

VALORA

INVESTIMENTOS

CARTA MENSAL PREVIDÊNCIA

SETEMBRO
2020





Um bonde chamado Brasil

O grande evento do mês de setembro no mundo do crédito brasileiro foi protagonizado pelo soberano! Em uma rodada de venda de títulos pós fixados (LFTs), o mercado se recusou a comprar o risco do soberano “ao par”. O ineditismo do evento foi seguido por outro: a marcação do estoque de LFTs no mercado de acordo com este novo nível de precificação. O resultado do episódio foi um tsunami. Fundos referenciados DI (em tese o que há de mais conservador no mercado depois da poupança) mergulharam em rentabilidades negativas. Depois de uma corrida por portos seguros, investidores institucionais e tesourarias de fundos desenvolveram alternativas para proteger seus caixas de depreciação inédita: deixar o dinheiro parado foi melhor do que investir na zeragem e no soberano!

Para bem além do anedótico, a situação tem contornos bem mais problemáticos. Qual é a real interpretação prática deste evento? O mercado já não acredita que a SELIC (que representa o “risco” do soberano) no nível de 2% ao ano remunera de forma adequada o dinheiro a ele emprestado. Ou seja: o governo exagerou no processo de redução da SELIC e agora está “debaixo d’água”. Imediatamente as curvas do DI empinaram e os spreads de crédito estacionaram em níveis que ficaram “no meio do caminho” entre o que eram em fevereiro e o teto visto em março/abril deste ano.

E agora José? A festa acabou, a luz apagou, o povo sumiu, a noite esfriou?

Vamos com calma. É claramente um primeiro sinal para o governo. A mensagem é clara: para continuar gastando “populisticamente” o governo tem que fazer reformas, e já ficou óbvio que o mercado não vai comprar gol de mão como a tentativa de passa moleque nos precatórios. A agenda política fica obviamente mais complicada com as eleições de agora a pouco e o lançamento das primeiras pandorgas visando a de 2022. Colocando tudo no liquidificador: risco político elevado, risco fiscal elevado, crescimento comprometido, inflação sob controle e mercado precificando uma curva de alta do CDI podendo chegar a 7% em 5 anos! Pra quem achava que a turbulência tinha passado, a montanha russa está voltando de marcha ré.

O mercado, que de bobo não tem nada, e sabe que na política os fins justificam os meios, já está precificando “certa” guinada populista do governo.

O Ibovespa no mês de setembro fechou em queda de 4,8%, terminando o mês em 94.603 pontos, a segunda seguida, pois em agosto já tinha caído 3,44%. No ano o Ibovespa está caindo 18,2%. O dólar teve alta de 3,1% no mês, sendo cotado a R\$ 5,64. Os juros futuros subiram, a curva de 10 anos que no fechamento de agosto estava em 7,68% fechou setembro em 8,34%, um aumento de 66 bps, que tem um impacto bem grande nos contratos de futuro de DI. Portanto vemos que o “Kit Brasil” está bastante pressionado, e os agentes não estão otimistas.

Com este cenário de incerteza, os ativos de crédito se firmam cada vez mais como uma alternativa. Grande parte daqueles CPFs recordes comemorados há pouco na bolsa estão hoje abaixo do custo de aquisição, e provavelmente não terão estômago para segurar mais perdas. A volta com certeza será para a Renda Fixa. Mais uma vez expondo a falácia de que a renda fixa tinha morrido.



