

VALORA
INVESTIMENTOS

CARTA
MENSAL

ABRIL
2020





Os impactos do covid ainda repercutem

A crise que estamos passando, diferentemente das anteriores, como a das hipotecas *subprime* em 2008 ou das empresas de tecnologia “.com” de 2000, não é uma crise financeira. As crises financeiras, por não serem novidades no capitalismo, já possuem um plano de voo bem desenhado e estudado de “o que, como, quando fazer” para sair e, no mínimo, minimizar seus efeitos. Este roteiro envolve, usualmente: aumento de gastos públicos, ajuda a empresas específicas, fusões, inflação e desvalorização da moeda (para quem pode...) dentre outros remédios.

A crise que estamos vivendo é uma crise que tem como base a saúde pública. Como tal, seu fim e mesmo a velocidade de recuperação econômica características específicas. Uma vantagem é que a solução definitiva poderia simplesmente “aparecer”, na forma de uma vacina possibilitando a volta das atividades humanas à normalidade. Como sempre na vida, esta vantagem é também uma desvantagem... sem a vacina todos os movimentos têm que ser colocados em marcha lenta, para não levar a um colapso do sistema de saúde. Sem uma solução no horizonte, a crise que começou em março no Brasil estendeu-se por abril, afetando a maioria dos índices econômicos/financeiros e classes de ativos. A crise esperada na economia real não é pequena, e de forma direta ou indireta deve atingir todos os setores. Governos e iniciativa privada do mundo todo vêm trabalhando para mitigar os efeitos econômicos negativos do isolamento social. A arma utilizada em todos os lugares é basicamente injeção de dinheiro na economia. Não se tem paralelo na história de tamanha expansão de liquidez como agora.

Algumas indicações são importantes: os primeiros países afetados pelo COVID-19 já estão com números mais controlados e afrouxando as medidas restritivas de circulação. Portanto, ainda que não exista uma vacina, existe a expectativa de uma retomada das atividades econômicas crescente ao longo do final do semestre. Olhar com atenção os números da retomada destes países é um bom *guidance* para o que ocorrerá no Brasil.

O Ibovespa em abril teve forte alta. Nos parece que a injeção de liquidez, os juros zero em mercados importantes do mundo, medidas de incentivo ao emprego, linhas de crédito subsidiadas conseguiram colocar um piso na queda e gerar uma recuperação de curtíssimo prazo. A resiliência desta recuperação da bolsa é motivo de questionamento diário. Sem a volta da atividade todo processo de ajuda é paliativo. Outro fator que pode ser considerado quando vemos o bom desempenho da bolsa no mês de abril é um possível *overshooting* na queda, e mesmo com uma alta de 10,25% no mês, o acumulado do ano ainda é de -30,4%.



Se há meses a inflação já havia sido controlada, e seu acumulado em doze meses estava abaixo da meta especificada pela autoridade monetária (3,5% a.a.), com a crise que se instalou ela deve ser fortemente pressionada ainda mais para baixo. O IPCA-15 do mês de abril foi de -0,01%. Este é o menor número para o mês de abril desde a criação do plano real. Este índice é considerado a prévia da inflação (IPCA) do mês, e, de acordo com o comitê de acompanhamento macroeconômico da ANBIMA a expectativa para o IPCA é de -0,21%, o que geraria uma inflação acumulada em 12 meses de 2,5%. Estes números não são nenhuma surpresa. Com o aumento do desemprego, baixa taxa de poupança no Brasil e uma crise que ainda não se consegue vislumbrar o fim, é esperado uma forte queda de demanda.

A não existência de pressão inflacionária, e a pressão para utilizar a SELIC para fomentar a economia (mesmo que isto não seja consenso na atual situação) devem influenciar a reunião do COPOM que ocorrerá no mês de maio. É esperada mais uma queda na SELIC, e a aposta predominante é de uma queda de 0,5%, levando a taxa básica de juros para 3,25%. Com uma taxa de juros tão baixa, quem continua batendo recordes de desvalorização diante do Dólar, é o Real. O Dólar terminou abril cotado a R\$ 5,42, uma alta de 4,39% no mês e de 37,5% em 12 meses. Como atualmente o Brasil é credor em dólar – sua dívida externa é menor que suas reservas cambiais – isso faz com sua alta seja menos preocupante do que era em crises anteriores.

