

Crédito privado

Carta aos cotistas

O cenário global no mês de maio foi marcado pela reabertura gradual das principais economias do mundo, incluindo EUA e Europa. Esses fatores somados à evolução nos estudos de vacinas contra o COVID-19, fizeram com que os mercados reagissem de maneira positiva.

Localmente, o Brasil se encontra em um estágio ainda anterior na crise sanitária em termos de achatamento da curva. Como agravante para o cenário, a crise política se mantém. Apesar disso, o clima global mais positivo e com maior apetite para emergentes trouxe efeitos positivos para os ativos locais. O movimento do mercado de crédito ao longo de maio foi semelhante ao observado a partir da 2ª metade de abril, isto é, de arrefecimento dos spreads de crédito.

Com o cenário ainda incerto pela frente para a recuperação econômica, manteremos o foco em empresas high grades que estejam pagando spreads historicamente elevados.

Panorama de mercado

O cenário global no mês de maio foi marcado pela reabertura gradual, ou expectativa do atingimento de métricas que permitam este movimento no curto prazo, das principais economias do mundo, incluindo EUA e Europa. Nova Iorque, considerado o epicentro do surto nos EUA, iniciou a abertura no começo de junho. Estes fatores, somados à evolução nos estudos de vacinas contra o COVID-19, fizeram com que os mercados reagissem de maneira positiva no último mês: S&P 500 +4,5%, acima dos 3 mil pontos novamente, Euro Stoxx +3,0% e Nikkei (Japão) +8,3%. O movimento de redução de aversão a risco fez com que a percepção de risco de países emergentes (medido pelo CDX¹ *Emerging Markets*) caísse 45 bps no mês.

No outro espectro, mesmo com as medidas de liquidez fornecidas pelos bancos centrais ao redor do mundo, os impactos na economia real já estão se mostrando relevantes: queda de 5% do PIB dos EUA no 1º trimestre. Adicionalmente, a onda de protestos que atinge os EUA e a ampliação da animosidade do país com a China trazem um clima de incerteza adicional para o cenário político do país, que terá eleições presidenciais em novembro.

Localmente, o Brasil se encontra em um estágio ainda anterior na crise sanitária em termos de achatamento da curva e ocupa a segunda posição no ranking global em número de casos. Como agravante para o cenário, a crise política se mantém assim como conflitos entre os poderes. A queda do PIB brasileiro no 1º trimestre foi de 1,5%, mas o impacto deve ser mais relevante no 2º trimestre. Apesar disso, o clima global mais positivo e com maior apetite para emergentes trouxe efeitos positivos para os indicadores locais: Ibovespa valorizou 8,6%, dólar desvalorizou 2,7% ante o real e o risco Brasil (CDS² Brasil) caiu 24 bps.

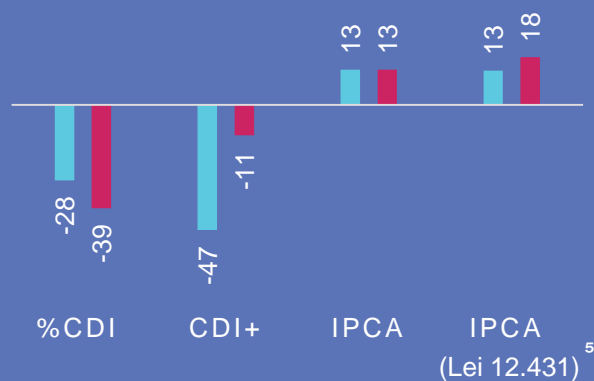
O movimento do mercado de crédito local ao longo de maio foi semelhante ao observado a partir da 2ª metade de abril, isto é, de arrefecimento dos *spreads* de crédito. Mesmo com as medidas de reabertura amplamente discutidas durante as últimas semanas e, em partes, colocadas em prática, ainda há incertezas sobre a sustentabilidade dessas iniciativas. Outro fator que dificulta a continuidade do movimento de redução dos *spreads* é o caráter pós-fixado do mercado de crédito local, uma vez que com a taxa básica nas mínimas históricas e novas expectativas de redução, cobra-se um *spread* maior, todo o mais constante, para compensar a taxa livre de risco menor.

