

VALORA
INVESTIMENTOS

CARTA
MENSAL

JANEIRO
2021





2021: um outro começo

Janeiro foi um mês agitado, com muitas definições importantes no cenário externo e interno. Nos EUA o presidente Biden foi finalmente empossado, acabando com qualquer possibilidade de confusão na sucessão e diminuindo o risco de uma judicialização da eleição. Porém o que realmente foi surpreendente este mês, foi a vitória democrata no senado no Estado da Georgia, conferindo assim ao partido a presidência, maioria no senado e maioria na câmara. Isto terá um forte efeito na economia. Com o caminho livre para os democratas aprovarem tudo o que quiserem, espera-se que continuem os pacotes de ajuda, e de forma bem mais generosa do que no caso de agora oposição republicana ter força para barrar. O resultado deverá ser um novo aumento da liquidez do mundo e no endividamento do tesouro americano.

Em relação à pandemia a grande notícia é o início da vacinação em massa. É fato que apenas dois países estão se destacando neste processo: os EUA que já vacinaram mais de 22 milhões de pessoas, e Israel que já vacinou mais de 50% da população. Lembrando que a população total de Israel é de aproximadamente metade da população da região metropolitana de São Paulo. Portanto não serve de comparação com um país continental como o Brasil.

Por aqui claramente o Estado de São Paulo largou na frente. Já nos primeiros dias do ano, o governo do Estado recebeu a autorização da Anvisa para uso emergencial da vacina Coronavac e começou a vacinação dos idosos e profissionais de saúde. Apesar das incertezas e dificuldades do processo, a nossa percepção é positiva, e com a chegada dos insumos vindos de outros países o instituto Butantan poderá acelerar a fabricação das vacinas, e assim atingirmos a tão sonhada imunidade de rebanho. Com isto, a volta definitiva da economia, através de uma retomada estrutural embasada em crescimento do consumo e utilização de serviços, e consequentemente um aumento da receita das empresas, e não apenas uma bolha creditícia fomentada pelo governo.

No campo político, a eleição para presidência da câmara e senado, que vinha travando a pauta havia dois meses foi finalmente concluída. O candidato do governo ganhou com larga margem, quase a quantidade de votos necessários para aprovar reformas estruturais, as PECs (projeto de emenda constitucional). O governo apostou pesado nesta vitória, espera-se agora um congresso alinhado na aprovação das reformas e das pautas alinhadas com a presidência da república. Outro ponto importante é que esta eleição afasta com alta probabilidade a chance de acatarem um pedido de impeachment do presidente, reduzindo as incertezas e consequentemente a volatilidade no mercado.

Na economia, como esperado pelo mercado, o COPOM (comitê de política monetária), manteve a SELIC em 2% e retirou o *forward guidance*, que era uma espécie de compromisso com juros baixos. Isso era esperado pois o Brasil está convivendo com um juro real spot de -2%, o que está absolutamente fora da realidade do nosso País. Esta taxa de juros real negativa traz inúmeras consequências, como dificultar a rolagem da dívida pública, fazendo com que o governo precise sempre estar diminuindo o prazo das novas emissões. Dificulta também o investimento externo no país, e dá margem para o crescimento da inflação.



Diante de tantos eventos importantes acontecendo, o mês foi agitado. O Ibovespa rentabilizou -3,32%, fechando o mês em 115 mil pontos. O dólar teve alta de 5,37%, fechando em R\$ 5,74. E as taxas de juros de pequeno, médio e longo prazo aumentaram seus spreads de forma robusta. A curva de 10 anos aumentou 60 bps, saindo de 7,2% para 7,8%. Mais uma consequência da visão de que no longo prazo as taxas de juros irão subir. Portanto o kit Brasil se deteriorou de forma geral. Porém é de se esperar que com o endereçamento das questões de curto prazo citadas o cenário melhore.

No crédito houve um fechamento nas taxas dos ativos mas já não da intensidade dos meses anteriores, mostrando que se já não chegamos ao final do ciclo de fechamento de taxas, estamos bastante próximos. Portanto os fundos estão rodando bem próximos às suas taxas de carregamento.

O futuro está bastante promissor para o investidor em crédito privado. Os emissores que precisaram captar no segundo semestre de 2020 até agora acabaram pagando altas taxas. Dentro deste contexto, conseguimos alocar bem o caixa dos Fundos em ativos com taxas como CDI + 5% a.a. e IPCA + 7% a.a. Isso nos garante um bom prêmio mesmo com esta esperada alta na SELIC. Se chegarmos ao final do ano com a SELIC em 4% a.a., como sugere o boletim FOCUS, teremos uma carteira rentabilizando aproximadamente 9% a.a. Para os níveis de volatilidade e risco dos produtos é um excelente retorno e agrega bastante na composição do portfólio do cliente.