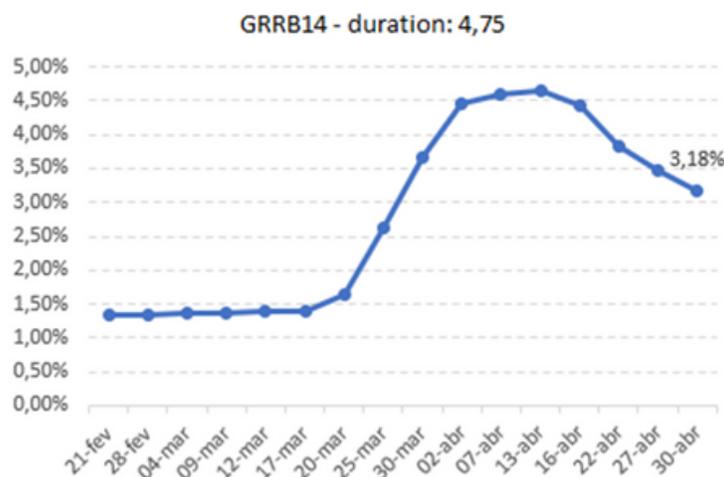
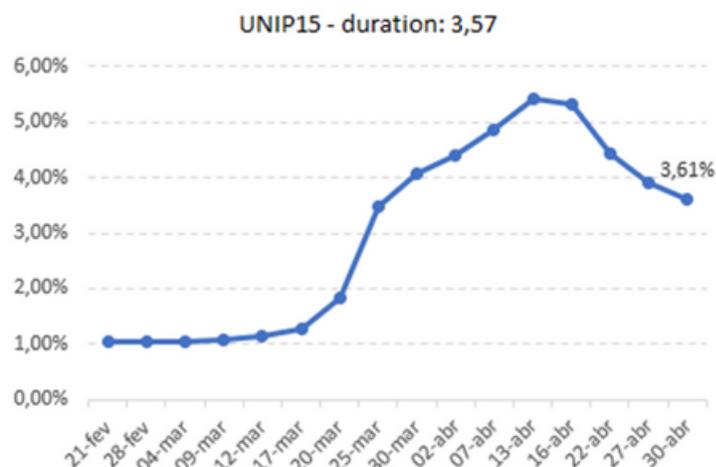
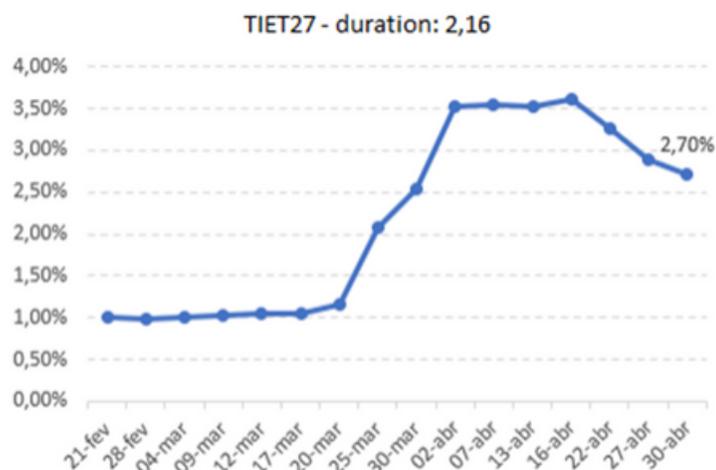
A despeito da discussão de eficácia de política monetária neste momento, o grande desafio, como sempre, é fazer esta taxa baixa chegar na ponta final, no usuário! Chegar em empresas com fluxo de caixa apertado, de pessoas que estejam em dificuldades e direcionado para políticas que ajudem na manutenção dos empregos. Neste contexto, é importante que o governo direcione recursos para salvar empregos, e não empresas, o que é uma diferença grande de abordagem. Em abril passou no senado a PEC do orçamento de guerra. Esta medida, juntamente com a possibilidade de o Banco Central comprar dívida de empresas e a possibilidade de aporte do BNDES em FIDCs são medidas potentes para ajudar a economia real, e, principalmente, as pequenas e médias empresas.

E o crédito, como está se comportando em um cenário tão delicado?

Como anteriormente dito, as empresas estão com estrutura de capital mais robusta que em crises anteriores e estão conseguindo reforçar o caixa ou refinar dívida com operações de curto prazo. São operações que não estão vindo para o mercado de capitais e sim feitas via banco com prazos curtos e taxas altas. Como exemplo destas operações, tivemos, no mês de abril: a TOTVS, empresa com rating AA pela FITCH que captou R\$ 200 milhões em debêntures com remuneração de CDI + 2,65% a.a. e prazo de um ano e a Natura emitiu R\$ 500 milhões a CDI + 3,25% a.a. com mesmo prazo e rating de TOTVS; Além destas, quem tem conseguido prazos mais alongados são as empresas AAA, como MRV Engenharia e Lojas Renner, mas também a taxas altas. MRV emitiu R\$ 50 milhões a CDI + 3% com prazo de três anos, enquanto Renner emitiu R\$ 500 milhões à mesma taxa e prazo de dois anos e meio. Quando falamos em taxas altas, estamos comparando ao cenário recente do Brasil. Talvez pós crise, estes possam ser o novo normal.



