

# Crédito privado

## Carta aos cotistas

O mês de agosto foi marcado pela continuidade da boa performance dos ativos financeiros nos mercados globais. Já o Brasil não surfou a onda com o resto do mundo, com bolsa desvalorizando e dólar subindo. Essa dissonância entre os ativos locais e os dos demais mercados se deu principalmente em função das preocupações fiscais no país.

Em relação ao mercado de crédito, observamos em agosto a continuação do movimento de fechamento dos *spreads* para os títulos indexados a CDI+. Já para os ativos que pagam %CDI, os *spreads*, quando calculados na visão CDI+, apresentaram relativa estabilidade. Quanto às debêntures IPCA, também foi observado o movimento de fechamento de *spreads*.

O cenário atual apresenta um contexto mais positivo em termos de oportunidades de alocação. Este ambiente, e considerando o cenário macro ainda desafiador, com incertezas tanto locais quanto no cenário internacional, e com taxa de juros nas mínimas históricas, reforça nossa estratégia de manter o foco em emissões que pagam cupons com *spread* fixo acima do DI e em empresas *high grades* que estejam pagando *spreads* historicamente elevados.

# Panorama de mercado

O mês de agosto foi marcado pela continuidade da boa performance dos ativos financeiros nos mercados globais. Nos EUA, o S&P 500 valorizou 7,0%, e chegou a bater a máxima histórica de 3.508 pontos, enquanto na Europa o Euro Stoxx 50 valorizou 2,9% e no Japão o Nikkei 225 apresentou ganho de 6,6%. Neste mês, o Brasil não surfou a onda com o resto do mundo, com o Ibovespa apresentando queda de 3,4%. A moeda norte-americana desvalorizou frente à maioria das divisas, tanto quando comparado a outras moedas fortes<sup>1</sup> (-1,3%) quanto quando comparado a moedas emergentes<sup>2</sup> (-0,9%). Ainda assim, o dólar valorizou 5,2% ante o real. Essa dissonância entre os ativos locais e os dos demais mercados se deu principalmente em função das preocupações fiscais no Brasil, que incluiu receios relacionados a eventual furo do Teto de Gastos. Tanto no Brasil, quanto no resto do mundo, as economias permanecem reabrindo gradualmente, mesmo com os números ainda preocupantes de casos de covid-19. Além dos EUA, alguns países europeus, como a Espanha e a França, já observam uma volta do aumento dos números de infectados. Ainda assim, a soma dos estímulos monetários, que continuam dando suporte a um nível robusto de liquidez, com os estímulos fiscais, que garantem que a demanda agregada continue respirando (ainda que não de forma homogênea entre os setores da economia), têm dado folego aos ativos financeiros em geral.

Em agosto, o acordo comercial entre EUA e China completou 6 meses, e uma reunião estava marcada para revisar o progresso da primeira fase. No entanto, a videoconferência foi adiada e ainda não foi definida uma nova data. Além disso, existe o risco de a relação EUA/China piorar devido às novas restrições impostas à empresa chinesa Huawei. No congresso americano, o novo projeto de lei de estímulos fiscais parece não caminhar, e a demora causada por alguns impasses já incomoda os investidores. No final de julho, venceu o prazo da ajuda mensal de 600 dólares que beneficia mais de 30 milhões de norte-americanos. A taxa de desemprego americana chegou a 15% no início da pandemia, sendo que o número divulgado em agosto recuou para 8,4%, porém o índice ainda é alto para o país que tinha uma taxa menor do que 4% em 2019.

Tivemos também algumas definições sobre a corrida eleitoral norte-americana. O presidente Donald Trump foi confirmado como candidato à reeleição e repetirá a chapa com seu vice, Mike Pence, nas eleições marcadas para o dia 3 de novembro. O democrata Joe Biden aceitou oficialmente a nomeação como candidato de oposição e anunciou a senadora californiana Kamala Harris para o cargo de vice-presidente. A candidata foi rival de Biden nas primárias do partido e chegou a fazer duras críticas ao então concorrente, porém, abandonou a candidatura no início do ano e mostrou apoio ao atual candidato. Apesar de progressista, algumas alas do partido criticam a senadora por não ser progressista o bastante em temas considerados críticos. Diante de um cenário de pandemia e de protestos raciais, a eleição promete ser acirrada, de um lado o candidato à reeleição que costuma ser favorito no histórico das eleições americanas e de outro a oposição mais ligada a questões sociais. Tudo isso com pano de fundo de uma crise sanitária sem precedentes e a consequente contração econômica.