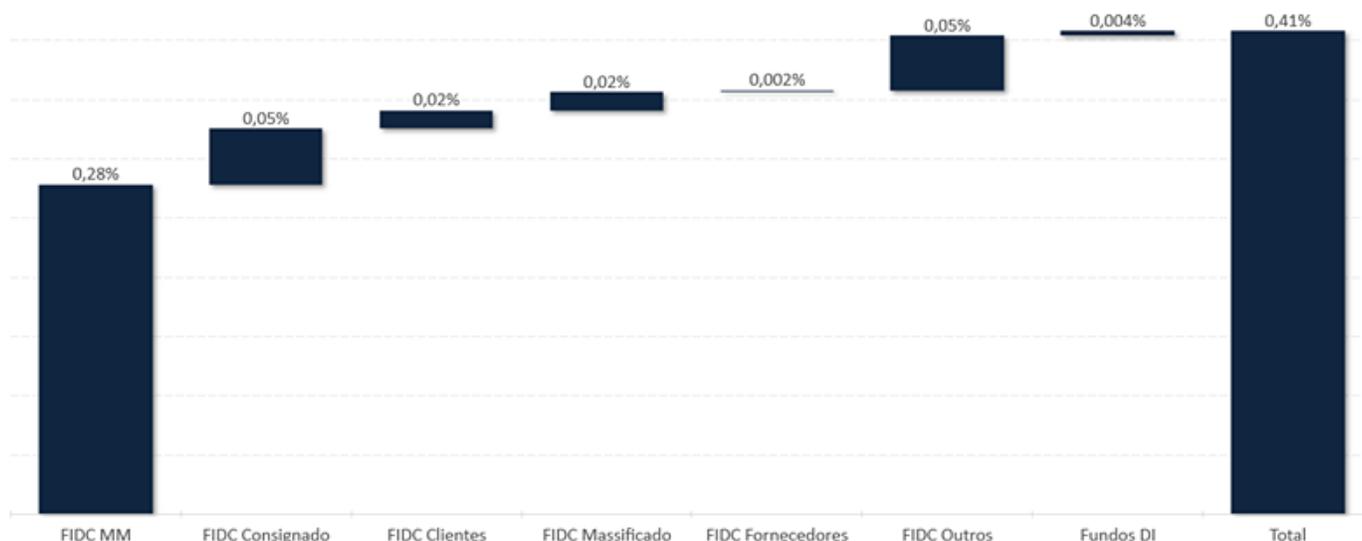
Valora Guardian

Mensalmente o fundo vem melhorando sua entrega de resultado, janeiro não foi diferente. O Valora Guardian I rendeu 0,32%, ou 214,16% do CDI, ou CDI + 2% anualizado. O Valora Guardian II rendeu 0,3%, ou 197% do CDI, ou CDI + 1,7% anualizado. Em nossos estudos, até abril as cotas que hoje estão abaixo do carregamento esperado do fundo, ou seja, as que estão abaixo da média de rentabilidade do fundo, irão representar menos de 10% do portfólio. Portanto, este número que já foi de 40% está caminhando para zerar. Os valores que estamos recebendo de volta das amortizações destes ativos tem sido investido apenas em ativos com rentabilidade acima de CDI + 5% a.a., chegando a CDI + 8% a.a. ou IPCA + 8,5% a.a. Desta forma enxergamos que a melhora mensal no carregamento do fundo deve continuar minimamente pelo primeiro semestre deste ano.

Muitas empresas tomaram crédito mais barato, subsidiado durante a pandemia. O efeito positivo é que elas conseguiram honrar seus compromissos, e substituir um pouco a queda da receita por esta tomada de capital de giro mais barata. Porém, as parcelas destes empréstimos começaram a vencer, fazendo que elas precisem se refinar. Em janeiro, percebemos uma procura grande dos FIDCs por capital. O que nos deixa mais confortáveis para negociar boas taxas para os nossos investidores.

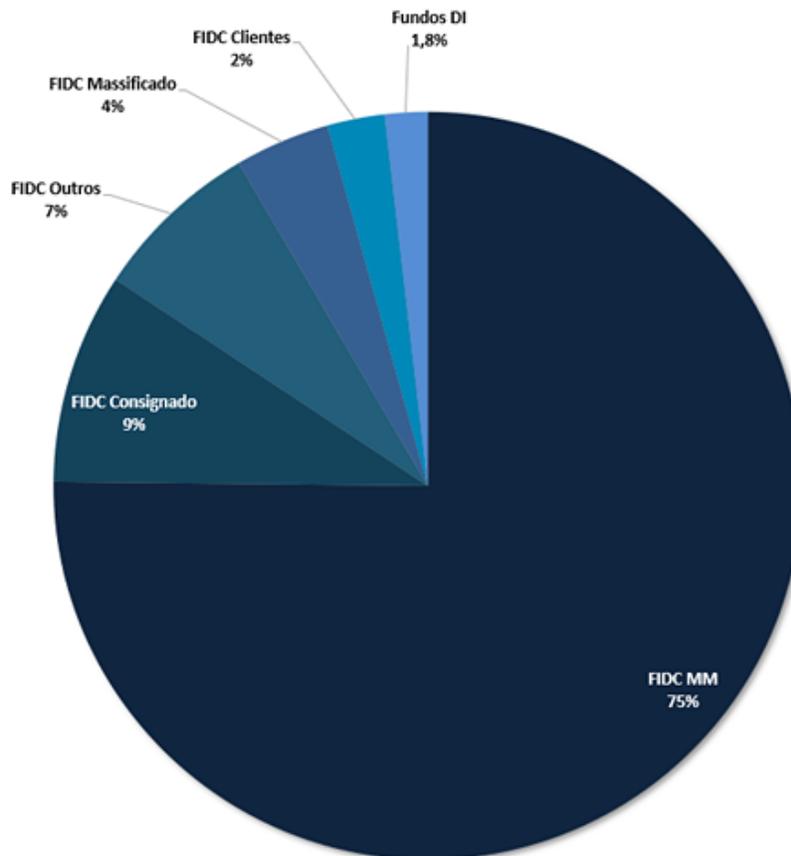
Com relação à rentabilidade, os FIDCs Multicedentes/sacados continuam a serem responsáveis pela maioria do retorno da carteira, o que é esperado dada a maior representatividade na mesma. Ao mesmo tempo, nossas alocações estão migrando para os FIDCs corporativos, por possuírem mais prêmio.