O fato de as empresas estarem conseguindo financiadores em emissões primárias, e terem aparecido grandes compradores do mercado secundário de debêntures fez com que as taxas no secundário, que vinham subindo em ritmo forte se estabilizassem. Como nos exemplos abaixo:



Neste contexto, muitas casas mudaram o *call* de venda para compra para ativos high grade, levando à estabilização das taxas mostradas acima. Isto impactou a demanda para o crédito *high yield*. As emissões primárias de FIDC, CRIs e CRAs, o secundário diminuiu bastante também, com trades majoritariamente em ativos com *rating* maior.

Vemos um mercado de crédito robusto, com taxas de ativos líquidos estabilizadas, portanto uma boa oportunidade para quem quer ganhos de longo prazo sem a volatilidade do mercado de ações.



A estratégia Guardian continua sendo um porto seguro, função que vem desempenhando bem em seus dez anos de existência. Em abril o fundo entregou prêmio sobre o CDI, manteve sua volatilidade baixa e aumentou seu carregamento, sem aumentar seu risco de crédito.

Nosso monitoramento diário dos FIDCs investidos vem comprovando a teoria de que eles são um produto de crédito bastante robusto e com capacidade para navegar grandes crises. Seus pontos principais são: (i) subordinação - no caso da carteira do Guardian, a média é de aproximadamente 40% - (ii) ser um empréstimo lastreado em recebíveis, ou seja não é um crédito clean, baseado na capacidade de pagamento de uma empresa e, por fim, (iii) sua pulverização, fazendo com que a inadimplência intrínseca do produto seja mitigada estatisticamente.

Começando pelos FIDCs multi cedente/sacados, entendemos que o ponto principal é saber escolher os bons consultores do mercado. São eles que, no final das contas, possuem o relacionamento com os cedentes dos recebíveis, e são os primeiros a analisar o crédito do tomador. Nosso contato com eles é muito próximo, o que nos permitiu identificar um determinado padrão em suas reações ao atual cenário. No final de março na antessala da crise, eles aumentaram as taxas de cessão (compra de ativos) e, em abril, mesmo a taxas mais altas, pararam ou reduziram fortemente de operar. Com recebíveis de prazo médio de 40 a 60 dias, o dinheiro começa a voltar e o caixa aumentar. Como resultado deste movimento, soma-se à subordinação um caixa com maior volume. Resultado, no pior momento da crise a proteção para o cotista sênior passa a contar com mais camadas em um movimento anti-frágil.

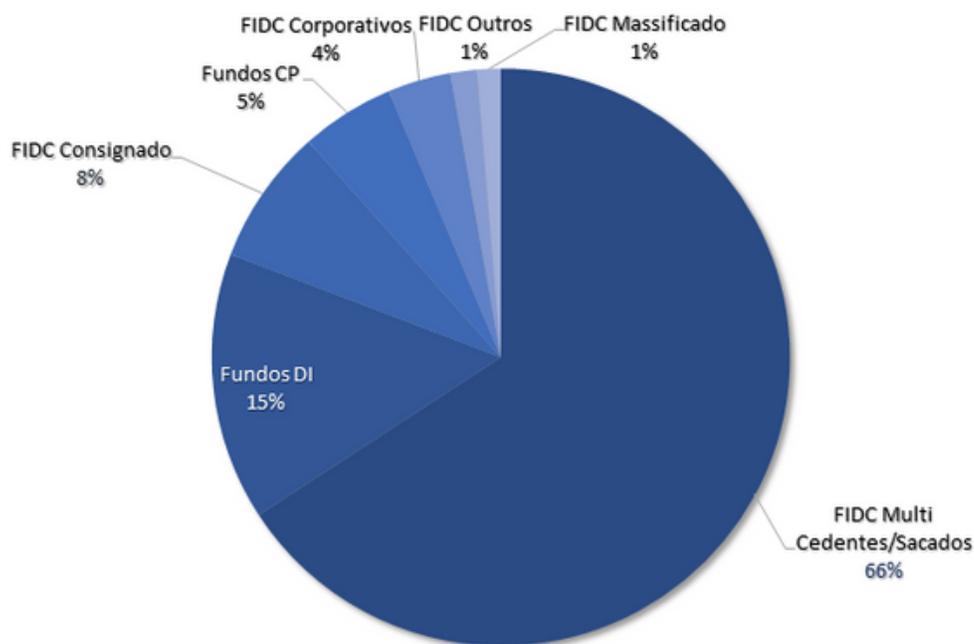
Sabendo que carregar caixa tem um custo para o dono do FIDC, e buscando priorizar a liquidez em momento de crise, negociamos a amortização extraordinária de quotas e trouxemos de volta para o fundo mais de R\$ 20 milhões que estavam investidos a mais longo prazo. Com este reforço de liquidez podemos olhar oportunidades de negócios no mercado secundário que estejam em taxas extremamente atrativas.