No Brasil, segundo a pesquisa do Datafolha, o presidente viu sua popularidade registrar os melhores índices desde sua chegada ao poder, com aprovação de 37%. O auxílio emergencial de R\$ 600 mensais disponibilizados na pandemia, que ajudou milhões de brasileiros em 2020, precisará ser descontinuado em algum momento e já existe uma preocupação de quais podem ser os impactos em termos de popularidade, e mesmo impacto econômico, em eventual corte. Por ora, o programa foi prorrogado e o benefício seguirá até dezembro de 2020, com o pagamento de mais 4 parcelas de R\$ 300. O Renda Brasil, programa desenvolvido pelo governo para substituir o bolsa família e outros benefícios, continua sendo um motivo de divergência pública. Enquanto o ministro tenta manter o programa dentro do teto de gastos, o presidente procura meios de aumentar o benefício. Um dos pontos criticados, foi a proposta do fim do abono salarial, uma espécie de 14º salário para quem ganha até dois salários mínimos. No legislativo, a reforma tributária continua sendo discutida e veremos a evolução das discussões nos próximos meses, assim como da reforma administrativa. Também está sendo endereçado um novo projeto de lei, conhecido por lei do gás, que poderá gerar investimentos de infraestrutura de mais de R\$ 30 bilhões de reais em unidades de processamento de gás natural, terminais de Gás Natural Liquefeito (GNL) e gasodutos de escoamento e transporte. O projeto de lei visa dar estabilidade jurídica para os novos investimentos e será um marco para o fim de monopólios no setor.

No Banco Central, o Comitê de Política Monetária (COPOM) realizou um novo corte de 0,25% e levou a Selic ao novo piso histórico de 2,00% ao ano. Na última ata da reunião foi informado que o espaço remanescente para utilização de política monetária, se houver, deve ser pequeno, lembrando que este é o nono corte consecutivo realizado pelo comitê. A possibilidade de um novo corte é baixa, mas não está totalmente descartado dependendo da conjuntura econômica e outros aspectos relacionados às condições do mercado. A atuação do Bacen chegou a ser mencionada na ata do FOMC (o equivalente ao COPOM dos EUA), que citou que o nível cada vez mais baixo da Selic é uma das razões para o real estar apresentando forte desvalorização ante o dólar.

Durante os últimos meses, aumentaram os artigos e materiais relacionados a ESG. Ao redor do mundo, estas práticas já são consideradas como fundamentais para os investidores. Basicamente, a sigla se refere a práticas voltadas para preservação do meio ambiente, conscientização social e governança corporativa robusta. O importante é entender que uma análise de ESG bem estruturada mitiga diversos tipos de riscos, entre eles, os associados a imagem, ambientais e de descontinuação de negócio. Portanto, é uma estratégia vencedora, que no longo prazo tende a levar a melhores performances. O mercado financeiro brasileiro está atrasado se compararmos a mercados mais desenvolvidos, porém, nos últimos meses, já podemos verificar um crescimento de produtos que utilizam o ESG como parâmetro de investimento. Daqui para frente, será cada vez mais importante para as empresas ter um alto nível de transparência, participar de índices de sustentabilidade e gerar *reports* com as práticas sustentáveis adotadas.

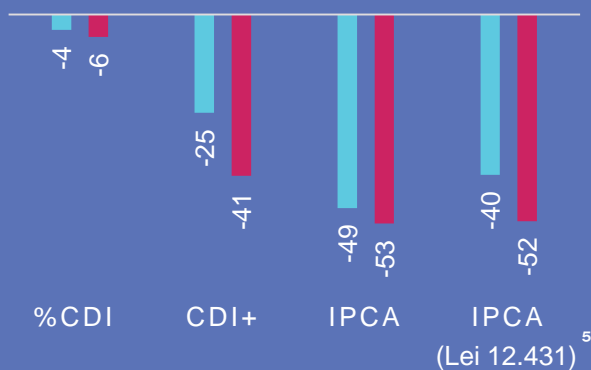
Em relação ao mercado de crédito, observamos em agosto a continuação do movimento de fechamento dos *spreads* para os títulos indexados a CDI+. Já para os ativos que pagam %CDI, os *spreads*, quando calculados na visão CDI+, apresentaram relativa estabilidade. Este movimento pode ser atribuído à menor atratividade deste formato de remuneração para papéis com *duration* mais baixa, que são mais sensíveis à Selic na mínima histórica. Quanto às debêntures IPCA, também foi observado o movimento de fechamento de *spreads*.

