

# VALORA

INVESTIMENTOS

CARTA  
MENSAL

MAIO  
2021





Uma velha anedota que existe no mercado financeiro, diz que maio é sempre um mês ruim. Então o correto seria vender todos os ativos e nem olhar a tela no período. Contrariando a lenda, o mês foi bastante positivo para a economia, indo contra o ditado popular. Para que ocorresse este maio positivo, houve uma junção de fatores.

Primeiramente em relação à pandemia, que é o que vem ditando o ritmo do mundo ultimamente. Os EUA basicamente já vacinaram os adultos e estamos vendo a economia retomando, eventos grandes acontecendo, mostrando assim a eficiência da vacina em debelar o vírus, e o país virando vitrine para o mundo. No caso brasileiro a segunda onda arrefeceu, permitindo assim a reabertura do comércio. A esperança é que agora com a intensificação da vacinação, atinjamos um nível de pessoas vacinadas suficientemente grande para evitar uma terceira onda de contágio.

Indo para o campo da economia, as expectativas estão bastante otimistas para o PIB deste ano. Com certeza o fator estatístico importa, pois a base comparativa ano contra ano foi bem reprimida (queda do PIB de 4,1% em 2020). Mas é importantíssimo ressaltar o crescimento, pois reflete o fato de que podemos já ter atingido o “fundo do poço” e agora a economia está se recuperando. O PIB do primeiro trimestre cresceu 1,2% ante o primeiro trimestre de 2020, mostrando uma resiliência da atividade ao fim do auxílio emergencial e também aos meses de comércio fechado devido à segunda onda. O setor agropecuário tem contribuído sobremaneira neste crescimento. Espera-se que quando o setor de serviços e o varejo recompuserem a demanda represada, devemos sim ter surpresas ainda mais positivas.

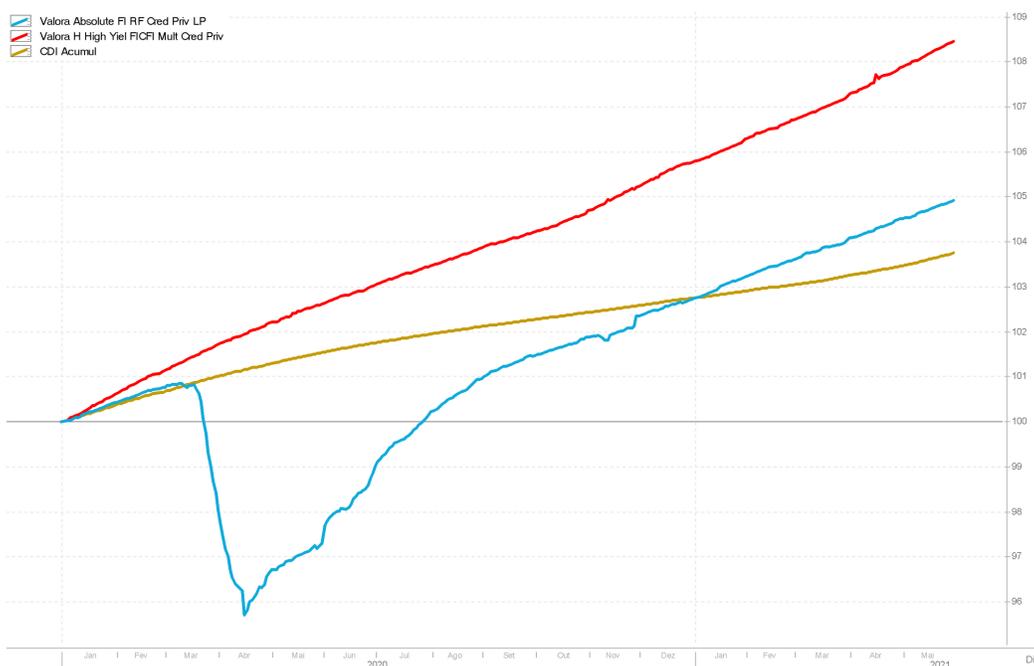
Este cenário levou a uma valorização do “kit Brasil”, ou seja, Ibovespa subindo, dólar caindo. O Ibovespa fechou o mês com alta de 6,16% aos 126.215 pontos, novo recorde histórico. O dólar teve queda de -3,17%, terminando o mês cotado a R\$ 5,23. Faltou apenas a inflação cair para o cenário perfeito, mas esta não deu trégua. O IGP-M mais uma vez veio bastante alto e variou 4,1% em maio. Enquanto isso, a variação do IPCA para maio foi de 0,71% baseada na expectativa média apurada pelo comitê macroeconômico da ANBIMA. Estes dados mensais levam a um IGP-M de 37% acumulado em 12 meses e 14% em 2021, números bem acima do IGP-M dos últimos anos. Enquanto o IPCA acumulado em 12 meses está em 7,9% e em 2021 em 3,1%. Levando em consideração o teto da meta de inflação em 5,25% a.a., é necessário que a inflação, medida pelo IPCA, dos próximos sete meses do ano seja inferior que a dos primeiros cinco meses. Uma tarefa nada fácil. O boletim Focus, que compila as expectativas do mercado financeiro para os indicadores econômicos já aponta para o IPCA acima do teto da meta com viés de alta.



Este ensaio de aquecimento da economia, somado a esta resiliente inflação fez com que a curva de juros subisse, aumentando o prêmio para o investidor. Esta exigência de mais prêmio por parte do mercado para investir em títulos públicos indica que caso o governo queira trazer a inflação mais para próximo do centro da meta será necessária a continuidade do ciclo de aumento de juros. No boletim Focus a expectativa é de uma SELIC de 5,75% ao final de 2021. Esta SELIC claramente não será suficiente para trazer a inflação para o centro da meta.