Outrossim, a relação entre os ativos do mercado (FIDCs multi-cedentes-sacados e corporativos) não é estática, respondendo à demanda e oferta por dinheiro. O reaquecimento da economia e deste *Middle Market* que compõe majoritariamente a carteira dos FIDCs, somado também à baixa taxa de cessão que faz com que uma maior alavancagem do FIDC seja necessária para eficiência da rentabilidade da cota subordinada, têm aumentado bastante a necessidade de dinheiro por parte das Consultoras de Crédito. Naturalmente estão oferecendo maiores taxas para captar dinheiro. Como resultado disso, neste mês alocamos em mais alguns FIDCs Multicedentes/sacados com razões de risco/retorno extremamente favoráveis ao investidor..

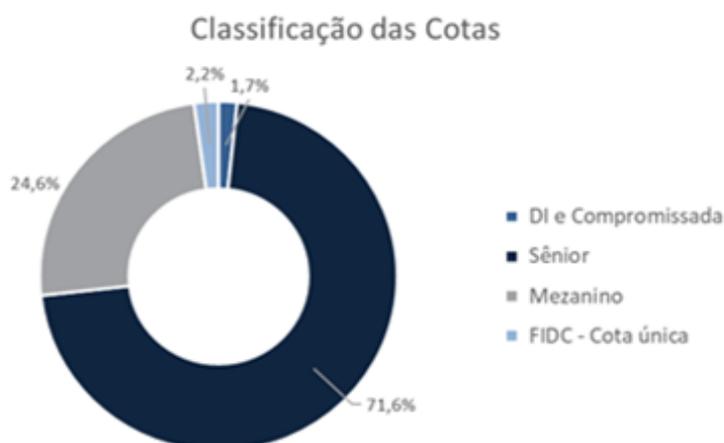




A composição da carteira atual se encontra da forma do gráfico abaixo:

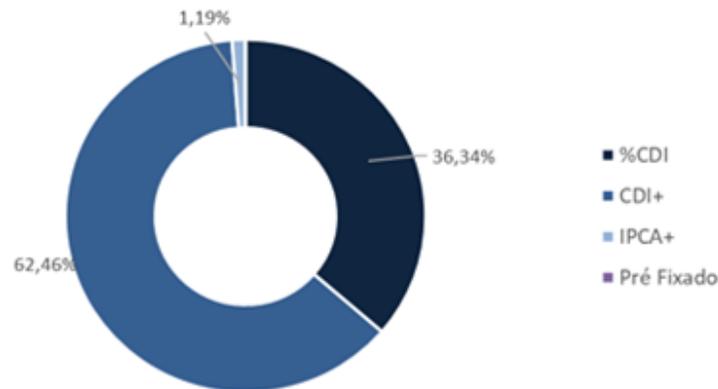


Nos gráficos abaixo, conseguimos demonstrar melhor como estão subdivididos os FIDCs da carteira. Mais de 70% está alocado em cotas seniores. Isto gera ainda mais proteção para os nossos cotistas, sendo que atualmente a subordinação média dos fundos está em 60%. Ou seja, para que 70% de nossos investimentos sofram qualquer perda, é necessária uma perda média de 60% do PL dos fundos.