Conforme mencionamos na carta anterior, o Bacen divulgou em junho a Circular nº 4.028, que dispõe sobre “as operações de compra e venda de ativos privados em mercados secundários nacionais pelo Banco Central do Brasil”. A Circular estabelece as condições de contorno para a carteira do Banco Central, que inclui limites de concentração por *ratings*, limites por emissor e por série do papel, além de outras condições. Em agosto foi realizado um teste, no qual o Bacen mostrou a disponibilidade de comprar uma quantidade específica de alguns ativos, e as gestoras interessadas puderam mostrar o volume e a taxa de venda indicativa. Tratou-se exclusivamente de um teste operacional, sem liquidação financeira. No entanto, acreditamos que os ajustes necessários no sistema estão sendo feitos para o momento de uma real necessidade de atuação do Banco Central.

A taxa básica nas mínimas históricas somada à volatilidade recente no mercado de crédito, dificulta a captação para essa classe de fundo, porém, tanto gestores quanto investidores terão que se adaptar a este novo cenário. Do nosso lado, continuamos com a estratégia de garantir a liquidez adequada aos fundos, tanto para suportar eventuais momentos de maior volatilidade, quanto para aproveitarmos papéis *high grade* com taxas historicamente elevadas, o que melhora o carregamento dos fundos sem alterar de forma significativa o risco de crédito.

Os gráficos a seguir apresentam a variação de *spread* e o nível de *duration* por tipo de indexador no mês de agosto. A comparação foi realizada entre a totalidade dos papéis precificados pela Anbima e os papéis nos fundos da BV asset.

### Variação de *spread* de crédito (bps)<sup>3</sup>



### Duration<sup>4</sup>



Debêntures Anbima      Debêntures (BV asset)

**Análise das informações:** Em relação ao primeiro gráfico, nota-se que para todos os grupos, o fechamento de *spread* dos ativos da BV Asset foi mais intenso que a média de mercado, o que é positivo. Para os papéis indexados ao %CDI, a diferença foi menor e apresentou relativa estabilidade. Já para aqueles indexados a CDI+ e a IPCA+, incluindo as incentivadas, o movimento foi mais intenso. No segundo gráfico, nota-se que para os papéis indexados ao IPCA, a *duration* da BV Asset é superior a dos demais do mercado, o que é benéfico em momentos de fechamento de *spread*, enquanto no caso dos ativos indexados ao CDI, o cenário é o oposto, mas com uma diferença menor

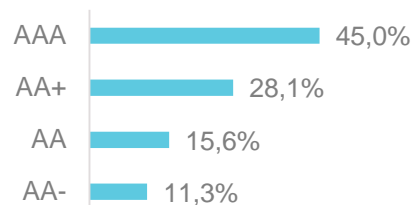
**Fonte:** BV asset, data base da análise 31 de agosto de 2020. <sup>3</sup>O cálculo foi realizado pela BV asset considerando os papéis precificados pela Anbima e ponderando pelo volume atual das emissões. <sup>4</sup>Duration é o prazo médio ponderado pelo valor presente dos fluxos. <sup>5</sup>Indexação de ativos que atendam os critérios de elegibilidade das Debêntures Incentivadas, previstos no Artigo 2º da Lei 12.431, de 24 de junho de 2011.

Nos gráficos ao lado apresentamos a exposição dos fundos da BV asset por tipo de indexador e *rating*, que é uma classificação da qualidade de crédito do emissor. Para esta análise, a BV asset utilizou a pior classificação de *rating* entre os disponíveis pelas três agências de maior amplitude: Moody's, S&P, e Fitch. Adicionalmente, foram considerados somente os papéis que possuem precificação pela Anbima.