Nos FIDCs massificados e de *utilities* ainda não vimos uma deterioração da carteira este mês. Como as medidas de quarentena bateram fortemente na economia real em abril, e as contas de abril são pagas em maio, espera-se para o mês de maio um aumento da inadimplência em relação ao histórico. Em contrapartida, estes fundos são extremamente pulverizados: são contas de água, luz, faturas de cartão de crédito com ticket médio de até R\$ 500,00. A pulverização dos recebíveis, somada aos mecanismos de excesso de spread/volume e a subordinação são mais que suficientes para evitar problemas para as cotas mezanino e seniores.

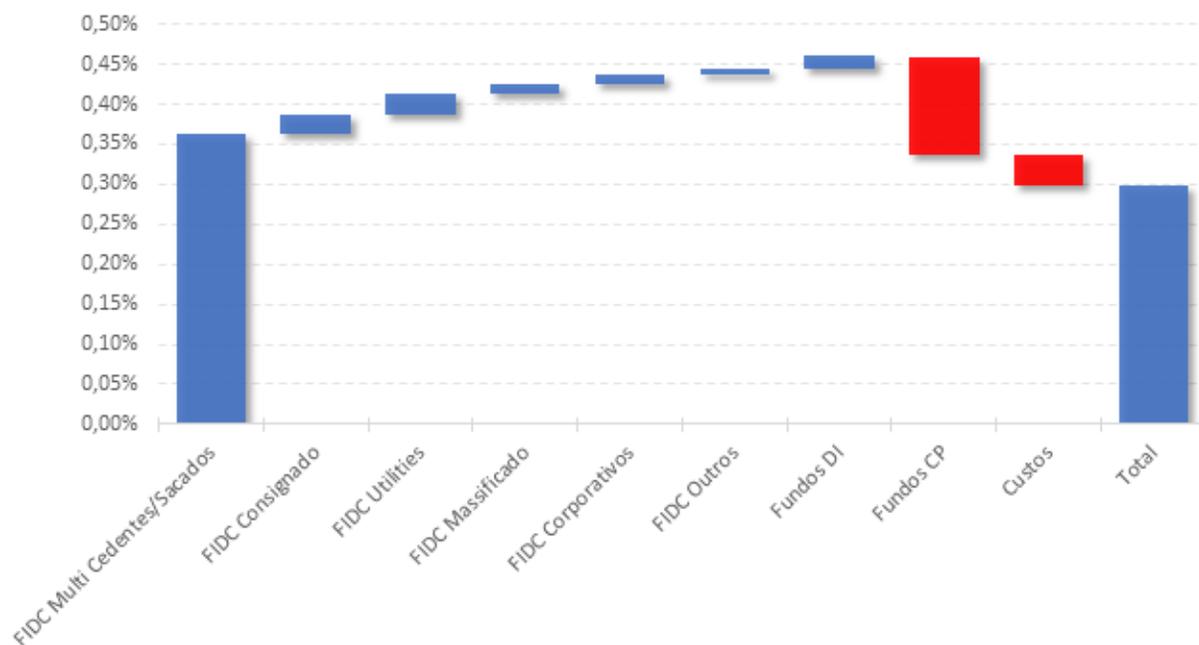
Os fundos de consignado podem ser divididos em público e privado. O consignado público é um dos menos afetados pela crise, pois o servidor público tem estabilidade empregatícia, e o pagador é o Governo Federal (no nosso caso). O consignado privado será afetado pelas demissões que inevitavelmente ocorrerão. Neste último caso, porém, as taxas cobradas neste tipo de empréstimo e o baixo valor do empréstimo médio (perto de R\$ 400) são suficientes para que no caso de uma demissão, o consultor do crédito seja capaz de negociar e receber (retirando da verba rescisória) da pessoa demitida ao menos o principal emprestado. Visto que a subordinação mínima dos fundos de consignado privado que a Valora investe é de aproximadamente 30%, consideramos os níveis de proteção adequados para garantir o crédito da operação.



Os FIDCs corporativos, por serem ligados a grandes empresas, estão trabalhando com a dinâmica oposta dos FIDCs multi cedente/sacados. Dado que estas empresas são financiadas pelos grandes bancos e pelas taxas e políticas subsidiadas do governo, eles estão operando mais e mais barato. Desta forma, as empresas menores que têm relacionamento comercial com eles acabam por ter acesso a mais linhas de crédito. Um exemplo é o FIDC Chemical da Braskem: em *call* recente com a empresa, nos foi informado que eles aumentaram a linha para as empresas de melhor qualidade de crédito à taxa de 100% do CDI. Abaixo segue a divisão da nossa carteira:



E abaixo como foi a performance de cada classe de ativo da carteira:





Dentro do mês de abril fizemos algumas operações de secundário que acreditamos que podem, neste momento, trazer um bom alfa para o fundo.