Distribuição por Indexador

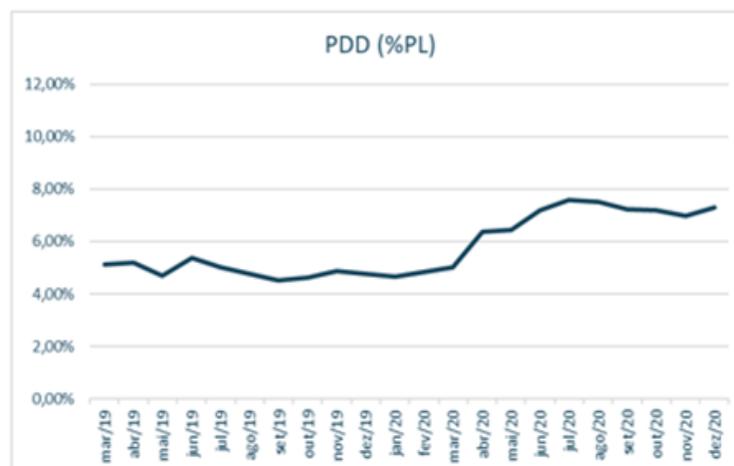
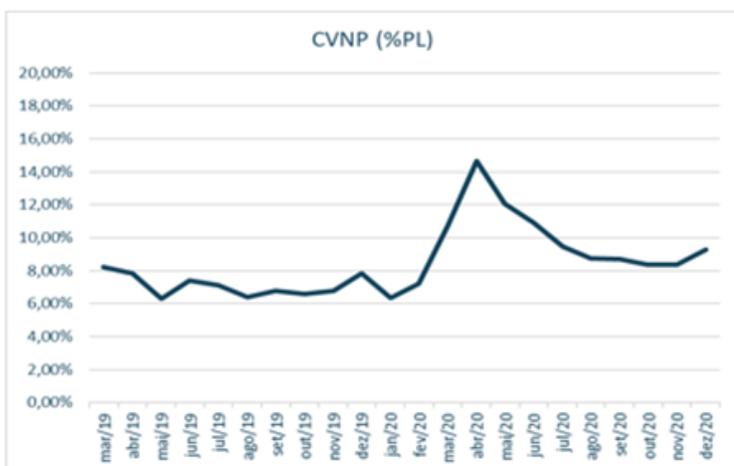
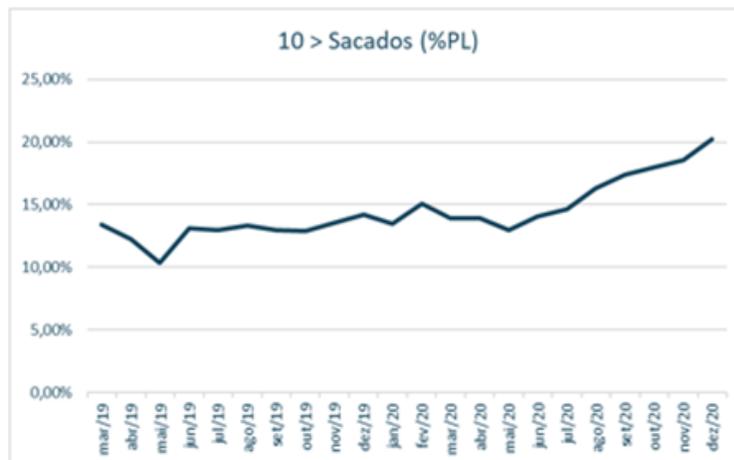
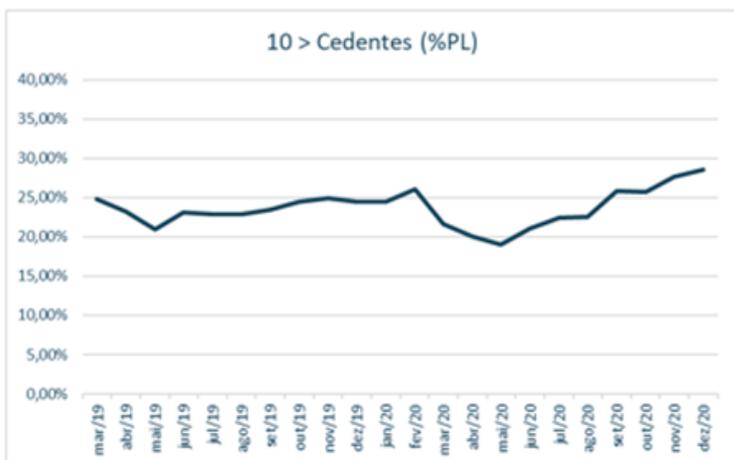
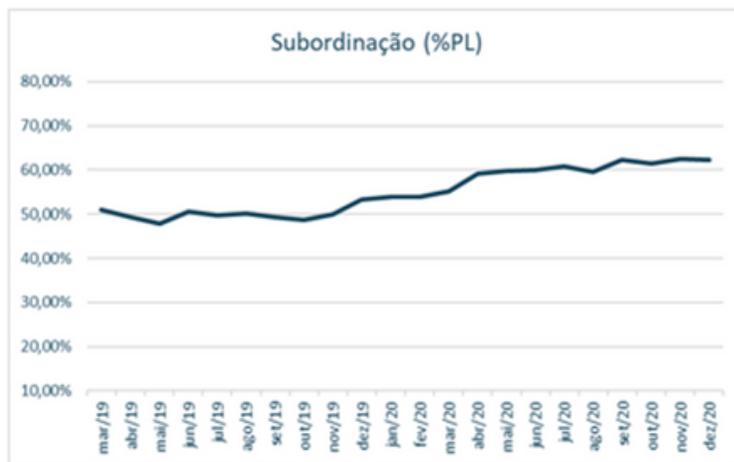


Hoje nossa carteira esta 62% alocada em “CDI +”. Esta proteção nos ajudou bastante para que mesmo com a queda do CDI, boa parte da carteira não perdesse sua rentabilidade, mantendo seu retorno absoluto e aumentando o prêmio sobre o CDI. Agora com uma expectativa de aumento da SELIC, temos 36% da carteira alocada em percentual do CDI. E alocações em “CDI +” com grande spread, de forma que a parcela fixa da remuneração nos garante um bom prêmio percentual sobre o CDI, mesmo que o mesmo aumente. Vale ressaltar que o retorno total absoluto, que é o que realmente importa, pois é o que vai parar no bolso do investidor só aumenta com a subida do CDI.