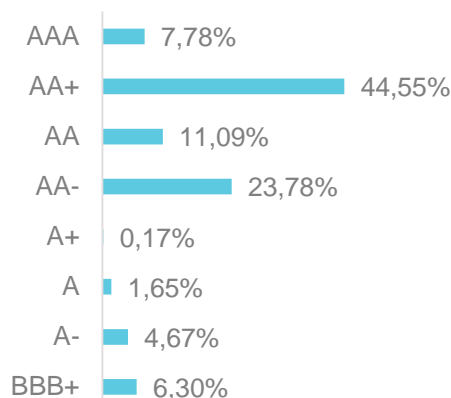
**Análise das informações:** Para todos os tipos de indexadores, nota-se que existe uma concentração nos papéis classificados como *high grade*, que são aqueles com maior qualidade de crédito. No caso dos papéis indexados ao %CDI, 100% são AA- ou superiores. Para os papéis indexados a CDI+, este grupo representa 87%, e, para os papéis indexados ao IPCA+, 73%.

Adicionalmente, a exposição a emissões com classificação abaixo de BBB- é muito baixa, que são os papéis classificados como *high yield*, isto é, aqueles que possuem uma remuneração mais elevada para compensar um risco de *default* <sup>6</sup> superior.

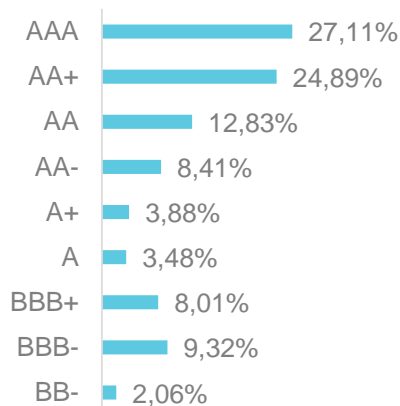
### Divisão por Rating - %CDI



### Divisão por Rating - CDI+



### Divisão por Rating - IPCA+



Fonte: BV asset, data base da análise 31 de agosto de 2020. <sup>6</sup>Qualquer evento que caracterize o não cumprimento de obrigação financeira contratual.

# Crédito bancário

O Banco Central (BC), ao longo dos últimos meses, adotou diversas medidas para tentar evitar um problema de liquidez no mercado. Na tentativa de atenuar os efeitos gerados pela pandemia, a autoridade monetária autorizou as instituições financeiras a prorrogar e renegociar empréstimos sem a necessidade de novas provisões, aprovou a redução do compulsório e criou um instrumento de captação para as instituições financeiras, a Letra Financeira Garantida (LFG), que tem como contraparte o próprio BC.

A divulgação de resultado do 2T20 mostra, no geral, os índices de atraso das carteiras de crédito em queda, tanto os curtos (15-90 dias), quanto os mais longos (> 90 dias). No entanto, este efeito é explicado pela prática generalizada de prorrogações e renegociações, que faz parte do arcabouço construído durante a pandemia, e com aval do regulador, para atravessar a crise. Portanto, o aumento da inadimplência no segmento de pessoas físicas decorrente da elevação do desemprego e queda de renda, e das pequenas e médias empresas decorrente da queda de receita, ainda não se reflete nos índices divulgados. Ainda que este efeito só apareça mais à frente, os estoques de provisão das instituições financeiras continuam subindo, ainda que em alguns casos a provisão no segundo trimestre já tenha sido inferior à do primeiro. Este alto nível de provisão reflete nos índices de cobertura (provisão / carteira em atraso), que para muitos bancos estão batendo recordes históricos. Logo, mesmo com o aumento esperado na inadimplência, os bancos estão bem preparados para absorver o impacto.

A perspectiva das instituições com relação à previsibilidade do cenário continua baixa, uma vez que a maioria continua a evitar a prática, outrora comum, de dar projeções dos seus principais *drivers*.

Os bancos continuam a destacar o alto investimento em tecnologia, que ganhou maior importância no contexto do isolamento social, a fim de proporcionar alternativas aos clientes que não envolvessem contato físico. Além do benefício em termos de praticidade e satisfação dos clientes, este investimento também tem como impacto uma menor despesa não decorrente de juros.



# Crédito bancário

No mercado secundário, os papéis bancários continuam apresentando um nível de *spread* superior ao período pré-pandemia, mas já apresentam uma certa estabilidade com relação a meses anteriores. Adicionalmente, os bancos já se mostram mais atuantes no mercado primário e demonstram mais interesse em atender à “demanda” dos *players* institucionais em oferecer instrumentos no formato CDI+.

