

CENÁRIO

Fevereiro foi um mês para trazer equilíbrio para o mercado financeiro de crédito. Depois de alguns meses de forte alta no mercado de renda variável, resiliente até a um cenário externo mais adverso, finalmente o Ibov realizou um pouco, ainda que por um motivo exógeno, o novo vírus corona. O índice começou o mês em 113,7 mil pontos, terminou em 104,1 mil, uma queda de 8,43%.

Esta queda tende a amenizar o forte movimento de saída da renda fixa para a renda variável que vinha acontecendo. Note-se, muitos destes investidores que estavam migrando não tem perfil arrojado, de investimento em bolsa e consequentemente volatilidade, mas investem pelo efeito manada. O aumento da quantidade de investidores pessoa física em mercados altistas, e a queda em períodos de baixa, nos mostra que quando este investidor percebe que perdeu em um dia até o dobro do CDI acumulado no ano, ele realiza perda e volta para renda fixa.

Porém para o fluxo de investidores mover-se é necessário que o outro lado esteja indo bem. Em fevereiro não ocorreu abertura de spread mais drástica nos ativos de crédito privado, consolidando uma melhora no cenário que já vínhamos vislumbrando e gerando uma estabilização dos fundos de renda fixa crédito privado acima do CDI.

Passado o cenário revolto, lições foram aprendidas. A principal é que a volatilidade em mercados de crédito existe não apenas no livro texto, mas também na realidade. Também, que quando ativos AAA estão sempre precificados no piso eles só podem trazer surpresas negativas. Parece óbvio, mas foi o que pegou boa parte do mercado de surpresa. Estas lições não são novidades para operadores de crédito, então por que o mercado foi mal? Porque tão importante quanto as causas é o timing. Se você se protege de algo que se concretiza apenas três anos depois por exemplo, não necessariamente você fez a melhor escolha no que tange ao mercado financeiro.

Para frente, dado todo o cenário adverso causado pelo vírus Corona na produção mundial, já começam as apostas em mais um corte de 25 pontos na SELIC. Deixamos a discussão de mérito para o BACEN, mas com o corte ou sem ele, o cenário é de um longo prazo com taxas de juros baixos. Adicionando um IBOV apresentando volatilidade e, sinais de estar caro. Entendemos que é um cenário atrativo para a renda fixa.

Os títulos públicos estão com prêmios bastante baixos, então o direcionamento acaba por ser para a renda fixa crédito privado. Nesta classe dividimos em dois, high grade (HG) e high yield (HY). O crédito HG sofreu o ajuste que entendíamos necessário. As taxas estabilizaram num patamar mais alto, emissões também se readequaram. Assim vemos hoje fundos até D20 entregando 115% do CDI, como nosso Valora Absolute, que é um ótimo patamar para composição de carteira e para o público alvo conservador. Na classe de HY temos fundos com prazo de resgates mais alongados, porém entregando entre 140 e 160% do CDI, como o Valora Horizon. Estes fundos estão se beneficiando bastante da melhora do cenário econômico, principalmente inflação e juros baixos. Empresas que não acessavam o mercado de capitais entenderam que está barato captar no mercado nacional. Porém, como não são grandes conhecidas do mercado, ainda pagam o prêmio de serem estreantes, gerando boas taxas para investidores que gostam de crédito HY estruturado.

A Valora continua seguindo a sua orientação de buscar crédito estruturado, pulverizado, seja com FIDCs, CRAs ou CRIs. Este é um mercado promissor. As emissões destes três ativos em janeiro foram de R\$ 4,7 bilhões, número mais de três vezes maior que do mesmo período de 2019. Enquanto isso, as emissões de debêntures foram 40% menores, saindo de R\$ 10,6 bilhões emitidos em janeiro de 2019 para R\$ 6,3 bilhões em janeiro de 2020. Vemos um volume total de emissões no mesmo patamar, aproximadamente R\$ 11 bilhões, mas uma clara migração das debêntures para os produtos estruturados.