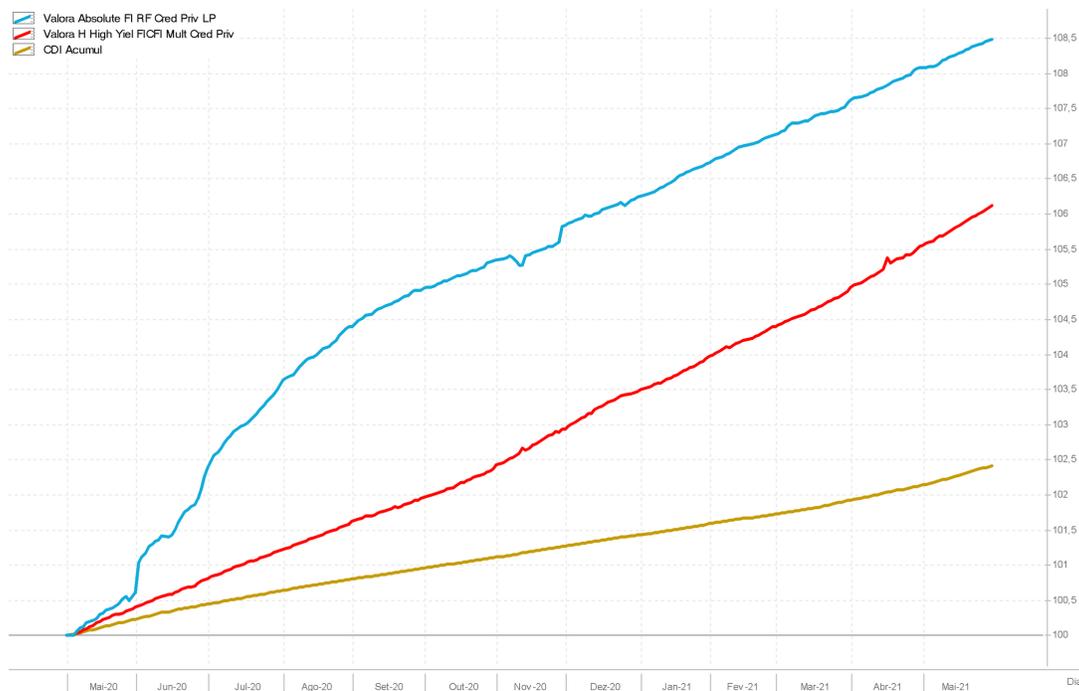
Com o Ibovespa renovando máximas históricas, um período reconhecidamente de alta volatilidade (eleições) próximo e o CDI subindo, forma-se uma conjuntura propícia para influxo financeiro na classe de renda fixa. De acordo com o consolidado de fundos da ANBIMA, no ano de 2021, o PL da classe renda fixa aumentou em R\$ 100 bilhões, e os fundos estruturados, que incluem FIDCs, FIPs e FIs aumentaram mais R\$ 80 bilhões. Portanto este fluxo já vem ocorrendo e espera-se uma aceleração do mesmo.

Estamos vendo este fluxo indo primeiro para os fundos mais líquidos. Estes fundos sofreram bastante em 2019 com a abertura das taxas das debêntures, sendo que o pior o momento de estresse deste mercado foi entre março e abril de 2020. Nesta época ativos de *rating* AAA chegaram a pagar entre 4% e 6% de prêmio acima do CDI. Uma situação claramente anômala. Com o fechamento natural destas taxas, para taxas condizentes com o risco de crédito dos ativos, estes fundos têm rentabilizado acima do esperado para sua liquidez e para os ativos que compõem sua carteira, causando uma distorção em relação à liquidez. Fundos com liquidez entre 1 e 15 dias rentabilizando melhor que fundos com liquidez entre 60 e 90 dias. Como estes fundos mais longos não sofreram tanto naquele período, também “se recuperaram menos”. Abaixo vemos isso graficamente:





Acima vemos dois fundos da Valora Investimentos a partir de janeiro de 2020 até agora. Em vermelho o Absolute, que possui prazo de resgate em 15 dias. Em azul o Horizon, que possui prazo de resgate em 180 dias. Em qualquer janela temporal iniciada anterior ao estresse causado pela pandemia, o Horizon rentabiliza melhor que o Absolute, como deve ser. Ele não sofreu com a pandemia e continuou aumentando marginalmente seu carregio. No gráfico abaixo vemos os mesmos fundo, porém o início do gráfico é após os meses críticos:



Neste gráfico fica clara a situação anômala retratada anteriormente. Após o ápice da crise, um fundo mais líquido está tendo uma rentabilidade melhor que um fundo com menor liquidez. Isto ocorre porque o fundo mais líquido chegou a render negativamente, e desde os meses negativos ele vem rentabilizando fortemente como uma forma de compensar a perda. O movimento beneficiou quem entrou no fundo após os meses críticos. Por isso o influxo de dinheiro está sendo primeiro para estes fundos.

Olhando para frente, vemos que este fechamento de taxa terminou, ou está bem próximo do seu fim, vide o primeiro gráfico. O fundo líquido já recuperou toda a perda do período e já esta performando acima do CDI. Desta forma, espera-se que com a normalização da rentabilidade dos fundos líquidos, os investidores de perfil de longo prazo passem a aplicar nos fundos de resgate mais longo para terem mais rentabilidade.



Esse influxo já tem reflexos nas taxas dos ativos líquidos. Atualmente debêntures com vencimento de no mínimo 5 anos, estão com um teto aproximado de CDI + 2% nas taxas. Como este é um fenômeno autorrealizável, ou seja, os fundos rendem bem, recebem aportes, aumenta a demanda pelos ativos, as emissões começam a sair com taxas menores (maior demanda que oferta por ativos). Torna-se ainda mais importante os ativos *high yield*, os ativos estruturados para, na composição das carteiras, manter a rentabilidade dos portfólios.

Nos ativos estruturados ainda conseguimos achar remunerações com prêmio de 5% a 8% acima do CDI ou até 7% acima do IPCA. Como faz parte do DNA da Valora trabalhar com crédito privado há mais de 10 anos, temos grande capacidade de originar, estruturar, fazer parte de *club deals*, reconhecer e analisar boas estruturas mesmo que menores que não chegam ao “mar aberto” da Faria Lima é um grande diferencial. Os distribuidores já estão acessando os investidores com FIDCs emitidos a CDI + 3% com demanda maior que oferta. Apesar de conhecermos e gostarmos da qualidade de crédito destes ativos, eles não entram no portfólio da Valora, visto que o custo de oportunidade do dinheiro para nós é bem superior. Portanto a rentabilidade auferida por nossos cotistas acaba sendo maior também.