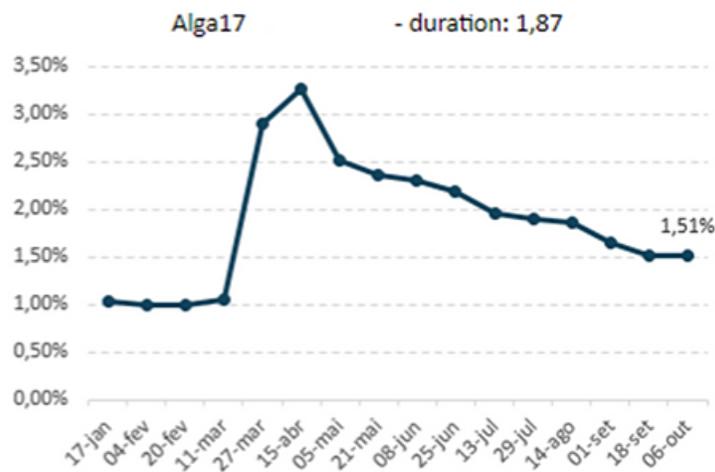
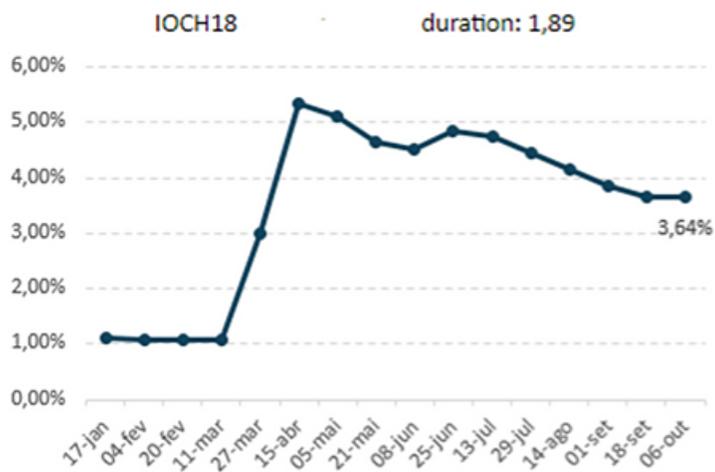
O mercado primário de Renda Fixa Crédito Privado retornou, e vemos desde operações de debêntures de empresas de elevado rating (risco corporativo clean da empresa emissora) até operações estruturadas como CRIs, CRAs e FIDCs sendo lançadas no mercado. O que estas emissões todas têm em comum é a baixa correlação com a macroeconomia do país e a volatilidade que ela gera.

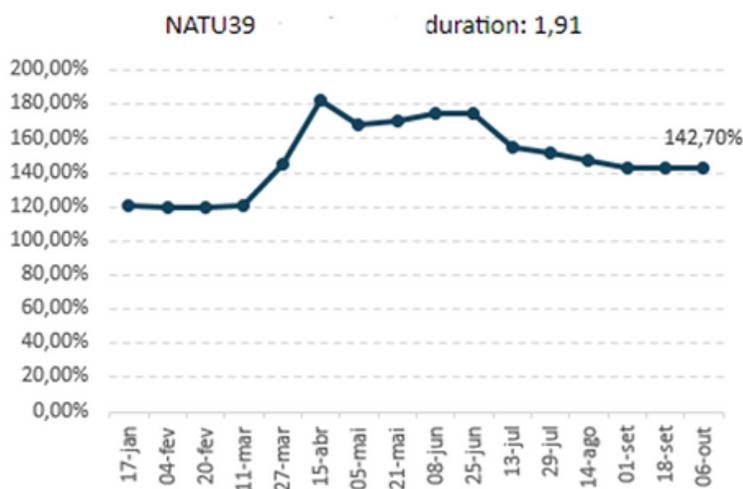
Como exemplos de debêntures de risco corporativo, destacamos as emissões: (i) BRK ambiental, filial da canadense Brookfield, de rating AAA da Fitch, com uma emissão de R\$ 795 milhões e prazo de 5 anos a uma taxa de CDI + 3,8%aa. Sinal dos novos tempos, os spreads parecem ter chegado perto de um patamar mínimo. Utilizando o CDI e a inflação spot, esta remuneração equivale a uma rentabilidade real aproximada de 4% a.a. (ii) Como outro exemplo, tivemos também Iguatemi, uma empresa de rating AAA pela S&P, volume de R\$ 500 milhões e prazo de 5 anos a CDI + 2,15%.

Emissões como estas, de empresas de grande porte passarão a ser o benchmark do mercado, podendo ser consideradas o piso de remuneração em emissões primárias, e balizadoras das negociações no mercado secundário.

O Mercado secundário continua bastante aquecido mesmo neste ano conturbado. No ano de 2020, o mercado secundário de debêntures acumula negócios no valor de R\$ 151,1 bilhões (média de R\$ 803,5 milhões/dia). Este mercado de ativos líquidos, sofreu com a volatilidade. Em meio à crise, com a baixa liquidez, as taxas dos ativos abriram muito, passando a ter um componente relevante de estresse na sua precificação. Desde abril, estas taxas vêm fechando. O desafio é saber até quando elas vão continuar fechando e qual seria a nova taxa justa com um CDI tão baixo.