VALORA GUARDIAN

Carta passada levantamos a questão de pessoas com perfil não agressivo estarem entrando em fundos de ações e/ou multimercado e como seria a reação delas à volatilidade intrínseca destes mercados. Isso ocorreu mais cedo do que esperávamos, a realização do mercado de renda variável em fevereiro vai mostrar quem estava alocado de acordo com seu perfil de risco e quem não.

O Valora Guardian prossegue sendo uma antítese à fundos de renda variável, como deveria ser. O fundo mantém um de seus principais pilares que é a baixa volatilidade. Esta que é uma característica positiva relegada, mas em momentos de estresse todos lembram dela. Naturalmente as pessoas tendem a valorizar mais rentabilidade. Mas, como consta em todo regulamento de fundo, “rentabilidade passada não garante rentabilidade futura”. O que queremos dizer é que em um fundo de alta volatilidade sempre existe a chance de o investidor estar entrando na alta e em seguida haver uma correção na cota. Diferentemente do Valora Guardian, onde pode-se esperar um crescimento contínuo e sem sustos.

Nosso trabalho para aumentar a rentabilidade se mantém, de forma que o ativo fique cada vez mais atrativo, com rentabilidade alvo em 125% do CDI e volatilidade baixa.

Parte da dificuldade em aumentar a rentabilidade do fundo vem da longa duration dos fundos fechados, nos quais investimos, impossibilitando uma alteração no prêmio de curto prazo. Diferentemente dos fundos abertos, onde possuímos a possibilidade de resgate caso não queiram ajustar a rentabilidade para o novo momento. Porém, as séries de FIDCs que investimos possuem cronogramas de amortização, fazendo com que a nossa exposição diminua mensalmente em ativos que a rentabilidade não mais condiz com o atual cenário, por terem sido emitidos há anos. Abrindo desta forma margem para negociações e alocações em ativos com rentabilidade atualizada.

No mês de fevereiro amortizaram mais de R\$ 17 milhões que entregavam um prêmio médio de 140% do CDI. Atualmente, o mínimo aceito para compor a carteira é CDI + 3%. Portanto, todo mês a gestão tem uma pressão natural para achar ativos para repor estes que vão amortizando, com uma rentabilidade maior.

Para frente temos no pipeline algumas operações que consideramos ter uma ótima relação risco/retorno. Como exemplo, temos um volume já aprovado em um FIDC de consignado privado. A consultora especializada do FIDC faz este tipo de concessão de crédito há mais de 15 anos em outras instituições financeiras. Nesta operação, a empresa vinculada que é a responsável pelos empregos possui bastante robustez econômica, nos deixando confortáveis quanto ao principal risco, que é a empresa quebrar e não pagar as verbas rescisórias dos funcionários. Este ativo paga 220% do CDI na cota mezanino e 160% na sênior, contribuindo para o aumento da rentabilidade do fundo.

Reforçando a teoria de boas oportunidades em ativos estruturados, vamos alocar num fundo de geração distribuída de energia. Este tipo de operação, que está cada vez mais aumentando no País, possui algumas vantagens como energia mais barata para o cliente, redução de perdas, dentre outras. Em nossa posição de investidor vemos os responsáveis por pagamento com balanço robusto, equity já aportado, garantias como alienação fiduciária do terreno onde são construídas as fazendas de placas solares e um prêmio de IPCA + 7,5%. Portanto, mais um bom ativo em nosso pipeline, que vem para contribuir com o aumento da rentabilidade da carteira.

Ativos como estes reforçam a visão de que estão vindo boas operações estruturadas, com bons prêmios, empresas e operações que nunca tinham acessado o mercado de capitais. Acreditamos que existe um caminho promissor nestas que são algumas das especialidades da gestão da Valora.