Conforme esperado, a queda nas reduções de receita nos resultados corporativos do 1º trimestre e o aumento nos níveis de inadimplência atingiram praticamente todos os segmentos da economia, com exceção eventualmente daqueles que possuem caráter defensivo neste contexto, como supermercados, farmácias, frigoríficos etc. Já se observa um maior movimento no âmbito de renegociações contratuais, especialmente de extensões de prazos, carências, e eventuais liberações de garantias. Em boa parte, trata-se um movimento previsto e que não necessariamente ocasionará problemas efetivos de quebras contratuais, a não ser eventualmente nos setores vinculados à primeira camada de vulnerabilidade, como hotelaria, companhias aéreas e restaurantes, cujos impactos nas receitas foram devastadores, mesmo para companhias com balanços saudáveis antes do início da crise. Esses problemas podem ocorrer também em empresas dos demais segmentos econômicos que possuíam níveis de alavancagem ou dificuldades operacionais já elevadas antes do início da pandemia, além daquelas com necessidade de giro elevada.

O cenário de Selic a 3% a.a., com expectativa de mais um corte em junho, e o movimento mais volátil no mercado de crédito desde o último trimestre do ano passado, em comparação com o resto de 2019 e 2018, resulta em um nível mais baixo de captação nesta classe de fundos. Mesmo com este cenário mais desafiador, continuaremos mantendo a estratégia de garantir liquidez adequada dos fundos, tanto para suportar eventuais momentos de maior volatilidade, quanto para aproveitarmos papéis *high grade* com taxas historicamente elevadas, o que permite melhorar o carregamento dos fundos com baixo risco de crédito.

Os gráficos a seguir apresentam a variação de *spread*³ e o nível de *duration*⁴ por tipo de indexador no mês de maio. 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)



Duration



Debêntures Anbima

Debêntures (BV asset)

Análise das informações: no primeiro gráfico, nota-se que os papéis da BV asset indexados ao %CDI apresentaram fechamento superior aos demais do mercado. Já no caso daqueles indexados às debêntures incentivadas e ao CDI+, o desempenho dos papéis da BV asset foram inferiores. No segundo gráfico, nota-se que para os papéis indexados ao IPCA, a *duration* da BV asset é superior a dos demais papéis do mercado, o que é benéfico em momentos de fechamento de *spread*, enquanto no caso dos papéis indexados ao CDI, o cenário é o oposto.

Fonte: BV asset, data base da análise 29 de maio de 2020. ³O cálculo foi realizado pela BV asset considerando os papéis precificados pela Anbima e ponderando pelo volume atual das emissões. ⁴Duration é o prazo médio ponderado pelo valor presente dos fluxos. ⁵Indexação 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.

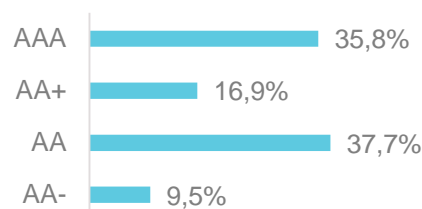
A carteira dos fundos da BV asset não possui exposição nos setores mais afetados pela crise. Quanto aos outros setores que também possuem certa vulnerabilidade neste momento, como shoppings, empresas ligadas ao setor automotivo e logística (rodovias, ferrovias, etc.), a exposição é baixa, além de contarmos somente com papéis *high grade*.

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.

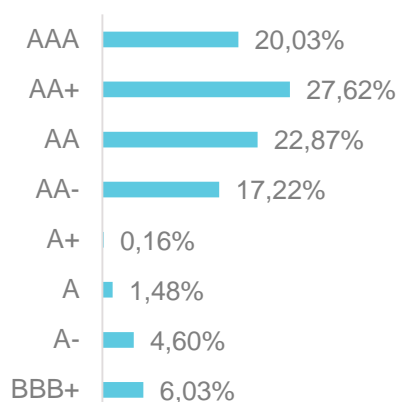
Análise das informações: Para todos os tipos de indexadores, nota-se que existe uma concentração nos papéis classificados como *high grade*, que são aqueles com maior qualidade de crédito. No caso dos papéis indexados ao CDI, 100% são AA- ou superiores. Para os papéis indexados a CDI+, este grupo representa 88%, e, para os papéis indexados ao IPCA+, 77%.