O Valora Guardian rendeu 0,47% em maio, o equivalente a 177,3% do CDI, ou CDI + 2,3% a.a. O Valora Guardian II rendeu 0,44%, o equivalente a 166,6% do CDI, ou CDI + 1,95% a.a. O Valora Guardian é um bom exemplo da situação de mercado mencionada na parte anterior da carta. O fundo foi impactado negativamente pelo CDI baixo e pela dinâmica de retomada dos fundos líquidos mostrada anteriormente. Porém, se beneficia do aumento da taxa SELIC, da alocação em ativos de crédito estruturado com altas taxas e da baixa volatilidade. Com estas características é uma estratégia que a captação está voltando a pegar tração

Os pilares da estratégia são: baixa volatilidade, baixo risco de crédito e prêmio acima do CDI. Atualmente quase 67% da nossa carteira está alocada em cotas seniores de FIDCs. Estas cotas estão protegidas (perdem dinheiro depois) pelas cotas subordinadas mezanino e pelas cotas subordinadas juniores que também estão presentes na estrutura destes Fundos. Ou seja, é necessária a perda de todo o PL das cotas subordinadas juniores e mezanino para afetar a cota sênior.

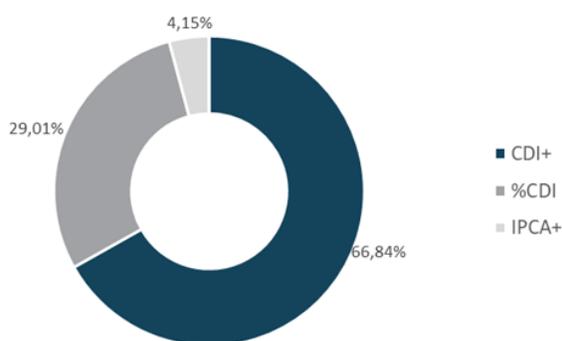
Quase a totalidade da carteira (95%) está vinculada ao CDI, seja em “%CDI” ou “CDI +”. Em ambos os casos o aumento do CDI gera um aumento de rentabilidade absoluta dos ativos. Portanto, estamos em uma posição privilegiada para a escalada da taxa SELIC que vem ocorrendo.

Como podem ver nossa exposição ao IPCA é bem baixa. Isto ocorre por uma estratégia de minimização da volatilidade. Dada a natureza de divulgação do índice, ele

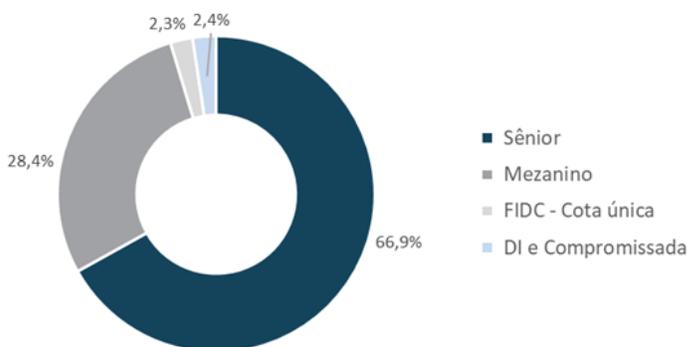
acaba agregando volatilidade à carteira. Quando investimos em IPCA exigimos um prêmio (cupom) suficientemente grande para evitar os malefícios desta volatilidade.

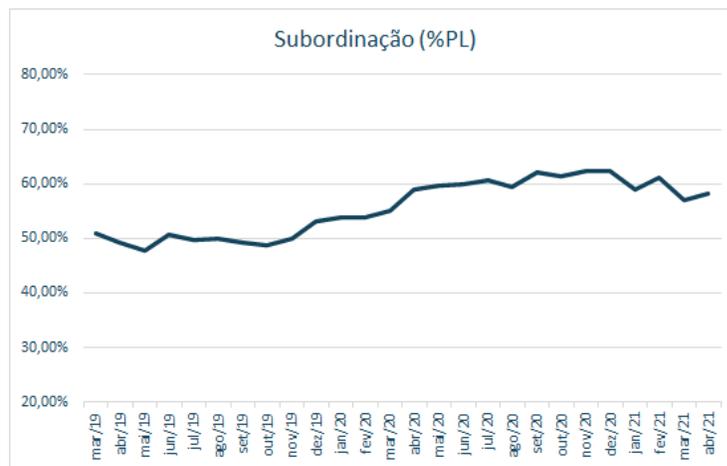
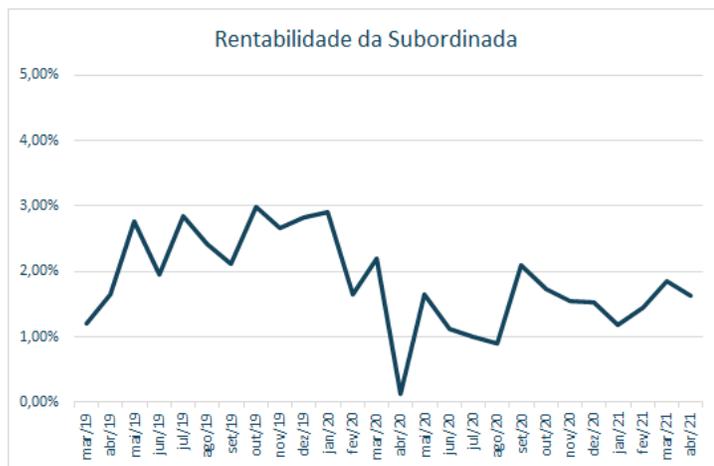
Outra característica que assegura o baixo risco de nossa carteira é a elevada subordinação que trabalhamos. Nossa carteira agregada está com, na média, aproximadamente 60% de subordinação sênior. Isso traz bastante conforto para o investidor, mas um grande desafio para as consultoras de crédito dos FIDCs, que são as responsáveis pelo fornecimento de ativos para estes fundos. A alavancagem (relação capital próprio vs capital de terceiros) ótima é bem importante para uma boa rentabilidade da cota subordinada junior, que normalmente pertencem a estes consultores. A conta é cruel: o que é bom para o investidor (maior subordinação) custa caro para o consultor de crédito (menor alavancagem). No equilíbrio destas contas está o ponto ótimo da estrutura. Nos gráficos abaixo podemos ver o comportamento da subordinação e da rentabilidade média da cota subordinada da carteira agregada do Fundo:

Distribuição por Indexador

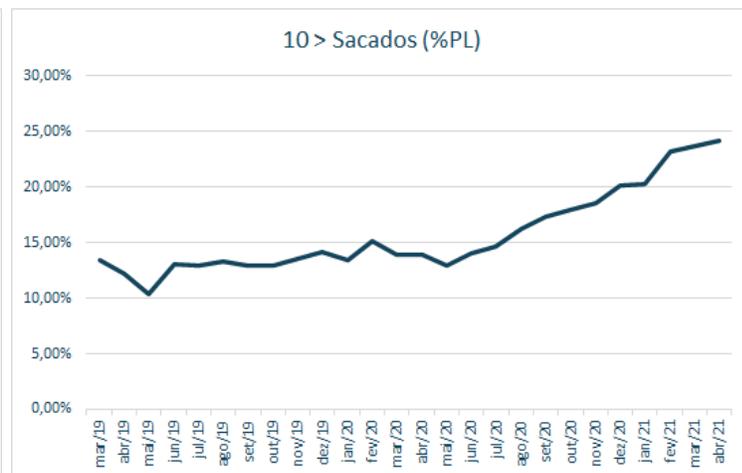
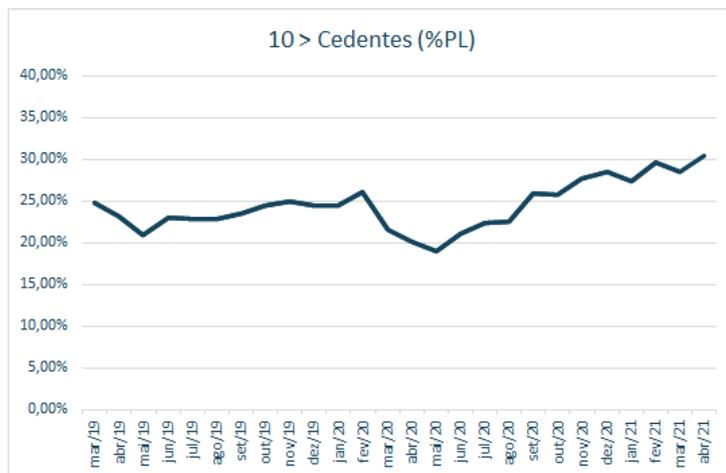


Classificação das Cotas

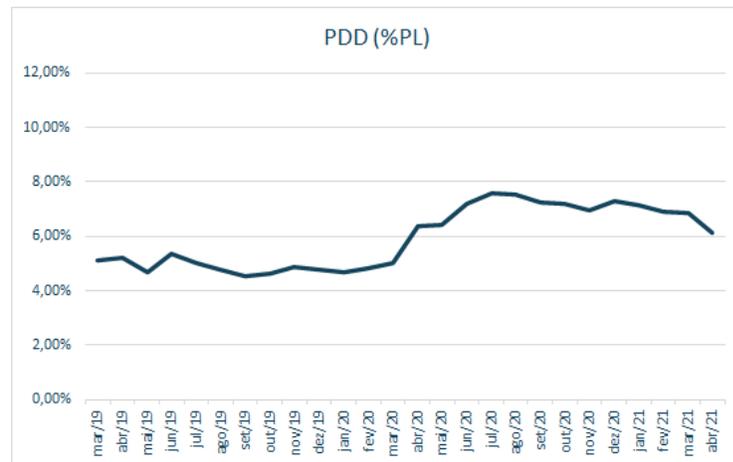
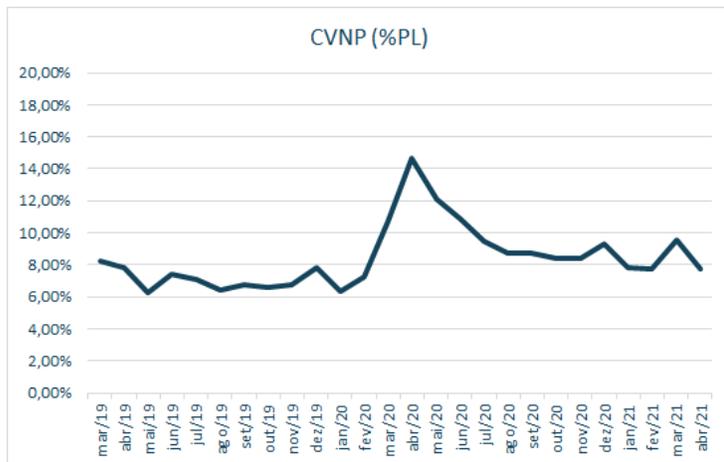




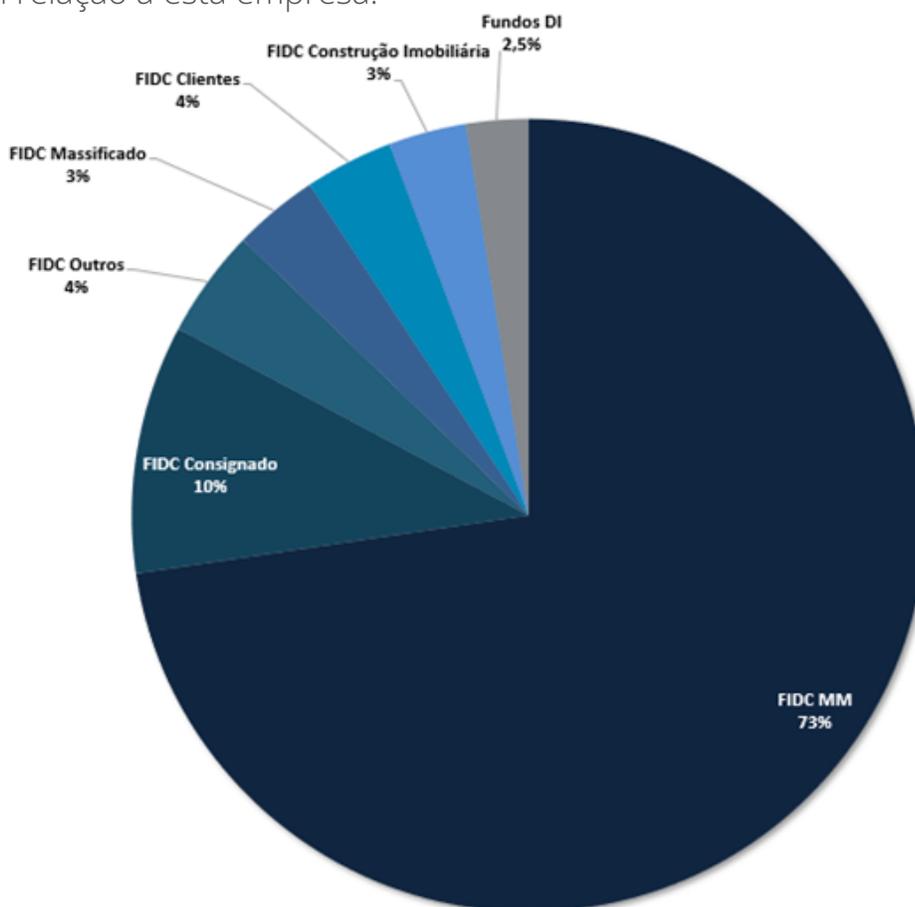
Nos últimos meses verificamos uma maior concentração da carteira, tanto em relação à cedentes quanto em relação à sacados. Porém nada que seja preocupante, dada a subordinação mostrada acima. Precitaria haver uma perda do dobro dos dez maiores cedentes para atingir as cotas seniores.