Em janeiro retomamos nossas visitas presenciais. Mesmo que tenhamos ficado bastante próximos de todos os FIDCs durante a crise por meio de ligações e tele conferências, entendemos que nada substitui a visita in loco para verificarmos a operação. Além disso, nestas visitas vemos como está o humor na empresa, debatemos algumas operações específicas e negociamos melhores formatos de prazo e remuneração das cotas para nossos investidores.

A carteira continua com um comportamento bastante positivo. Com alta subordinação, e o volume operado (VOP) voltou, e agora está superando os patamares pré crise. Algumas consultoras preferiram trabalhar mais concentrados em clientes que possuem mais afinidade e histórico junto a elas e, desta forma, vimos um pequeno aumento nas concentrações. Isto não nos preocupa, pois apesar de aumentar um pouco a concentração, não chega nem perto da subordinação dos fundos. E também, se houve uma concentração em determinados cedentes é porque o consultor entende que ali está a melhor operação e onde ele sabe navegar melhor.

O crédito vencido e não pago (CVNP) caiu bastante e estabilizou-se. E este aumento do CVNP, elevou de 4,5% para 6,5% as PDDs. A rápida regra para que um crédito entre em PDD é mais uma vantagem deste tipo de produto. Em 45 dias todo o crédito vencido já foi para PDD e afetou negativamente a cota subordinada. Mesmo com isso acontecendo, a média da rentabilidade das cotas subordinadas em nenhum momento foi negativa. Normalmente, as negociações de recuperação de PDD duram mais de 45 dias e muitas delas têm desfecho positivo para o pagamento da dívida. Portanto é esperado que após negociações e recebimentos parte desta PDD seja revertida e assim haja impacto positivo na cota subordinada junior ao longo dos próximos meses.



A estratégia Guardian tem pouca exposição macroeconômica. O que faz com que seja uma ótima opção em tempos com grandes oscilações como agora. A volatilidade anualizada do fundo ficou em 0,25% em um mês conturbado como o de janeiro. Portanto consideramos o fundo uma das melhores opções de crédito privado para composição de carteira.



Valora Absolute

No mês de janeiro o Fundo obteve um retorno de 303,72% do CDI, representando uma rentabilidade nominal de 0,45% (CDI+3,7%a.a.). Como ocorrido nos meses anteriores, o fundo apresentou um retorno acima de sua meta, mais uma vez (e ainda) se apoiando no forte fechamento dos spreads das debêntures que foram adquiridas no bom momento da crise de abril e maio de 2020. Apesar da captação líquida da indústria de crédito privado ter andado de lado ao longo do último trimestre, temos observado um fluxo representativo na ponta compradora no mercado secundário. Esse movimento tem sido essencial para o fechamento dos papéis.

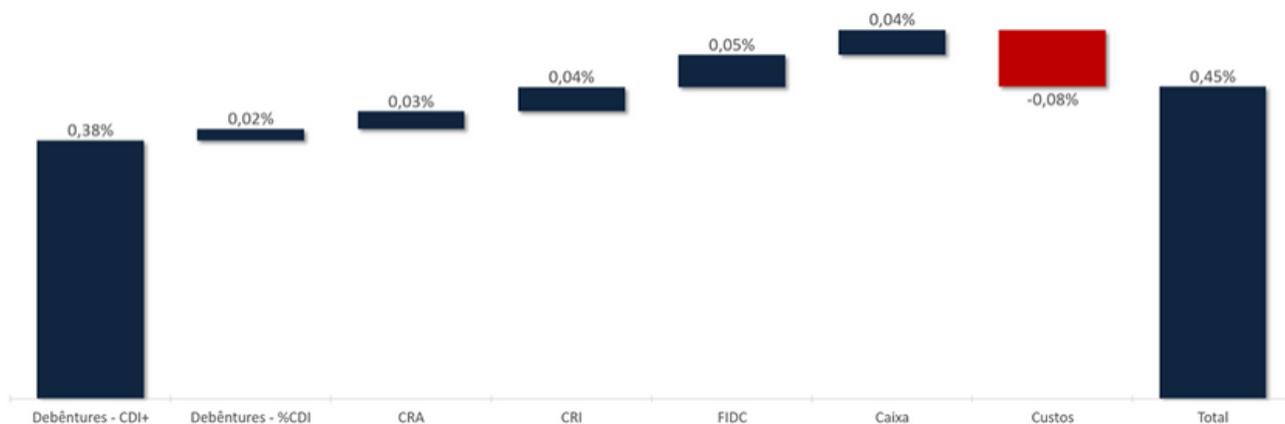
Não obstante a isso, ainda temos visto um mercado primário bem desaquecido, com pouquíssimas emissões no âmbito 476. As grandes empresas, principalmente as classificadas como high grade, estão operando a níveis de receita e EBITDA similares aos patamares pré-covid, o que diminui sua necessidade de capital. Por outro lado, como essas companhias tomaram muitas linhas de crédito de curto prazo no início da crise, é provável que haja uma necessidade grande de rolagem de dívida nos próximos meses. Dito isso, esperamos um mercado primário um pouco mais ativo nos meses de março e abril.