Como exemplo, temos:

(i) a compra de quotas do FIDC Red Real. É um FIDC lastreado em garantias reais, com 67% de subordinação, baixa inadimplência e uma das maiores consultoras de crédito do País como responsável. Esta quota que compramos foi emitida a CDI + 2,5% a.a., e compramos ele no secundário a CDI + 6,5% a.a.. Como já temos o ativo na carteira, foi um caso de aumentar a rentabilidade do fundo, sem aumentar o risco.

(ii) a compra de FIDC Imperium. Este FIDC é um AAA da Fitch, foi emitido a 108% de prêmio sobre o CDI, e conseguimos comprar no mercado secundário a um prêmio de 165% do CDI. O FIDC é da Empresa Furnas, que é uma controlada da Eletrobras. Acreditamos que o setor elétrico seja mais resiliente em crises como esta.

Como não podia ser diferente, nossa atenção está redobrada, com ligações diárias junto aos gestores dos fundos e métricas diferentes para cada tipo de produto investido. O cenário atual é bastante volátil e requer atenção da gestão nos mínimos detalhes.

O Valora Guardian I rendeu 0,3%, ou 102% do CDI em abril. O Valora Guardian II rendeu 0,23%, ou 80,8% do CDI, no mês. A alocação em ativos de crédito (Guardian Master) representou 84,7% do PL, dos quais 64,4% em cotas seniores, 16,7% em subordinadas mezanino e 5,3% cotas únicas; fundos DI representavam 15,2% ao final do mês.



No mês de abril o fundo obteve um retorno de -1,34%. Nesse período, vivenciamos os efeitos práticos e financeiros causados tanto pela própria evolução da COVID-19 no território brasileiro quanto pelos resultados relacionados ao isolamento social imposto. Durante a primeira quinzena do mês, em continuidade ao cenário irracional e disfuncional de março, observamos um movimento de abertura dos spreads, dessa vez impactando não apenas a classe high grade como também os papéis high yield e menos líquidos. Não obstante a isso, a instabilidade no cenário político acabou provocando oscilações nos preços e foi responsável por aumentar, mesmo que por apenas alguns dias, a volatilidade dos fundos.

Importante salientar que a situação de crédito das companhias investidas segue confortável. Como mencionado nas cartas anteriores, a maioria dos papéis tem como emissor empresas grandes e robustas, que possuem uma situação de caixa bastante cômoda para percorrer esse cenário adverso. Ademais, não possuímos exposição nos setores que, na nossa opinião, mais serão impactados no curto e médio prazo como, por exemplo, o de aviação, turismo e vestuário.

Em contrapartida ao exposto anteriormente, o mercado de fundos de crédito privado, principalmente ao longo da primeira quinzena de abril, permaneceu sofrendo significativos volumes de resgate, reforçando ainda mais a “ponta vendedora” no mercado secundário. Como explicitado em março, esses movimentos são diretamente responsáveis por causar uma depreciação no preço dos ativos. Resumidamente, quanto maior o estoque de resgates dos fundos, maior a necessidade de se fazer caixa para o pagamento dessas obrigações. Por conseguinte, os gestores se veem obrigados a se desfazer dos ativos, muitas das vezes a preços pouco racionais. Ressaltamos que esse movimento de venda, mesmo que não tenha sido exercido por nós, é responsável por alterar o pricing desses papéis, impactando diretamente nossa cota.

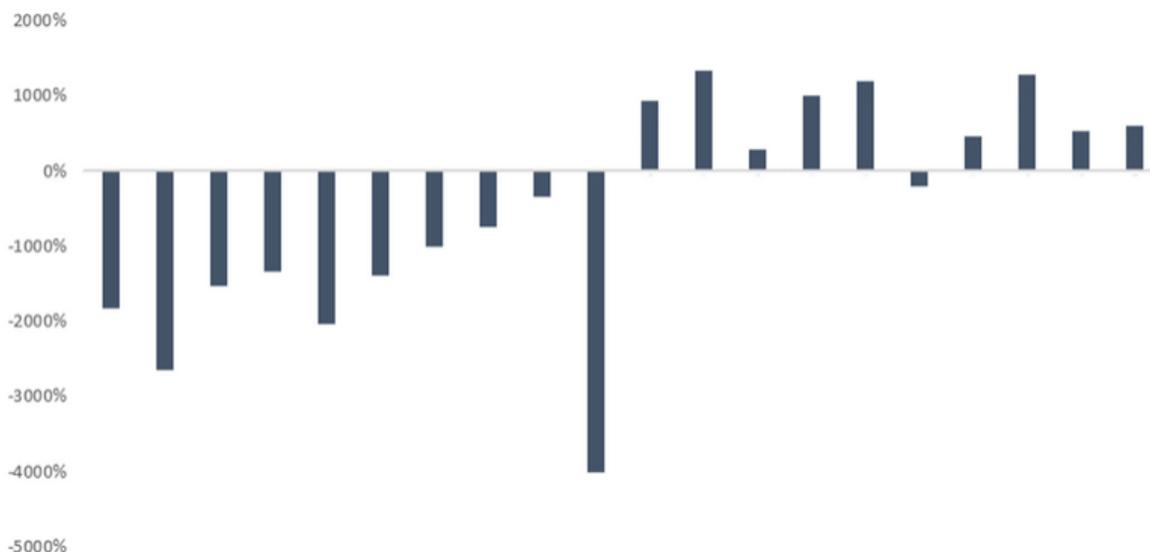
Já na segunda quinzena do mês, testemunhamos um movimento inverso, muito explicado pelo aumento do número de players atuantes no mercado secundário. Haja vista o cenário completamente disfuncional, onde papéis de empresas de rating AAAs estavam sendo transacionadas a altas taxas, os bancos privados e públicos atuaram de forma ativa na compra dessas debêntures, possibilitando um início do achatamento de pricing desses papéis. Ademais, muitos outros fundos com estratégias inicialmente não voltadas a crédito (multimercado e até de renda variável) exerceram pressão na ponta compradora, aproveitando também a possibilidade de gerar alfa em seus portfólios.