Como dissemos, acreditamos que as taxas das emissões primárias de grandes empresas que forem colocadas com sucesso no mercado, vão balizar a taxa dos outros ativos. Mesmo sendo difícil, talvez impossível, de prever o patamar exato de acomodação das taxas, entendemos que este momento pode estar chegando. Como tudo na vida, a situação é binária: tem um lado ruim dado que os ativos vão parar de render acima da sua relação risco/retorno, mas outro bom, com as taxas estabilizando em um patamar (spread) mais alto do que era 12 meses atrás. O resultado: um carregamento mais robusto nas carteiras. Na imagem abaixo mostramos três exemplos de papéis que parecem estar estabilizando suas taxas em níveis mais altos que antes da crise:





Já nos ativos estruturados, estão aparecendo algumas novas operações. O mercado está bem ofertado de novas emissões de FIDCs, CRAs, CRIs e debentures 476. Parte deste movimento é decorrente do travamento (e acúmulo) de emissões de refinanciamento que acabaram não sendo ofertadas durante estes últimos 6 meses da pandemia. As empresas apertaram os cintos e evitaram tomar dinheiro no período em que as taxas abriram e, quando o fizeram, foi por prazo curto de até 1 ano diretamente nas tesourarias dos grandes bancos.

Este movimento, no entanto, tem limite, pois os vencimentos das dívidas começam a ficar perigosamente curtos dentro dos balanços das Companhias e, no evento de um repique da crise, a situação pode complicar no caso de o mercado fechar novamente. Assim, boa parte das empresas optou por emitir dívidas mais estruturadas para compor parte de sua necessidade de reciclagem de dívida.

Capítulo à parte foi a construção civil. A redução inédita da taxa de juros levou a níveis de financiamento nunca antes vistos (360 meses a TR+5,4 em alguns casos!). Com isso, o mercado aqueceu, as vendas cresceram e várias empresas encararam inclusive IPOs nos últimos 2 meses. O cenário enseja cuidados... sabemos que neste setor este aquecimento acaba causando inflação de custos e bolhas nos preços. Estamos longe disso, mas demanda acompanhamento.

A taxa de juros baixa também desengavetou uma série de investimentos corporativos que estavam congelados: parques logísticos, geração solar de energia (GD), novas concessões de água e um sem número de M&As. Todas estas operações demandam financiamentos estruturados.

Estamos otimistas com o mercado, mas preocupados com o cenário. Vamos em frente!



Zurich Previdenciário

No mês de setembro o fundo obteve um retorno de 493,87% do CDI, representando uma rentabilidade nominal de 0,78% (equivalente a CDI+7,66%). Este mês foi novamente marcado pelo forte fechamento dos spreads de crédito das debêntures negociadas no mercado secundário de Crédito Privado, porém em magnitude inferior à valorização observada nos meses anteriores.

Crédito Privado

Vale ressaltar que a disfuncionalidade das taxas observadas no mercado secundário vem sendo amenizada mês a mês desde o auge da crise em meados de março. A normalização gradual do estoque de resgates tem fomentado mais negócios no mercado secundário com uma visível melhora da força compradora, o que tem ajudado a reduzir as disfuncionalidades vistas nos preços das debêntures nestes últimos meses.

Acreditamos que o movimento de fechamento dos spreads tende a se estabilizar, principalmente pelas taxas ofertadas no mercado primário estarem vez mais próximas das taxas negociadas no secundário, o que favorece ao balizamento de um novo patamar de taxas destes ativos.