Ademais, como mencionado anteriormente, tivemos a retirada do forward guidance sobre a decisão do Banco Central a respeito do aumento da taxa de juros. Essa dinâmica pode indicar uma antecipação de um possível aumento na SELIC no curto prazo. Se confirmado, esse movimento tende a trazer um apelo maior para a indústria de fundos de crédito privado e, conseqüentemente, para os ativos de renda fixa (Debêntures, CRIs, CRAs e etc.). No nosso portfólio, os papéis que obtiveram melhor desempenho no mês foram: JSMLB3 (1.752% do CDI), CRI Gafisa (1700% do CDI) e DIRR16 (1135% do CDI). Em contrapartida, os ativos DASAB0 (-27% do CDI), UNDAC1 (5,8% do CDI) e IGTA17 (16% do CDI) foram os piores desempenhos.

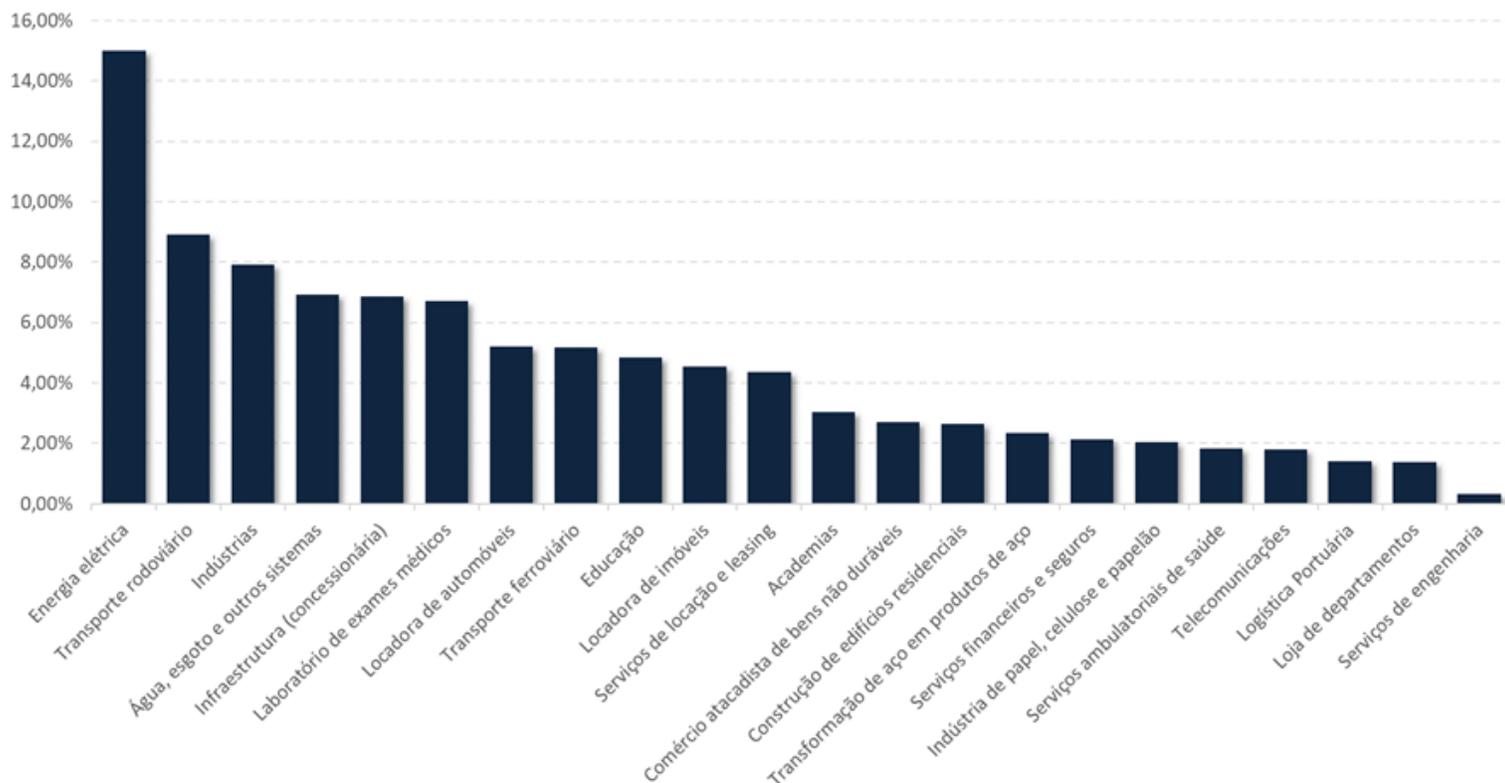
A carteira encerrou novembro alocada 57,5% em debêntures; 14,4% em CRAs/CRIs/FIDCs e 28,1% em títulos públicos/fundos DI.