VALORA ABSOLUTE

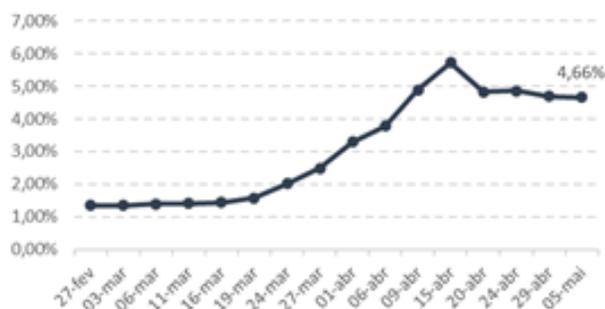


Por fim, o número de pedidos de resgate da indústria de crédito privado se amenizou bastante ao longo dessas últimas semanas, o que resultou numa diminuição drástica do volume de papéis “queimados”. Podemos ver o impacto desse movimento no pricing de alguns ativos e no comportamento das cotas diárias do fundo em abril:

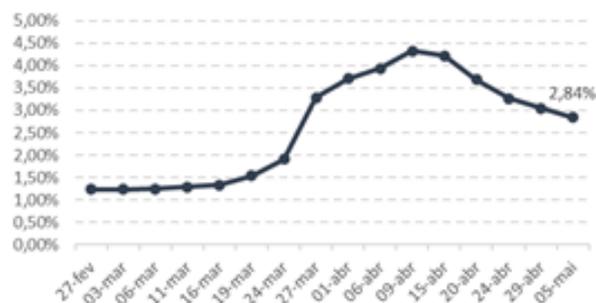
Absolute - Rentabilidade Diária (%CDI)



MOVI23 (DI+)



ALGA28 (DI+)



Ao longo do mês, assim como ocorrido em março, não participamos de nenhum bookbuilding. A tendência é que as ofertas antes programadas para o primeiro trimestre sejam postergadas para o fim do ano. Entretanto, observamos uma série de captações feitas diretamente com bancos. Hapvida, Localiza, Fleury e Renner são exemplos de empresas que acessaram o sistema bancário de forma direta.

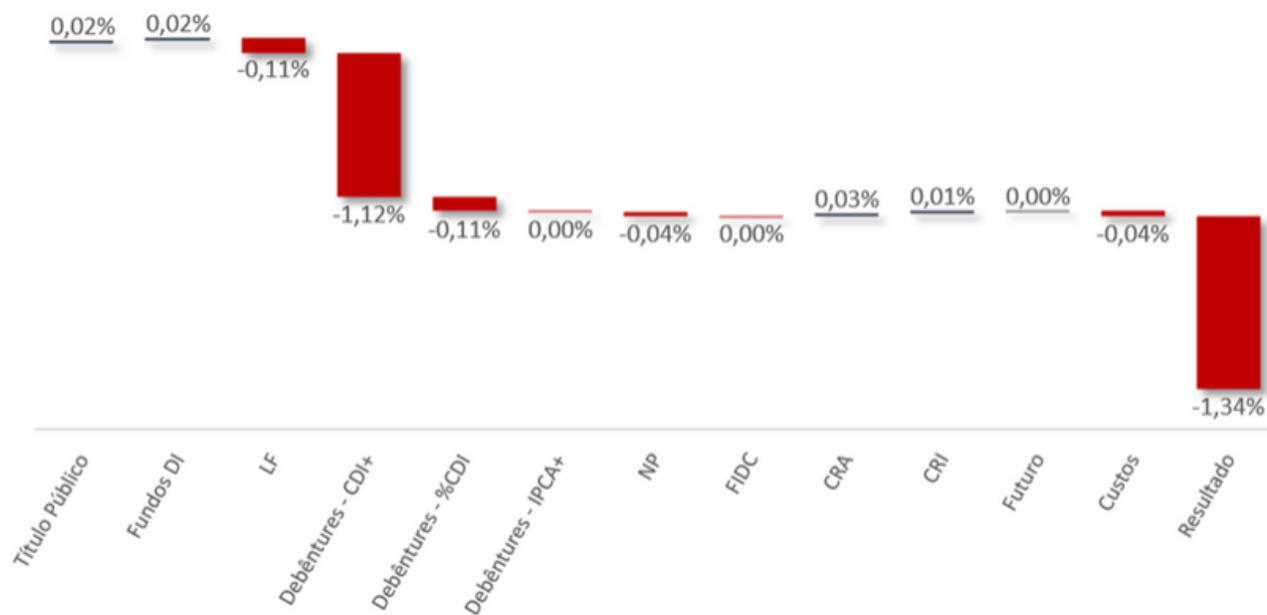
Na carteira do fundo os papéis que obtiveram melhor desempenho foram: LAMEA1 (3543,3%CDI), LAMEA2 (2050,3%CDI) e NATUA0 (1968,1%CDI). Em contrapartida, os ativos MEAL12 (-7921,2%CDI), IGTA17 (-4290,6%CDI) e LF Daycoval 15/03/2024 (-3157,6%CDI) foram os que mais retraíram.