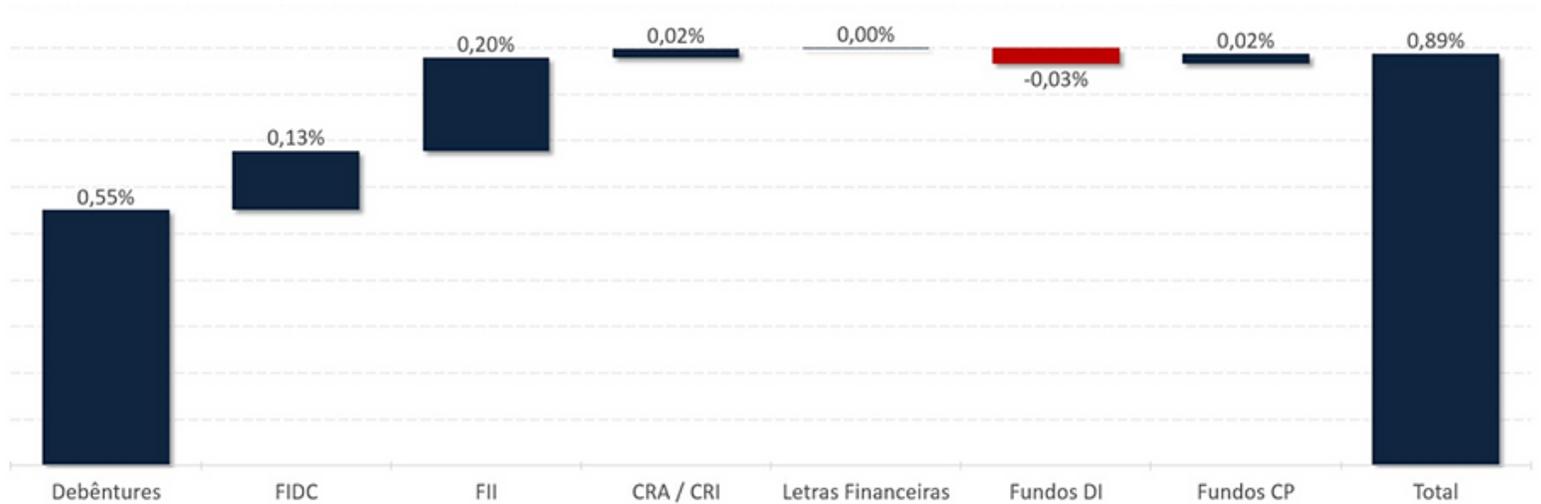
Apesar do fechamento dos spreads das debêntures em setembro, o aumento das incertezas em relação ao cenário fiscal e político no Brasil acabou sendo precificado nas curvas futuras de juros ao longo do mês e acabou reduzindo parte dos ganhos das debêntures atreladas ao %CDI. Vale destacar que as debêntures em %CDI representam atualmente menos de 5% do nosso Patrimônio Líquido.

O cenário incerto descrito anteriormente também impactou o leilão de títulos públicos feitas pelo Tesouro Nacional. Conforme já comentado no início desta carta, os investidores acabaram pedindo um prêmio adicional para correr o risco soberano, e em decorrência do deságio visto nas LFTs ofertadas no leilão, estes ativos acabaram sendo sofrendo desvalorizações por causa da marcação a mercado.

Tendo em vista o impacto negativo dos Fundo Referenciados DI, devido ao deságio das LFTs, alteramos temporariamente a zeragem de caixa do Valora Zurich para um fundo de liquidez diária que possui uma carteira exclusivamente de CDBs de cinco bancos de primeira linha. São eles: (i) Banco do Brasil; (ii) Banco Bradesco; (iii) Itaú Unibanco; (iv) Caixa Econômica Federal; e (v) Banco Santander S.A.



Abaixo, a atribuição de performance do Valora Zurich Master:



Fundos Imobiliários

O setor de fundos imobiliários manteve o viés de alta durante o mês de setembro em passo de recuperação desde o desencadeamento da pandemia. Ao longo do mês, o IFIX (Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários) apresentou um retorno de 0,46% em setembro após retorno de 1,80% no mês anterior.

Apesar da forte performance em setembro, a evolução do número de casos de covid-19 na Europa aumentou a aversão ao risco para determinados ativos que seriam impactados à medidas adicionais de distanciamento social, como por exemplo os fundos imobiliários de shoppings centers, detratando parte dos ganhos observados no IFIX no mês.