	%PL	%CDI	Attribution
Título Público	0,1%	123,7%	0,00%
Fundo DI	28,1%	96,3%	0,04%
Debênture	57,5%	426,3%	0,39%
Debênture - CDI+	50,3%	467,9%	0,38%
Debênture - %CDI	7,2%	134,1%	0,02%
Debênture - IPCA+	0,0%	0,0%	0,00%
FIDC	6,9%	374,3%	0,05%
CRA	5,2%	333,2%	0,03%
CRI	2,3%	821,9%	0,04%
Futuro	-	-	
Custos	-	-	-0,08%
Resultado			0,45%

VALORA ABSOLUTE

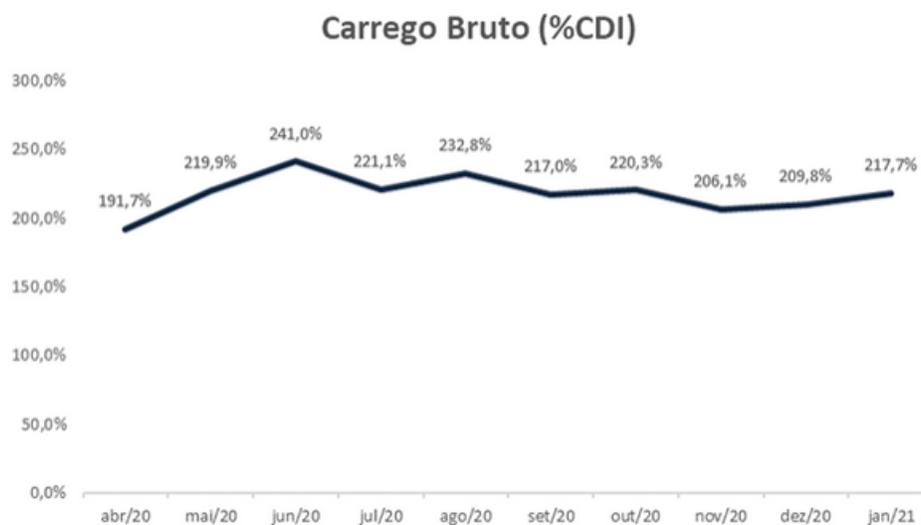


Ao longo do mês, não participamos de nenhum bookbuilding. Como mencionado anteriormente, o mercado de emissões primárias no âmbito das debêntures 476 ainda está relativamente desaquecido. Dito isso, também temos sido cada vez mais seletivos na compra de ativos no mercado secundário, priorizando operações estruturadas e com mais yield.





Continuamos com nossa estratégia de diminuir a duration do nosso book de debêntures em CDI+. Acreditamos que alguns papéis, principalmente as debêntures longas das empresas com rating AAA, já chegaram a um nível "saudável" de fechamento de spread. Temos aproveitado algumas oportunidades no mercado secundário, vendendo esses papéis mais amassados e reciclando o portfólio com ativos mais curtos e com prêmios atrativos.