Em um cenário com Selic na mínima histórica de 2,00% a.a., pressionando as margens nas operações de crédito, as receitas com serviços ganham maior importância. Contudo, essas fontes alternativas de receita são mais desafiadoras em um ambiente de recessão econômica. Neste contexto, esperamos continuar observando pressão no ROE das instituições. Ainda assim, os indicadores de capital e liquidez continuam bastante sólidos, o que continua dando conforto para manter papéis de instituições financeiras como uma alternativa de diversificação com um risco de crédito robusto.

# Estratégia e perspectivas

Apesar das medidas de reabertura cada vez mais intensas, a presença da população e seus respectivos impactos na economia ainda são tímidos. O PIB do 2º trimestre caiu 9,7% na comparação com o trimestre anterior, resultado pior que a mediana das expectativas que apontava queda de 9,2%<sup>3</sup>. Pelo lado da oferta, a indústria e o setor de serviços puxaram o resultado para baixo, enquanto a agropecuária ajudou a evitar um tombo maior, com crescimento de 0,4%. Pela ótica da demanda, o consumo das famílias foi o grande responsável pela queda, com recuo de 12,5%. Este ponto aumenta o nível de importância do auxílio emergencial, que foi estendido até o fim do ano, e de eventuais programas de caráter semelhante, como o Renda Brasil. Por outro lado, estes itens colocam pressão sobre o rigor fiscal, que coloca em risco o patamar baixo de juros atual, um dos principais *drivers* para a recuperação econômica. Neste contexto, as discussões sobre as reformas ganham maior importância nos próximos meses.

Para o mercado secundário de crédito, esperamos que se mantenha o movimento observado nos últimos quatro meses de queda gradual nos *spreads*, mas cada vez menos intenso e mais próximo de uma estabilização. Já se observa em alguns ativos, especialmente àqueles indexados ao IPCA, um nível de *spread* próximo ao que se observava no fim de fevereiro. Com a Selic na nova mínima histórica de 2% a.a., é necessário um prêmio de risco superior a fim de manter a rentabilidade nominal no caso de ativos pós-fixados, que é o formato da ampla maioria dos papéis no crédito privado local.

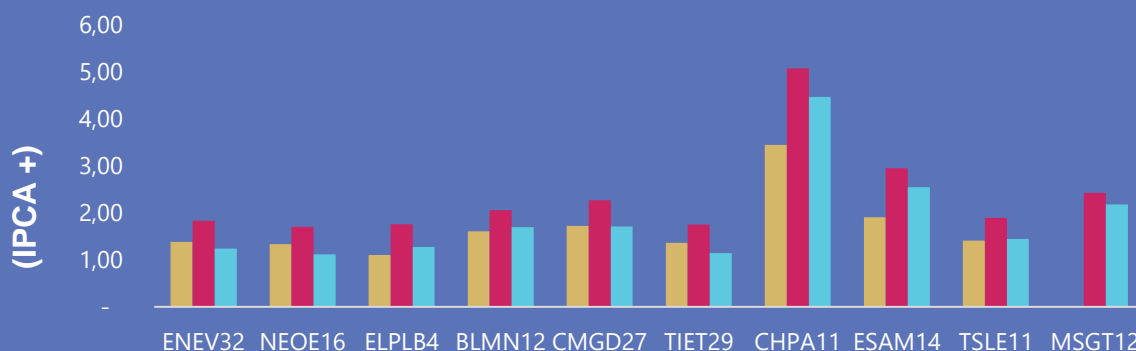
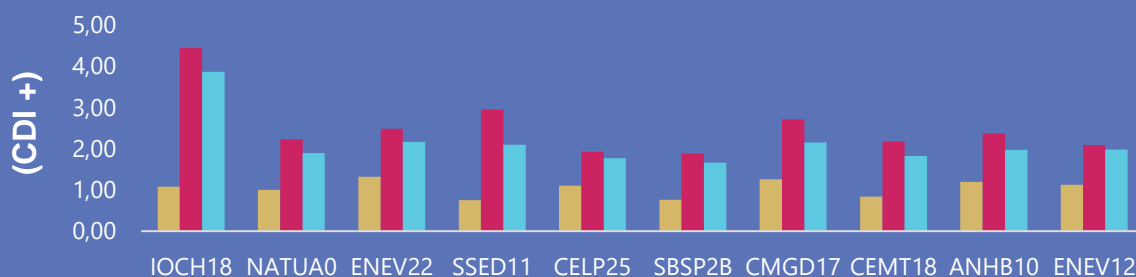
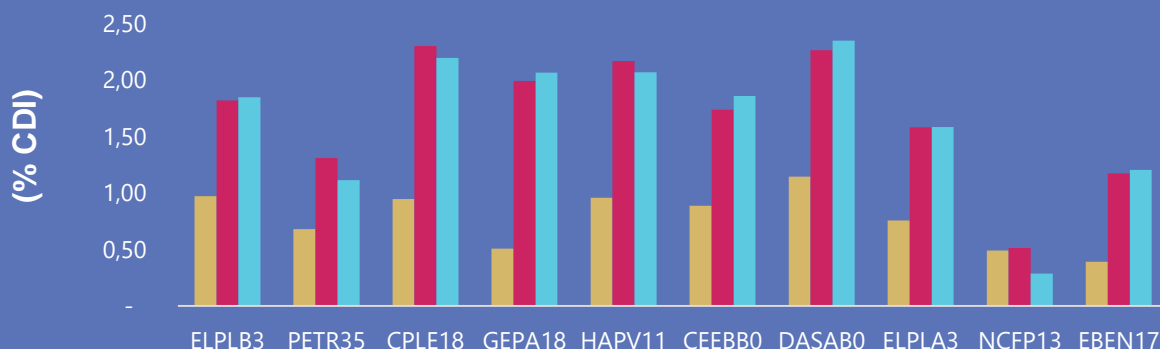
Segundo o Bacen, o novo patamar da taxa básica de juros, apesar de inédito, não é necessariamente um piso, havendo espaço para novas reduções a depender da evolução das expectativas de inflação e das condições financeiras da economia. No entanto, a autoridade monetária indicou que caso haja nova redução, deve ser em menor intensidade. O patamar de juros implícito na curva pré negociada pelo mercado aponta para estabilidade do juros no próximo COPOM.