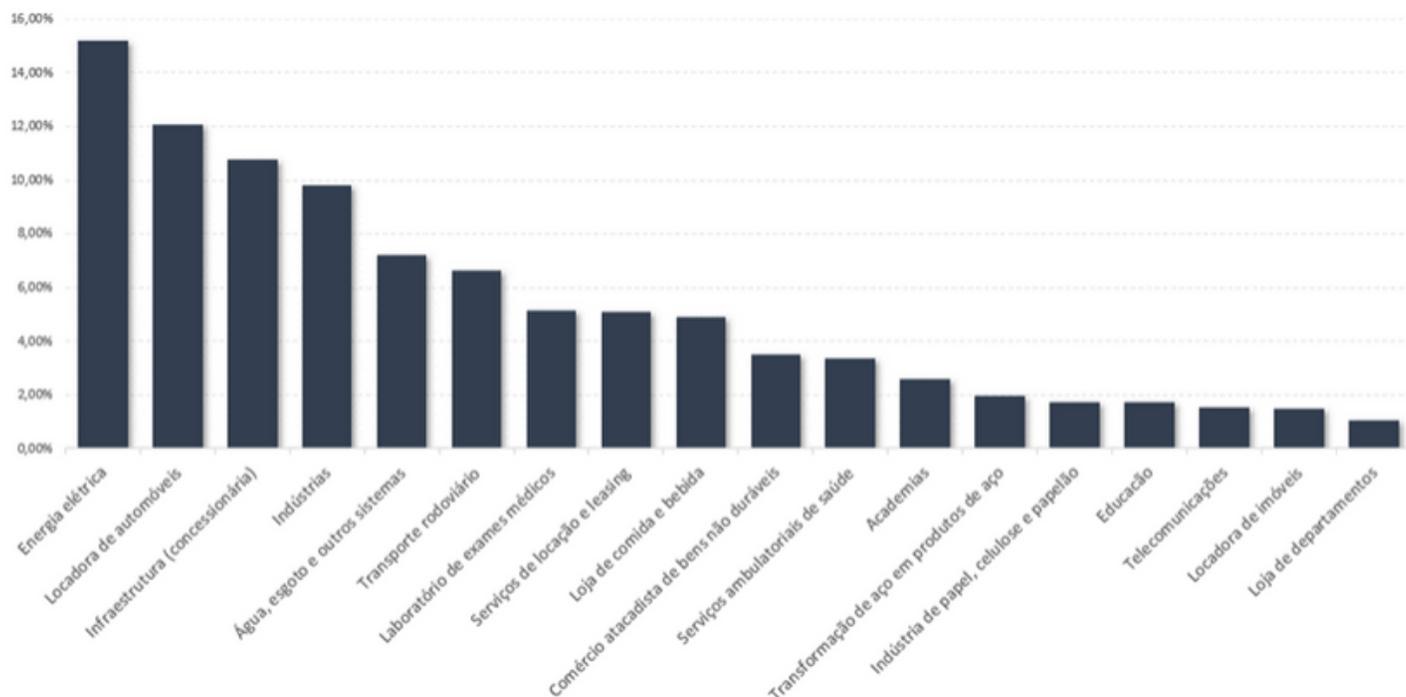
A carteira encerrou janeiro alocando 63,8% em debêntures/NPs; 5,6% em emissões bancárias; 15,2% em CRAs/CRIs/FIDCs e 15,4% em títulos públicos/fundos DI.