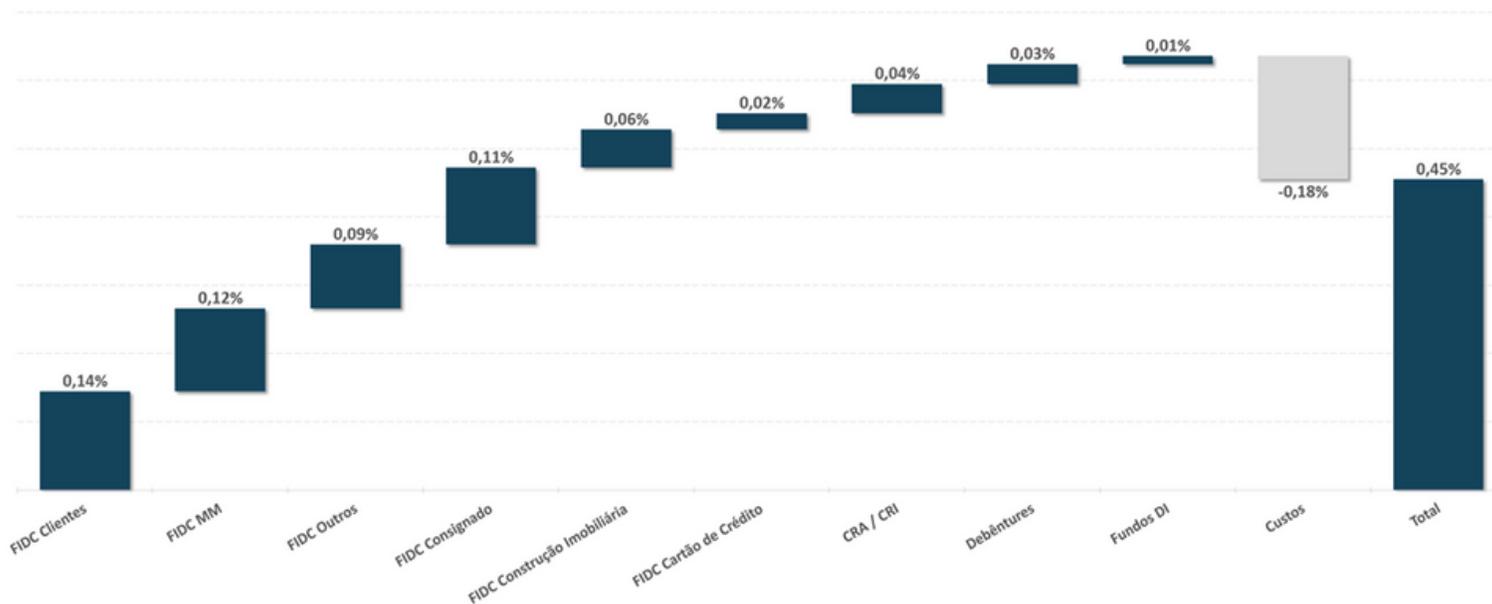


Valora Horizon

Janeiro abriu o ano de maneira promissora para o Horizon, que obteve um retorno de 0,45% no mês (300,8% do CDI ou CDI + 3,6% anualizado). Apesar da lentidão do mercado, habitual do mês de janeiro, conseguimos avançar consideravelmente em direção aos objetivos que estabelecemos para este início de ano.

Uma das principais ações nesse sentido foi a redução das duas maiores concentrações da carteira em 20% e 52%, respectivamente, além dos investimentos em produtos novos a partir dos recursos gerados. Assim, otimizamos a robusta liquidez com que encerramos o mês passado e diversificamos o portfólio do fundo.

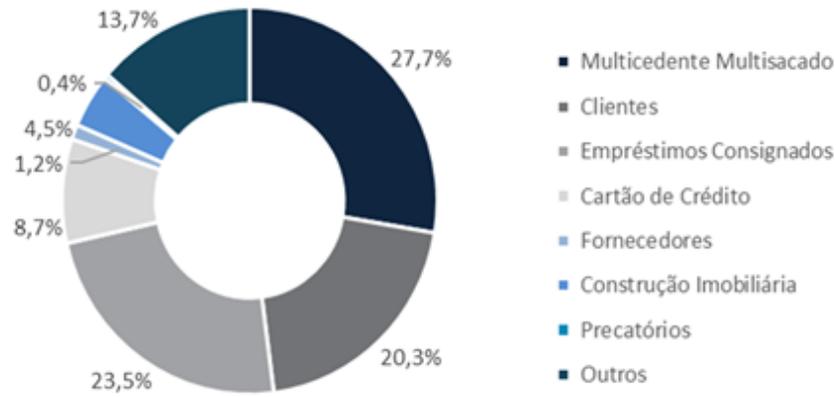
Alguns dos destaques entre os novos produtos foram as cotas mezanino de um FIDC de empresa de meios de pagamento, que têm uma meta de remuneração de CDI + 7%a.a., e as cotas subordinadas de um FIDC de empréstimos consignados, estruturado pela própria Valora.



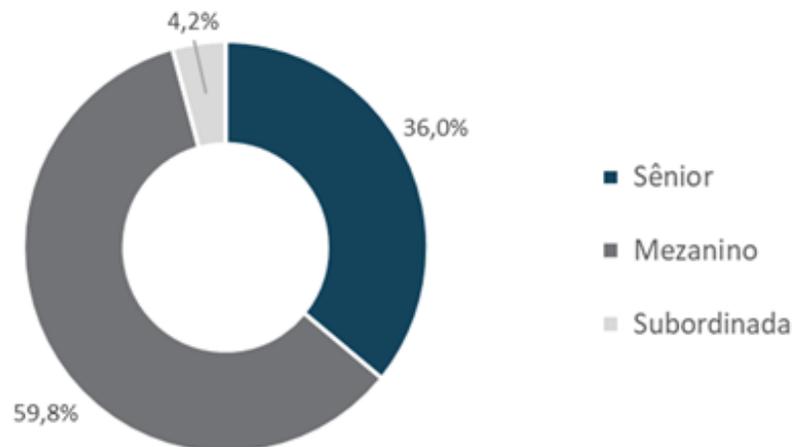
Para as próximas semanas, ainda temos no pipeline operações que deverão contribuir significativamente para a elevação do carregamento do fundo: um FIDC de empresa geradora de energia elétrica e cotas seniores de um FIDC de financiamento à construção imobiliária, também proprietário, cujo *benchmark* é de IPCA + 8%a.a. Por fim, o fundo fechou o ano com seu patrimônio distribuído da seguinte forma: 3,9% em fundos DI; 4,5% em CRIs; 1,9% em CRAs, 4,6% em debêntures e 85,1% em FIDCs, sendo 4,0% classificados como não-padronizados.



Carteira de FIDCs por modalidade



Carteira de FIDCs por classe de cota



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 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
www.valorainvest.com.br
Telefone: +55 11 3016-0907
Contato: ri@valorainvest.com.br