Nos multicedentes/sacados estamos reforçando nossas visitas nos parceiros, conhecendo novos FIDCs, fazendo visitas para conhecer novas operações. Esta classe de ativos é a que mais tem sofrido com este novo normal de juros e créditos. Os fundos que têm as melhores carteiras, ou seja, mais pulverizadas, com cedentes e sacados robustos e baixa inadimplência são os que mais estão tendo que se reinventar. Estes consultores não conseguem aumentar muito a taxa de cessão cobrada de seus clientes, devido à qualidade dos mesmos. Entretanto, nós temos que pedir mais prêmio para entregar mais resultado na ponta final para nossos cotistas. Como o dinheiro não é carimbado e pode ir para outras operações, seu custo aumentou. Então eles têm baixa elasticidade de repasse de preços e acabam ficando “espremidos” entre seu financiador (nós e outras gestoras), e seu tomador (as empresas que descontam os recebíveis). Há um desafio claro estrutural para eles desarmarem.

O Valora Guardian I rendeu 0,38%, ou 131,6% do CDI em fevereiro. O Valora Guardian II rendeu 0,37%, ou 125,2% do CDI, no mês. A alocação em ativos de crédito (Guardian Master) representou 98,2% do PL, dos quais 75,6% em cotas seniores, 15,84% em subordinadas mezanino e 7,38% cotas únicas; fundos DI representavam 0,2% ao final do mês.

VALORA ABSOLUTE

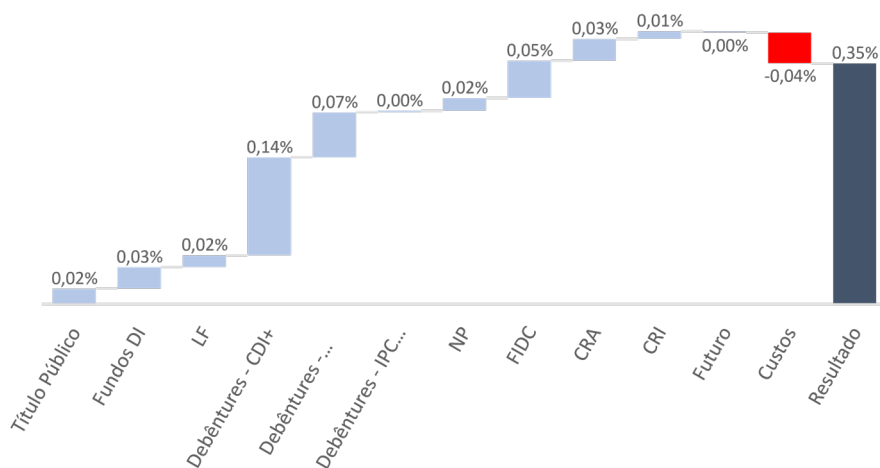
No mês de fevereiro, o fundo obteve um retorno de 118,5% do CDI. Nesse período, constatamos que o comportamento do mercado de crédito continua com a mesma dinâmica de estabilização dos preços identificada em janeiro. O arrefecimento do fluxo de resgates da indústria é um dos motivos por trás desse assentamento de spreads, propiciando também uma dinâmica mais comportada no mercado secundário. Ademais, pudemos identificar que as debêntures da nossa carteira obtiveram uma performance superior à média, impactando nossa cota positivamente.

Assim como no mês de janeiro, seguimos com nossa estratégia de garimpar ativos que, ao nosso ver, foram depreciados demasiadamente pelo mercado durante o último trimestre. Apesar do mercado secundário mais lento, diminuimos nossa exposição em 4 papéis (R\$ 7.5M), aproximadamente 5% do fundo, e alocamos em 4 novos ativos (R\$ 5.0M). Ao longo do mês, não participamos de nenhum bookbuilding, o que evidencia uma cautela maior por parte das empresas emissoras e dos bancos coordenadores após os recentes reajustes de spread.

