Assim, o racional é buscar construir um portfólio de baixo risco de inadimplência, carrego atrativo e reduzir o risco de reinvestimento nos próximos anos.

- Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios. A queda do patrimônio dos fundos dedicados a crédito reduziu consideravelmente a capacidade do mercado de absorver novas emissões de FIDCs. O fato é agravado pela baixa penetração desta classe de ativo de crédito em balanço de bancos, pessoas físicas e/ou fundos multimercados; players que absorveram parte das vendas durante o auge da crise. Ao mesmo tempo, nos últimos meses o pipe de novas ofertas primária de FIDCs ficou bastante aquecido. Esse descompasso entre oferta e demanda tem levado emissores a emitirem cotas seniores e mezanino a preços muito atrativos. Hoje é possível alocar em ótimas estruturas, em cotas seniores a taxas entre CDI + 5% e CDI + 4%. Acreditamos que estes patamares de prêmio de risco não se sustentarão no médio prazo.

- Ativos de crédito curtos atrelados a inflação. Entendemos que as taxas de juros reais negativas no curto prazo estão incentivando investidores a se desfazerem de títulos curtos e alongarem suas posições em busca de taxas nominais mais altas. Porém quando analisamos sob o ponto de vista do prêmio de risco sobre títulos do Tesouro, o mercado parece distorcido. Prêmios de risco de ativos de curto prazo operam acima daqueles observados em vértices mais longos para um mesmo emissor. Temos aproveitado este tipo de distorção para alocar em títulos curtos atrelados ao IPCA fazendo o hedge através de derivativos e, consequentemente, capturando prêmios de risco elevados para prazos curtos e emissores com baixo risco de inadimplência, em nossa análise.

Blog - Como realizar um controle de risco adequado dos investimentos em crédito privado voltado para as EFPC?

Pierre - Acreditamos que o ponto central do controle do risco é sempre o risco de inadimplência de algum emissor na carteira. Enfatizamos sempre a necessidade de analisar profundamente a capacidade financeira do emissor, estrutura da dívida, possíveis garantias, caráter e track record do management e dos sócios, nível de capitalização e endividamento, além do posicionamento competitivo da companhia dentro do seu respectivo setor e as condições macroeconômicas. Porém, tão importante quanto esta análise é a necessidade de constante monitoramento de cada um dos pontos destacados anteriormente de forma a antecipar-se de possíveis deteriorações no risco de crédito.

Entretanto, olhar e monitorar apenas o risco de crédito não é suficiente. É preciso se atentar também à liquidez, prazo médio dos ativos de crédito, diversificação e ao risco de mercado para os fundos que possuem exposição a este último item.

Olhamos para liquidez não apenas como a capacidade do gestor de honrar resgates em momentos de crise. A posição de caixa não é apenas vista como uma reserva de liquidez para honrar resgates, o caixa é um ativo estratégico que te dá flexibilidade para aproveitar barganhas em momentos de crise. Acreditamos que, de maneira geral, a estratégia de buscar sempre maximizar o carrego das carteiras em detrimento da posição de caixa acaba não se pagando no longo prazo. Quando o mercado vira, você se vê obrigado a recompor sua liquidez de maneira forçada, entregando muito mais do que o retorno adicional que obteve ao longo dos períodos de bonança. O escopo da

liquidez engloba também a capacidade de reduzir ou zerar posições onde enxergamos uma deterioração nos fundamentos do emissor e/ou setor. Ser ágil e pragmático em relação a suas próprias posições é sempre um diferencial importante. Uma vez que o crédito se deteriorou muito, a liquidez do ativo se aproxima de zero e o gestor é obrigado a virar um “torcedor” daquele ativo.

Atentar-se ao prazo médio dos ativos de crédito é importante também. Prêmios de risco abrem e fecham, isso é natural em qualquer ativo financeiro. Porém, os movimentos tendem a ser assimétricos. Quando o mercado estressa, as taxas abrem de maneira abrupta, a liquidez despenca e os ativos mais longos sofrem muito mais nas duas pontas. O impacto no preço é exponencializado pela duration do ativo e quanto mais longo o prazo do ativo menor tende a ser a liquidez. Assim, o prazo médio da carteira de crédito deve ser condizente com o mandato de risco do portfólio e o perfil do investidor.

Por último, a diversificação entre emissores e setores. Entendemos que a máxima de nunca colocar todos os ovos na mesma cesta é primordial para evitar perdas de capital.

Blog - Comente o funcionamento do mercado secundário de títulos privados no Brasil. Quais os desafios para promover um funcionamento mais adequado para o mercado secundário?

Pierre – A entrada de novos gestores no mercado de crédito high grade nos últimos anos tem melhorado bastante a dinâmica e a liquidez do mercado secundário. A participação cada vez maior de pessoas físicas, sobretudo em títulos com isenção de IR, também contribuiu bastante. O trabalho da Anbima junto à Cetip na criação do sistema voice melhorou significativamente a transparência do mercado. O novo fluxo de operações permitiu o desenvolvimento de equipes competentes de corretores dedicadas exclusivamente ao mercado de crédito, trazendo maior profissionalismo e eficiência na execução de operações no mercado secundário. Não obstante, entendemos que ainda há muitos pontos que devem ser endereçados:

- Falta de diferentes perfis de investidores. Por mais que o número de players tenha aumentado, há pouca diversificação. A presença de pessoas físicas ainda é muito restrita a ativos isentos de IR, a participação de assets ligadas a bancos de varejo é baixa (mas vem melhorando), a atuação de bancos é sempre pontual e o investidor estrangeiro é praticamente inexistente dado os benefícios que possui na compra de títulos públicos. Isso faz com que o mercado acabe sendo mais unidirecional do que o necessário.

- Emissões primárias. Via de regra as emissões primárias são colocadas por meio de leilões holandeses e sem qualquer preocupação com a composição da base de investidores. O objetivo é sempre minimizar o custo da emissão. Isto aumenta consideravelmente o risco de concentração em determinados alocadores, provoca artificialidade de preços e compromete a negociabilidade do ativo no mercado secundário.

- Finalmente, em nossa análise, faltam instrumentos de gestão de portfólios para gestores locais como uso de credit default swaps, possibilidade de tomar posições vendidas em ativos de crédito, usá-los como instrumento de alavancagem entre outros. Além de prejudicar o bom funcionamento e precificação do mercado, estes fatores impedem que os gestores consigam proteger suas carteiras quando o mercado passa por algum ajuste de preços.

Fonte: Abrapp em Foco, em 05.10.2020