Esta maior concentração tem consequências antagônicas. A primeira, positiva, em tempos de crise os doadores de dinheiro passam a operar mais com quem têm mais histórico, com quem ele tem melhor relacionamento, e setores que sofreram menos durante a crise. Porém se mesmo com estes mitigadores o cedente der problema de atraso/default, o impacto na carteira obviamente é maior (lado negativo, por redução de pulverização). Ainda assim, a evidência empírica dos últimos 14 meses mostra que as estratégias adotadas pelas consultoras, que controlam os FIDCS, têm tido resultados positivos frente à uma crise sem precedentes. Nos gráficos abaixo vemos o comportamento do crédito vencido e não pago e da PDD da carteira:

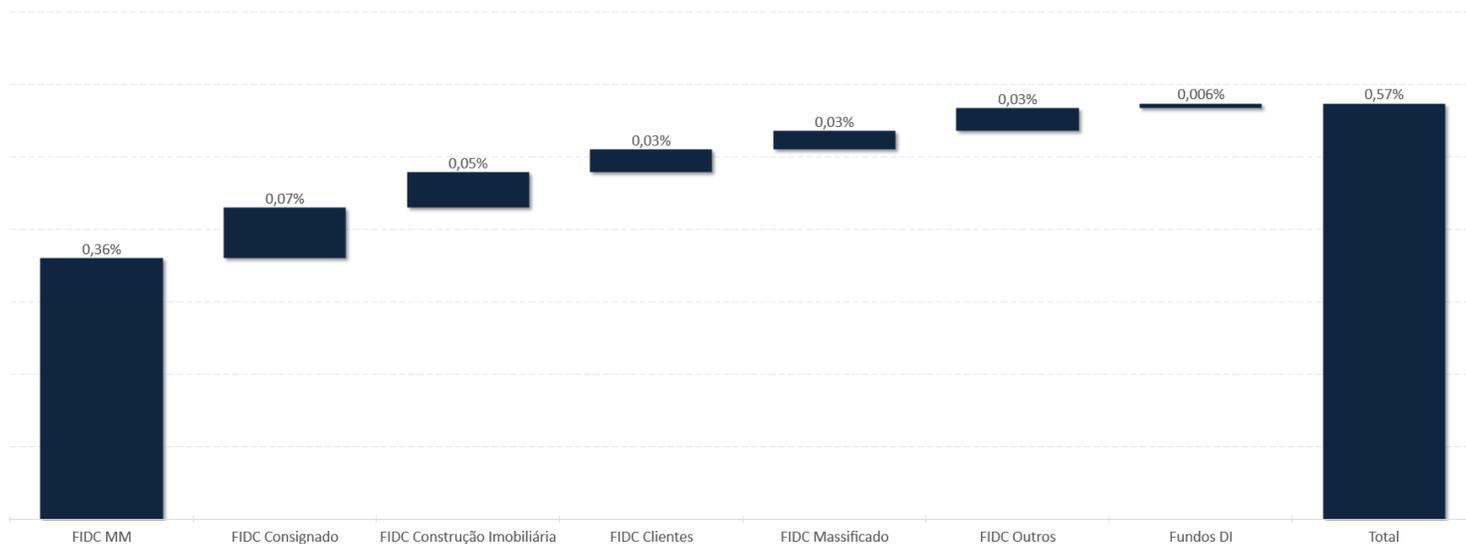


Atualmente 73% da nossa carteira está alocada em FIDCs multicedentes/sacados. O nosso longo relacionamento com as consultoras, que são as responsáveis por este tipo de produto, nos traz melhores oportunidades nesta classe de ativos do que para o mercado em geral. Temos uma capacidade analítica bastante refinada, e também uma capacidade de analisar a nossa base de fundos investidos de forma agregada, antecipando tendências e movimentos neste mercado. Por exemplo: digamos que uma empresa está aumentando seu endividamento em diversos FIDCs separadamente. Cada consultora individualmente não consegue ver o todo e pode conceder mais crédito a esta empresa. Nós conseguimos ver este aumento de endividamento agregado e acender uma luz de alerta em relação a esta empresa.





Abaixo vemos que a maior contribuição no resultado do fundo veio dos multicedentes/sacados, como era de se esperar. Logo em seguida vêm os FIDCs consignados. Gostamos do modelo pulverizado e da qualidade de crédito dos FIDCs consignados do mercado. Estes FIDCs já se provaram no mercado, um indicativo são fundos indo para a 10ª emissão por exemplo, mostrando que a operação é boa e funciona.



O que esperar para os próximos meses: o fechamento das taxas nas operações de crédito mais líquidas deve continuar, e o trabalho da gestão vai estar concentrado em encontrar alternativas que permitam suportar a rentabilidade alvo do Fundo (CDI+3,5% a.a) com a mesma baixa volatilidade e risco de crédito controlado que estamos acostumados a trabalhar. O mercado para estes ativos deve ficar mais concorrido, mas nada com que já não estejamos acostumados nestes mais de dez anos de vida do produto.



No mês de maio o fundo obteve um retorno de 138,6% do CDI, representando uma rentabilidade nominal de 0,37% (CDI+1,2%a.a.). Desta vez, como projetado nas cartas anteriores, tivemos uma rentabilidade muito aderente ao carregamento do fundo, uma vez que o *book* de debêntures se comportou de forma bem mais estável no que tange o fechamento de *spread* dos ativos. Ademais, tivemos aportes relevantes dentro da estrutura no final do mês de abril, o que ocasionou em um hiato relacionado ao prazo de alocação desses recursos adicionais. Finalizamos esse processo “realocação” no final da segunda semana do mês de maio e, hoje, o fundo já se encontra perto de sua alocação ótima.