VALORA ABSOLUTE

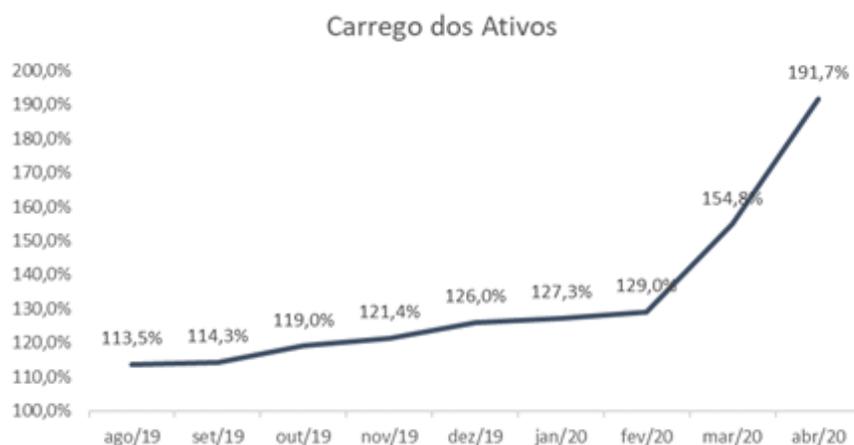


	% PL	% CDI	Contribution
Título Público	9,1%	94,4%	0,02%
Fundos DI	6,3%	76,5%	0,02%
LF	5,6%	-962,6%	-0,11%
Debêntures	56,6%	-449,9%	-1,24%
<i>Debêntures - CDI+</i>	7,2%	-1832,5%	-1,12%
<i>Debêntures - %CDI</i>	49,0%	-546,7%	-0,11%
<i>Debêntures - IPCA+</i>	0,5%	-117,2%	0,00%
NP	7,2%	-114,4%	-0,04%
FIDC	5,5%	131,5%	0,00%
CRA	6,2%	219,6%	0,03%
CRI	3,5%	224,4%	0,01%
Futuro	-	-	0,00%
Custos	-	-	-0,04%
Resultado			-1,34%





Como explorado nas cartas anteriores, as recentes aberturas nos spreads das debêntures propiciaram uma ótima situação de carregamento. Atualmente, estamos com uma carteira que contém riscos muito bons associados a retornos acima do usual. No mês de abril, terminamos com um carregamento bruto de 191,7%.



Não podemos mensurar até quando os ativos dentro do fundo terão essa volatilidade, entretanto vemos uma clara tendência de estabilização e assentamento dos preços. Todos esses movimentos explicados anteriormente, somados à injeção de liquidez via governo e Banco Central, ao nosso ver, serão suficientes para que o mercado de crédito privado volte a se comportar de forma funcional, obviamente guardada a situação de um recrudescimento da crise a níveis bastante acima dos esperados. Em virtude dos fatos mencionados, continuamos atentos ao mercado secundário aproveitando oportunidades de compra e, adicionalmente, equalizando algumas concentrações da carteira.



Em abril, a implementação das normas de distanciamento social devido à disseminação do COVID-19 no País causou efeitos dramáticos em todos os setores na economia, intensificando o movimento de desestabilização do mercado de capitais iniciado em meados de março. Tão profundo foi o impacto que atingiu não só os ativos líquidos, mas também os produtos estruturados e até alguns high yield, ocasionando uma abertura de spreads desproporcional aos respectivos riscos de crédito. No entanto, por estarem situados fora da rota convencional do crédito privado, os ativos que compõem o portfólio do Horizon não foram afetados, e o fundo obteve um retorno de 171,59% do CDI no mês.

Ainda assim, o momento requer maior seletividade nas decisões de investimento e preservação da liquidez. Por este motivo, aliado também à falta de novas emissões, o saldo de investimentos no mês ficou próximo a zero. Portanto, a distribuição do patrimônio do fundo se manteve, em termos gerais, muito semelhante à do mês anterior: três das cinco maiores concentrações da carteira são ativos estruturados e acompanhados atentamente pela própria Valora, um fator de segurança em tempos de incerteza.

Quanto às classes de ativos, ao final do período, o patrimônio do fundo estava distribuído da seguinte forma: 2,3% em fundos DI; 0,6% em títulos públicos; 9,5% em debêntures emitidas por companhias de capital fechado; 1,8% em CRIs com garantias reais; 11,7% em CRAs; 2,9% em notas promissórias; e 71,2% em FIDCs, sendo 14,5% classificados como não-padronizados.

Por fim, ainda que não se possa prever por quanto tempo tal instabilidade se estenderá, assim como foi visto nos últimos dias do mês, é esperado para as próximas semanas que as distorções das relações risco-retorno sejam atenuadas. De qualquer forma, num momento de queda da taxa de juros como este, acreditamos que não faltarão oportunidades de sintetizar ótimos riscos de crédito a taxas bastante atraentes e nos mantemos atentos às negociações no mercado secundário com o intuito de capturá-las.

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