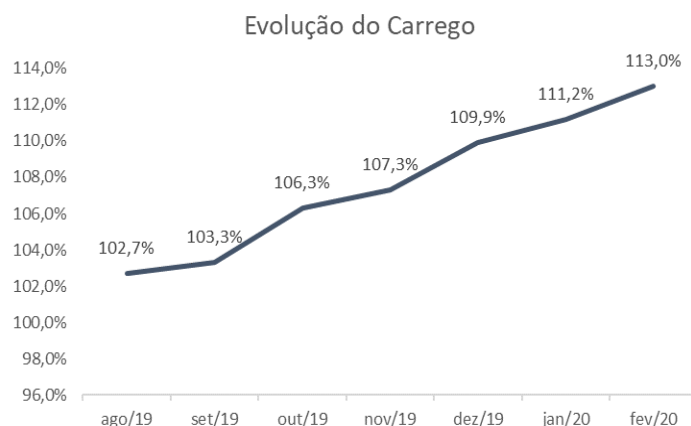
Os papéis que obtiveram melhor desempenho foram: USIM17 (312,6%CDI), CELU13 (287,2%CDI) e FIDC Capital BR (287,0%CDI). Em contrapartida, os ativos AALR32 (18,5%CDI), IGTA17 (53,8%CDI) e CCPRA1 (68,5%CDI) foram os que mais retraíram.

A carteira encerrou janeiro alocando 64,1% em debêntures/NPs; 5,4% em emissões bancárias; 16,2% em CRAs/CRI/FIDCs e 17,2% em títulos públicos/fundos DI.

	% PL	% CDI	Contribution
Título Público	8,3%	94,7%	0,02%
Fundos DI	8,9%	85,8%	0,03%
LF	5,4%	117,5%	0,02%
Debêntures	59,2%	116,9%	0,21%
Debêntures - CDI+	40,1%	120,1%	0,14%
Debêntures - %CDI	18,7%	137,6%	0,07%
Debêntures - IPCA+	0,4%	200,3%	0,00%
NP	4,8%	146,1%	0,02%
FIDC	8,2%	196,0%	0,05%
CRA	5,6%	196,3%	0,03%
CRI	2,4%	209,3%	0,01%
Futuro	-	-	0,00%
Custos	-	-	-0,04%
Resultado			0,35%



Dado a conjuntura atual, continuamos nossa estratégia de atuarmos ativamente no mercado secundário, não apenas visando possíveis oportunidades de compra e venda, mas também buscando equalizar e diminuir a concentração de alguns ativos dentro da carteira. Ademais, como mencionado nas outras cartas, seguimos com o objetivo de otimizar nosso bucket de ativos estruturados dentro do fundo, o que contribui diretamente para nossa evolução de carregos.



VALORA HORIZON

Em fevereiro, o Horizon obteve um retorno de 171,41% do CDI. O resultado excelente pelo segundo mês consecutivo mostra a concretização das previsões positivas para 2020 feitas no início do ano e o êxito dos esforços de otimização dos recursos captados.

Em linha com essa estratégia, foram investidos aproximadamente 3,5 milhões de reais ao longo do período, divididos entre cotas mezanino do FIDC aberto de operações customizadas já mencionado anteriormente, e cotas mezanino de uma nova emissão de um FIDC de uma empresa de cartões de crédito B2B com altíssima pulverização na ponta devedora, que têm uma meta de rentabilidade de CDI + 4%.

O foco continuará a ser a busca por oportunidades de investimento em operações high yield que sintetizem os melhores riscos de crédito. Para as próximas semanas, contamos com um pipeline bastante interessante, mais uma vez focado nos produtos estruturados pela própria gestora. Entre estes, um FIDC novo de empréstimos consignados, cuja rentabilidade-alvo das cotas mezanino é de 220% do CDI, e outro destinado ao financiamento de construção imobiliária, com um benchmark de IPCA + 8%.

Quanto à composição da carteira, ao final de fevereiro o patrimônio do fundo estava distribuído da seguinte forma: 9,5% em fundos DI; 0,6% em títulos públicos; 10,7% em debêntures emitidas por companhias de capital fechado; 2,1% em CRIs com garantias reais; 10,4% em CRAs; 3,2% em notas promissórias; e 63,5% em FIDCs, sendo 14,7% classificados como não-padronizados.