Quanto ao mercado de renda fixa, temos observado uma migração relevante de fluxo para essa classe de ativos. Apenas em maio, de acordo com os dados da ANBIMA, tivemos uma captação líquida de R\$ 24,8 bilhões para esta classe de fundos. Esse movimento, causado principalmente pela perspectiva de aumento de juros real de curto prazo, tem sido o principal indutor de demanda por ativos de crédito privado (tanto no mercado primário quanto no mercado secundário).

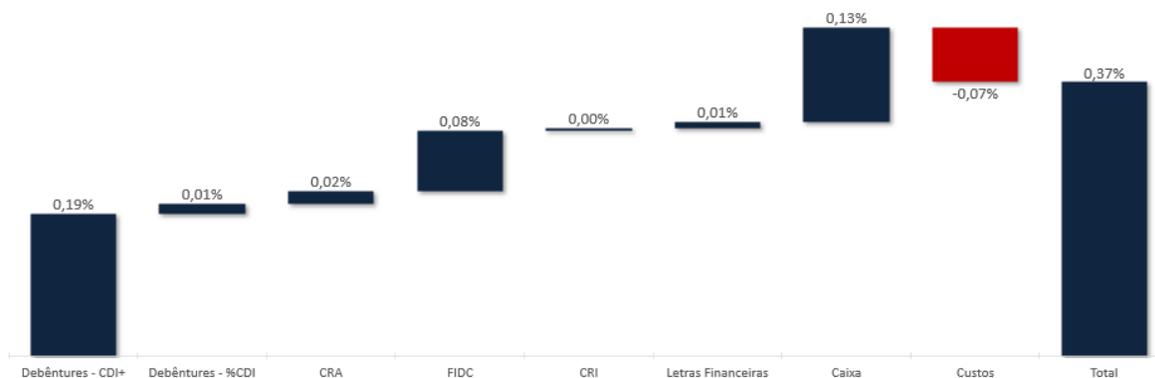
Sob essa dinâmica de mercado, além de atuarmos de forma bastante ativa no mercado secundário ao longo do mês, participamos e fomos alocados em três *bookbuildings* nesse período. Adquirimos as debêntures de Cyrela, C&A e Via Varejo. Importante ressaltar que, após os recentes aumentos de patrimônio da indústria, as empresas têm tentado aproveitar essa janela mais aquecida de demanda para reestruturar e alongar suas dívidas através de ofertas primárias, e este excesso de demanda está pressionando os cupons para baixo.

Quanto ao nosso portfólio, os papéis que obtiveram melhor desempenho no mês foram: CRI Helbor (801% do CDI), CRI Gafisa (643% do CDI) e FIDC Saneago (487% do CDI). Em contrapartida, os ativos VAMO12 (37% do CDI), ALGA16 (66% do CDI) e DASAA4 (80% do CDI) foram os piores desempenhos.

A carteira encerrou maio alocada 49,2% em debêntures; 14,0% em CRAs/CRIs/FIDCs; 2,3% em Letras Financeiras e 34,5% em títulos públicos/fundos DI/fundos CP.

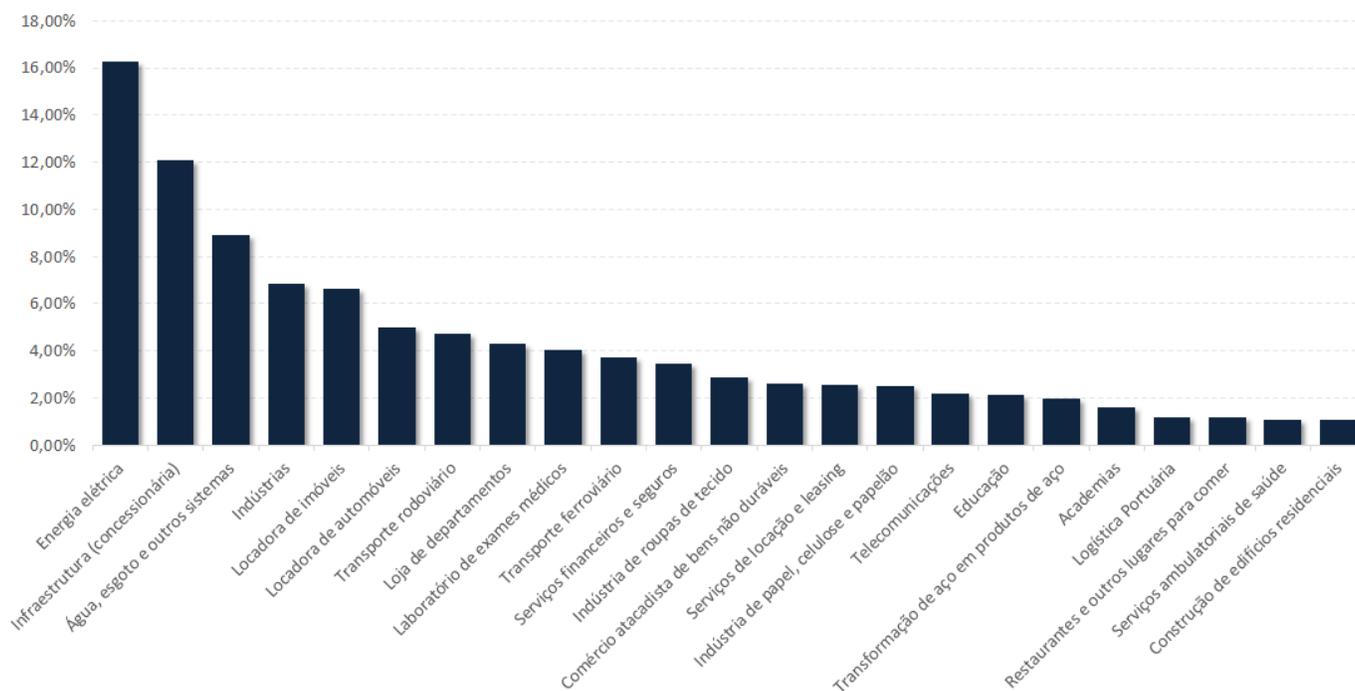
	%PL	%CDI	Attribution
<b>Título Público</b>	0,1%	106%	0,00%
<b>Fundo DI / Fundos CP (d1)</b>	34,4%	115%	0,13%
<b>Letras Financeiras</b>	2,3%	140%	0,01%
<b>Debênture</b>	49,2%	160%	0,20%
Debênture - CDI+	46,9%	160%	0,19%
Debênture - %CDI	2,3%	166%	0,01%
<b>FIDC</b>	10,4%	260%	0,08%
<b>CRA</b>	2,5%	249%	0,02%
<b>CRI</b>	1,1%	394%	0,00%
<b>Custos</b>	-	-	-0,07%
<b>Resultado</b>			0,37%