Adicionalmente, não existe nenhum papel com classificação abaixo de BBB-, que são os papéis classificados como *high yield*, isto é, aqueles que possuem uma remuneração mais elevada para compensar um risco de *default*¹ superior.

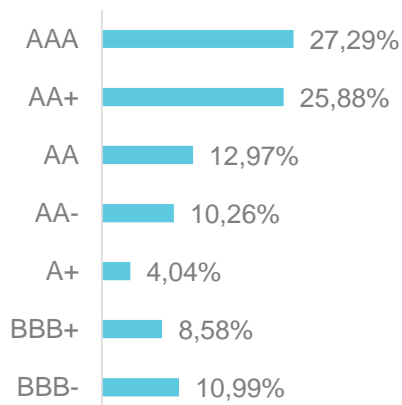
Divisão por Rating - %CDI



Divisão por Rating - CDI+



Divisão por Rating - IPCA+



Fonte: BV asset, data base da análise 29 de maio de 2020. ¹Qualquer evento que caracterize o não cumprimento de obrigação financeira contratual.

Crédito bancário

O aumento da transmissão do vírus pelo país ainda gera grandes incertezas em relação ao fim da política de distanciamento social e, por consequência, ao início da recuperação econômica. Alguns países europeus, em estágios mais avançados da pandemia, já estão realizando algum relaxamento das diretrizes criadas durante o período de pico da doença, o que possibilitará verificar se uma segunda onda de casos impactará o cotidiano da população. Diante deste cenário incerto, alguns bancos realizaram um aumento expressivo de provisão, antecipando o aumento da inadimplência que deve ocorrer no 2º trimestre. Conforme informado no mês anterior, os bancos entraram na crise atual melhor do que em 2008, devido ao aumento das exigências regulatórias relativas ao nível adequado de capital e ao cenário favorável para emissão de dívida durante o ano de 2019. Considerando o momento vivido pelo país, ainda acreditamos que o Banco Central evitará ao máximo uma nova crise financeira, podendo atuar em qualquer indício de problema de liquidez.

A alteração da taxa Selic para 3,00% a.a. no início do mês de maio e a iminente nova redução, já precificada pelo mercado para reunião do dia 17 de junho de 2020, impactam diretamente o mercado secundário de títulos bancários. Como consequência, os ativos pós-fixados precisam aumentar seu *spread* em % do CDI para continuar rendendo o mesmo valor nominal. Este aumento de *spread* diminui a liquidez do mercado, pois a venda de papéis em taxas superiores ao valor contratado é menos interessante e cria um problema de precificação para o mercado primário, que não estava acostumado com um *spread* de crédito alto. Ao longo dos últimos meses foi possível verificar que boa parte dos bancos está se ajustando ao novo nível de taxa, e que algumas novas leituras de operações já são mais bem precificadas em relação ao observado no mercado secundário.