# Estratégia e perspectivas

O fluxo de vencimento de alguns papéis bancários e corporativos, em conjunto com um cenário menos adverso de resgates nos fundos de crédito privado, resulta em um contexto mais positivo em termos de oportunidades de alocação. Adicionalmente, o mercado primário já demonstra um nível mais elevado de atividade, ainda que bastante aquém do período pré pandemia. Este ambiente, considerando o cenário macro desafiador, com incertezas tanto locais quanto no cenário internacional, e com taxa de juros nas mínimas históricas, reforça nossa estratégia de manter o foco em emissões que pagam cupons com *spread* fixo acima do DI e em empresas *high grades* que estejam pagando *spreads* historicamente elevados.

## Spreads de crédito

Fev/2020 Jul/2020 Ago/2020



**Análise das informações:** O nível de *spreads* continuou caindo em agosto para os ativos CDI+ e IPCA+, e apresentaram relativa estabilidade para os %CDI, vide os gráficos acima. Vale observar que para os papéis IPCA+, o nível atual de *spread* para alguns papéis já é próximo daquele observado no fim de fevereiro, pré pandemia. Isso indica que para esta classe de ativos pode não haver muito espaço remanescente para fechamento. De forma geral, ainda não está claro se haverá uma estabilização neste nível de prêmio de risco. Isso se dá tanto pela incerteza quanto à velocidade de recuperação do cenário macro, quanto pelas constantes renovações de mínima da taxa básica de juros, que faz com que o retorno nominal dos títulos recaia cada vez mais sobre um *spread* maior.

# Nossos produtos

Saiba mais sobre as nossas soluções de investimento.

[Clique aqui](#)

e acesse o site da **BV asset**.

Nome	Retorno										Início (mm/aa)
	Mês		No ano		12 Meses		24 Meses		36 Meses		
	(%)	%CDI	(%)	%CDI	(%)	%CDI	(%)	%CDI	(%)	%CDI	