# VALORA ABSOLUTE



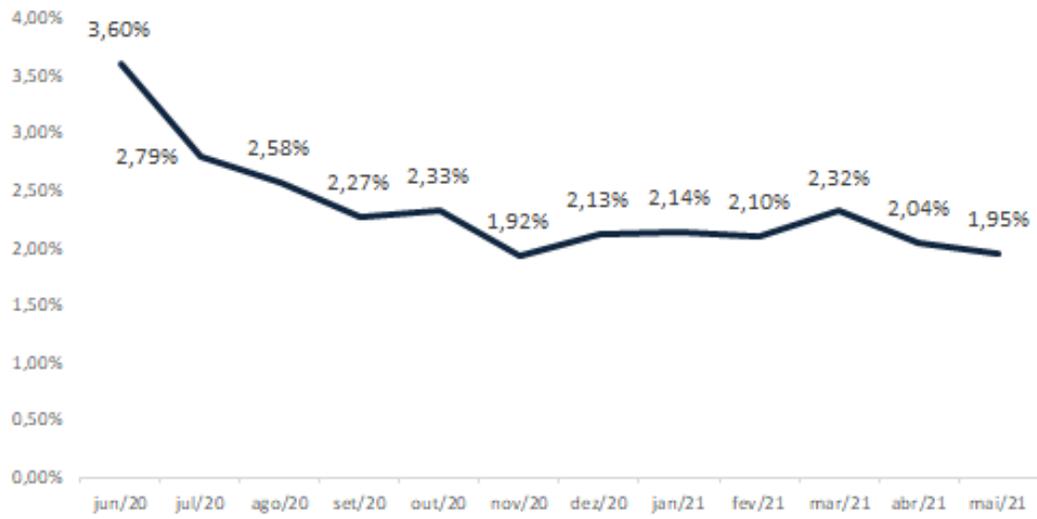
Importante ressaltar que estamos reservando um percentual de caixa para aproveitar algumas emissões primárias que devem liquidar nos meses de junho e julho. Como mencionado anteriormente, esperamos que o mercado continue com um grande volume de ofertas na rua. Esperamos aproveitar essas emissões para pulverizar nosso portfólio em novas empresas e para efetuar algumas rolagens em riscos já encanteirados.

Como já era esperado, os fechamentos das taxas das debentures estão levando a um também fechamento no carregamento do Fundo. O movimento é natural, na nossa opinião, tendo em vista o ajuste dos *spreads* nos papéis de crédito *high-grade*. A indústria como um todo vive este movimento e as rentabilidades dos portfólios estão começando a ficar proporcionais aos prazos de resgate equivalentes.





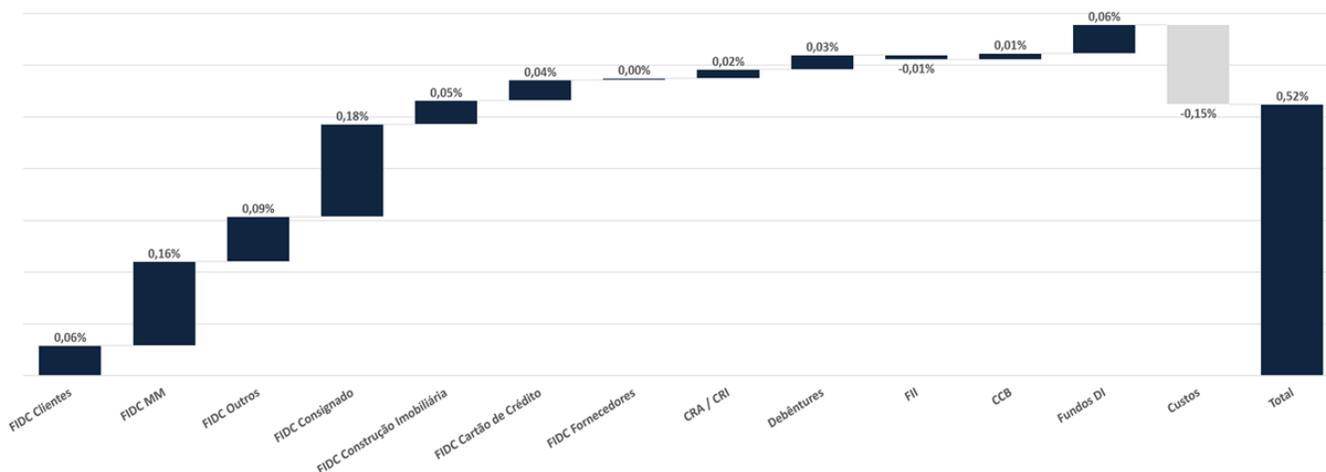
## Carrego Bruto (CDI+)





O mês de maio foi marcado pelo ritmo intenso de alocações. Com o objetivo de aplicar o dinheiro captado no mês anterior da maneira mais eficiente e pulverizada possível, foram investidos mais de 22 milhões de reais, distribuídos entre 9 fundos. Tais esforços contribuíram para o ótimo retorno de 0,52% no mês (o equivalente a 196,09% do CDI ou CDI + 2,92% anualizado). Adicionalmente, as novas alocações deverão garantir um carregamento bastante interessante para o Fundo durante vários meses, dentro das metas de rentabilidade da Gestão.

Entre estes novos investimentos estão principalmente cotas mezanino e subordinadas de FIDCs, tendo destaque um fundo de estruturação própria voltado para operações com empréstimos consignados estaduais cuja remuneração é de CDI + 8,5% aa. Cabe ressaltar que este Fundo tem critérios bastante específicos sobre quais estados podem compor sua carteira, pois sabemos e conhecemos a disparidade de riscos de crédito dentro da Federação. Além disso, alocamos um montante representativo em FIDCs abertos, com o intuito de compor uma reserva de liquidez rentável para o fundo.