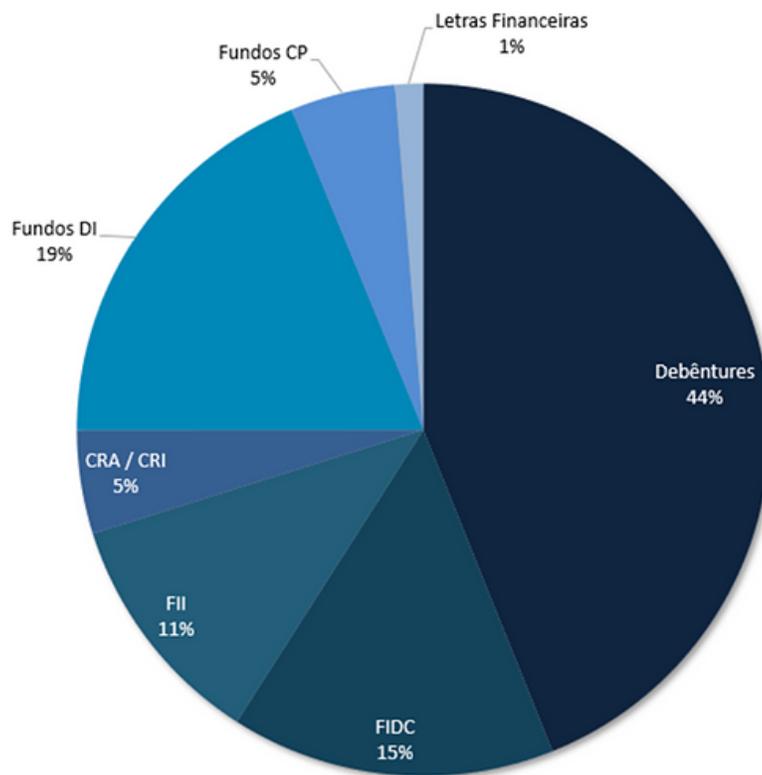
Sobre as nossas posições, mantivemos alocado em torno de 11% do Patrimônio Líquido em fundos imobiliários, o que é aproximadamente a metade da nossa exposição máxima regulamentar (20% PL). Atualmente, estamos com o viés de reduzir a volatilidade de carteira e manter apenas posições que possuímos maiores convicções.

Sobre a performance do book de fundos imobiliários, destaque para a valorização do segmento de recebíveis da carteira. Vale ressaltar que ao longo de setembro encerramos a posição em TRXF11 realizando um ganho de capital acumulado de 4,50%.



Vale ressaltar que estamos estudando a compra de fundos não listados para compor o book sem trazer volatilidade ao fundo, além de estarmos observando de perto alguns fundos listados para alocações oportunísticas caso ocorram grandes oscilações de preços.

Abaixo, a composição atual do Valora Zurich Master:



DISCLAIMER

I - Este material não se configura um relatório de análise, conforme a definição da Instrução nº 598/2018 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), tampouco uma consultoria de valores mobiliários, conforme a definição da Instrução CVM nº 592/2017.

II - Esta mensagem tem conteúdo meramente informativo, não devendo, portanto, ser interpretada como um texto, recomendação de investimento, relatório de acompanhamento, estudo ou análise sobre valores mobiliários e seus emissores que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento.

III - Investimentos ou aplicações em títulos e valores mobiliários envolvem riscos, podendo implicar, conforme o caso, na perda parcial ou integral do capital investido ou ainda na necessidade de aporte suplementar de recursos.

IV - A presente publicação e todos seus elementos literais e gráfico constituem uma obra autoral protegida, estando os direitos sobre a mesma reservados.

V - A Valora Gestão de Investimentos não será responsável por perdas diretas, indiretas ou lucros cessantes decorrentes da utilização deste material para quaisquer finalidades.

VI - Quaisquer referências e rentabilidades passadas não significam de qualquer forma a garantia ou previsibilidade de rentabilidades futuras.

VII - O Investimento em fundos não é garantido pelo administrador, pelo gestor, por qualquer mecanismo de seguro ou pelo Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Este material não deve ser considerado a única fonte de informação para embasar qualquer decisão de investimento. Dentre outras fontes, ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do Regulamento, do Formulário de Informações Complementares e da Lâmina de Informações Essenciais, se houver, antes de Investir.

VIII - As opiniões expressas neste material podem ser alteradas sem prévio comunicado e não constituem oferta de compra ou de venda de títulos ou valores mobiliários ou de instrumentos financeiros de qualquer espécie. Por conseguinte, a Valora Gestão de Investimentos se isenta de toda e qualquer responsabilidade por eventuais prejuízos decorrentes de decisões tomadas por investidores com base no conteúdo deste material. Para mais informações, acesse: www.valorainvest.com.br



Autorregulação
ANBIMA



VALORA

INVESTIMENTOS

Valora Gestão de Investimentos Ltda.

Rua Iguatemi, 448 - Conj. 1301 - Itaim Bibi - São Paulo-SP

Telefone: +55 11 3016-0907

Contato: ri@valorainvest.com.br