## Renda Fixa

Banks RF CP FI (1) CNPJ: 10.347.493/0001-94	0,17%	103,50%	1,75%	82,42%	3,45%	89,09%	9,99%	96,09%	17,58%	97,95%	04/09
Selected Banks RF CP FI (1) CNPJ: 10.347.538/0001-20	0,14%	84,81%	1,76%	82,70%	3,54%	91,32%	10,17%	97,83%	18,08%	100,69%	04/09
Renda Fixa CP FI (2) (3) CNPJ: 14.491.665/0001-50	0,27%	169,37%	0,78%	36,78%	2,22%	57,39%	8,74%	84,02%	16,22%	90,36%	05/16
Vintage CP FI (1) CNPJ: 04.240.128/0001-83	1,07%	662,67%	14,00%	658,99%	15,95%	411,52%	23,18%	222,93%	28,88%	160,88%	04/01
Institucional Renda Fixa CP FI (1) CNPJ: 06.866.051/0001-87	0,31%	191,43%	1,60%	75,24%	3,10%	79,88%	9,67%	93,04%	17,33%	96,50%	05/05

## Debêntures Incentivadas

Infraestrutura Hedge RF CP FI (1) (4) CNPJ: 27.619.673/0001-80	0,62%	385,41%	-1,67%	-78,39%	-1,94%	-49,99%	3,24%**	37,40%**	-	-	12/18
Infraestrutura Hedge Plus RF CP FI (1) (4) CNPJ: 32.485.590/0001-86	0,59%	366,71%	0,80%	37,78%	3,16%	81,44%	4,17%**	88,52%**	-	-	07/19

## Multimercados

Atuarial Multimercado CP FI (2) CNPJ: 14.491.564/0001-89	0,17%	107,54%	4,27%	201,10%	7,92%	204,36%	22,10%	212,49%	32,10%	178,79%	09/13
Absolute Credit II MM FIC (2) CNPJ: 09.619.858/0001-03	0,43%	265,71%	2,44%	114,63%	7,97%	205,72%	16,90%	162,51%	25,93%	144,43%	11/09

**Fonte:** BV asset, data base da análise 31 de agosto de 2020. \*\*Retorno desde o início do Fundo. (1) Público Alvo: investidores em geral. (2) Público Alvo: investidores qualificados. (3) Este Fundo cobra taxa de performance de 20% sobre o que exceder 100% do CDI. (4) Alíquota zero de imposto de renda para Pessoa Física, conforme previsto nos termos da Lei 12.431/11 e 15% no resgate para Pessoa Jurídica.

# Conheça mais sobre a gente



Escaneie o QR Code



ou [Clique aqui](#)

## Aviso importante

Este material foi preparado pela Votorantim Asset Management DTVM Ltda. ("BV asset"). As informações aqui apresentadas têm como única intenção fornecer um panorama da situação atual do mercado, estando baseadas em dados de conhecimento público, não significando, portanto, quaisquer compromissos e/ou recomendações de negócios por parte do Banco Votorantim S.A. ("Banco BV"). As informações contidas neste material são de caráter meramente informativo. Este conteúdo não deve ser reproduzido no todo ou em parte, redistribuído ou transmitido para qualquer outra pessoa sem o consentimento prévio do administrador.

É recomendável que as decisões de investimento sejam tomadas com plena compreensão dos riscos envolvidos. Este material não deve ser considerado como recomendação de investimento nem deve servir como única base para tomada de decisão. O Banco BV e suas empresas coligadas se eximem de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material, de seu conteúdo e da realização de operações com base neste material.

Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Estes documentos podem ser encontrados no site [www.bancobv.com.br/web/site/pt/vam](http://www.bancobv.com.br/web/site/pt/vam). Leia previamente as condições de cada produto antes de investir. Os investimentos apresentados podem não ser adequados aos seus objetivos, situação financeira ou necessidades individuais. O preenchimento do formulário API – Análise de Perfil do Investidor ou Suitability é essencial para garantir a adequação do perfil do cliente ao produto de investimento escolhido. Material de Divulgação.

A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Para avaliação da performance de fundo(s) de investimento(s), é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Os Fundos de Investimento apresentados neste material utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos Fundos de Investimento.

Dúvidas, sugestões e reclamações, entre em contato com o Serviço de Atendimento ao Cliente pelo telefone 0800 728 0083 ou pelo e-mail [sac@bv.com.br](mailto:sac@bv.com.br). Deficientes Auditivos e de Fala: 0800 701 8661. Se desejar entrar em contato com a Ouvidoria, ligue para 0800 707 0083 (Deficientes Auditivos e de Fala: 0800 701 8661).

RATING S&P1: *Signatory of:*

**AMP-1**



Principles for  
Responsible  
Investment



Gestão de Recursos



Distribuição de Produtos  
de Investimento