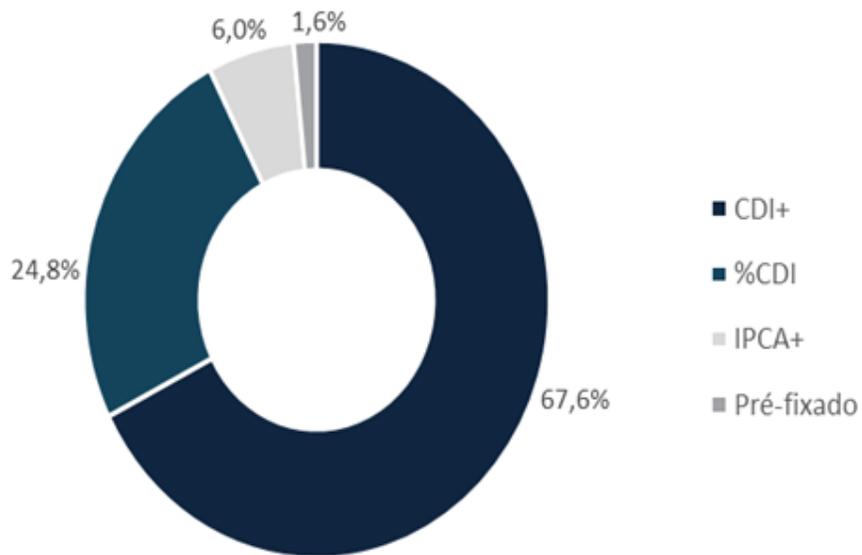


Para as próximas semanas estão programadas as liquidações de duas outras operações *high yield* estruturadas internamente, as quais também devem contribuir positivamente para a elevação da rentabilidade do fundo. São operações diretas nossas e portanto têm uma rentabilidade diferenciada. Com o aquecimento do mercado de renda fixa esperado a partir da elevação da taxa básica de juros, continuamos a enxergar uma ampla gama de oportunidades para crescimento e pretendemos capturá-las.

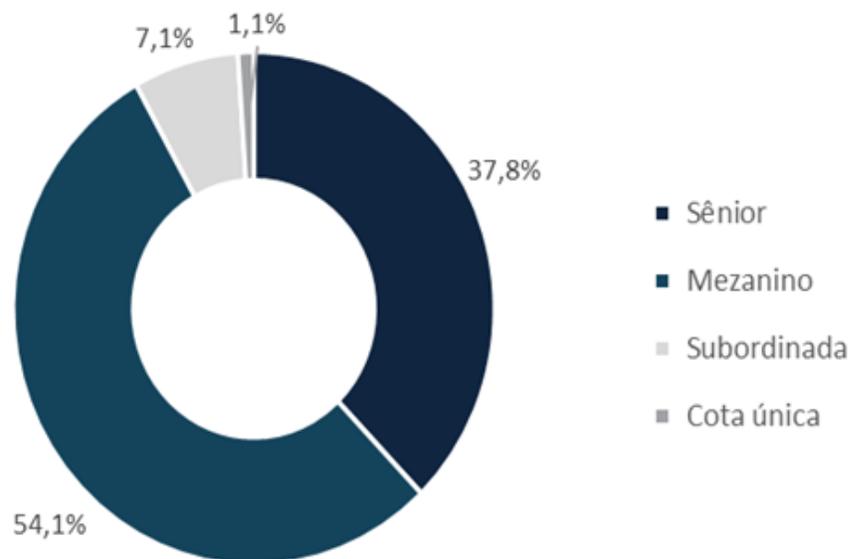
Por fim, o Horizon encerrou o mês com seu patrimônio distribuído da seguinte maneira: 6,8% de caixa disponível em Fundos DI; 9,5% de caixa em processo de alocação; 2,6% em CRIs; 0,6% em CRAs, 1,6% em CCBs; 3,5% em debêntures, 0,5% em FIIs e 74,9% em FIDCs, sendo 2,6% classificados como não-padronizados.



### Distribuição por Indexador

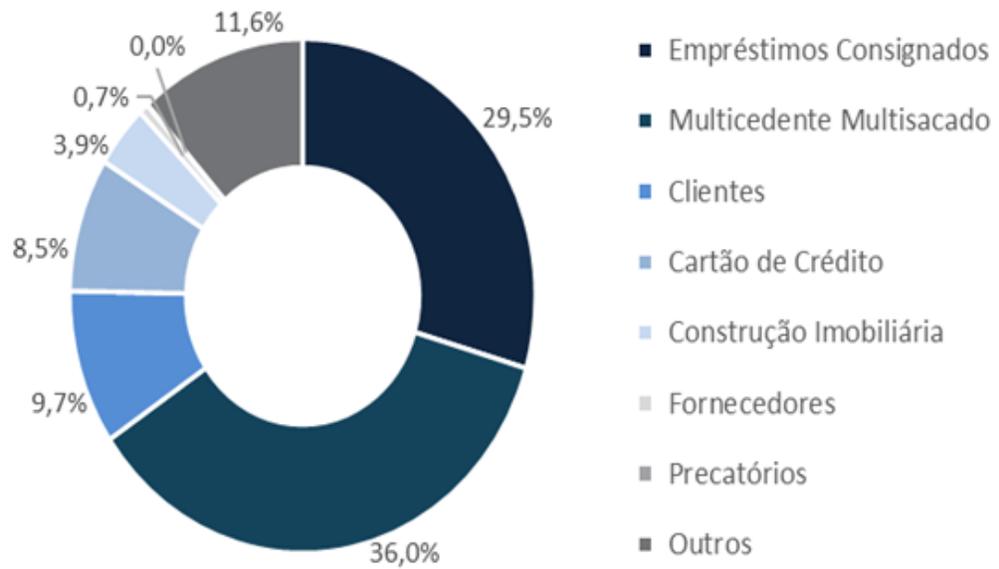


### Carteira de FIDCs por classe de cota





## Carteira de FIDCs por modalidade



# 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](http://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](http://www.valorainvest.com.br)  
Telefone: +55 11 3016-0907  
Contato: [ri@valorainvest.com.br](mailto:ri@valorainvest.com.br)