Estratégia e perspectivas

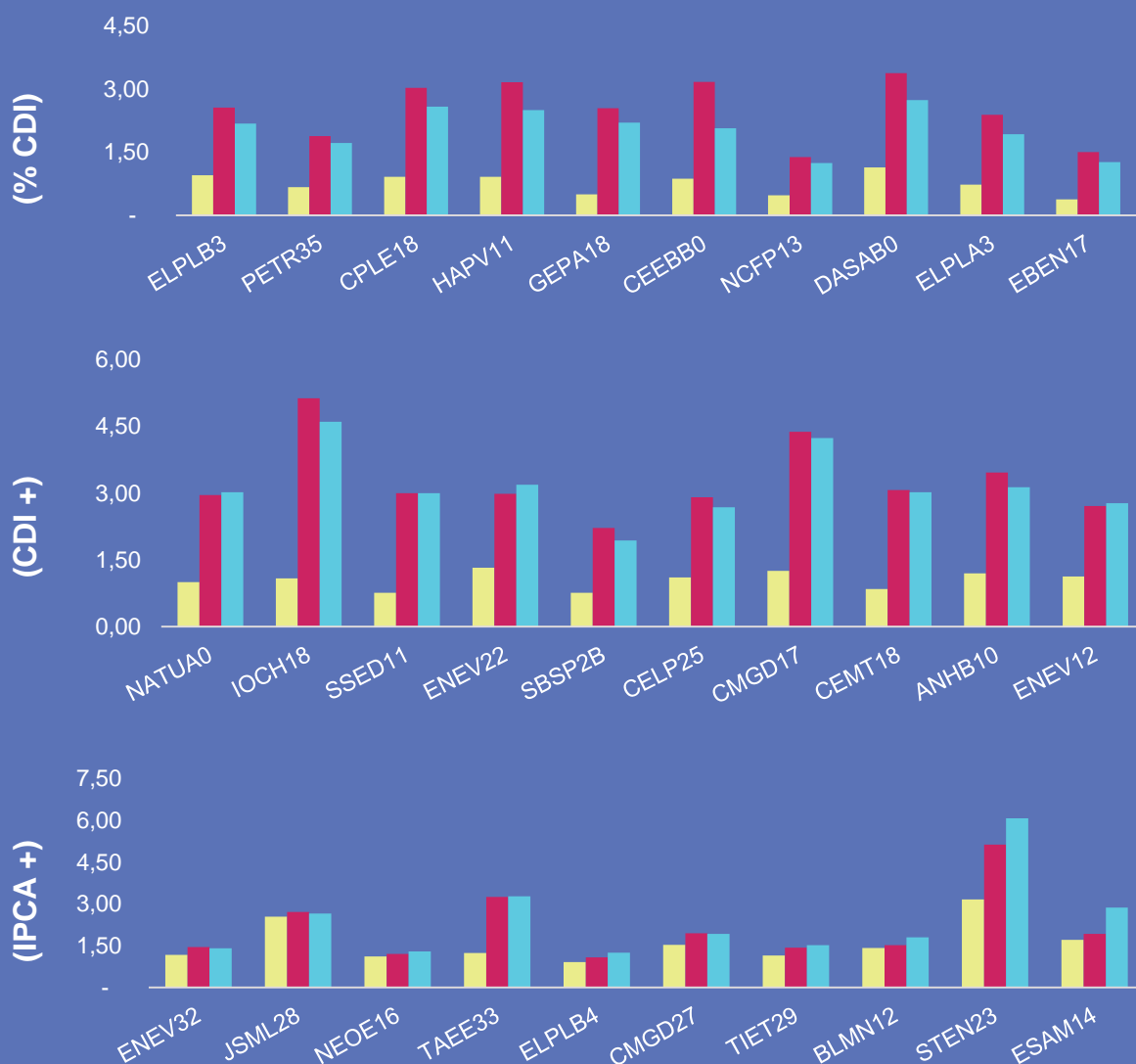
Algumas medidas de abertura da economia local já estão sendo colocadas em prática, ou programadas para o curto prazo. Com isso, todo o mais constante, os resultados das empresas podem demonstrar alguma melhora no 3º trimestre. No entanto, uma vez que os números de óbitos e novos casos continuam elevados e com pouca demonstração de arrefecimento, é incerto quão duradouras serão as medidas e quanto de demanda efetivamente existirá no médio prazo para atividades presenciais. Adicionalmente, a persistência da crise política e do cenário fiscal mais frágil são desafios adicionais para uma recuperação plena do mercado.

No curto prazo, em breve será fechado o 2º trimestre, no qual se observará efetivamente o maior impacto nos resultados corporativos até então. No segmento bancário, parte do aumento de inadimplência previsto já foi antecipado via aumento significativo de provisão no 1º trimestre por parte dos bancos, mas ainda assim deve ser observado uma redução relevante da receita proveniente das operações de crédito.

O cenário macro ainda é desafiador, com a queda substancial da demanda e do aumento do desemprego, permite a manutenção da perspectiva de queda da taxa básica de juros, já no seu menor nível histórico de 3% a.a. Com isso, manteremos o foco em emissões que pagam cupons com *spread* fixo acima do DI e em empresas *high grades* que estejam pagando *spreads* historicamente elevados, bem como continuaremos priorizando um nível adequado de liquidez dos fundos.

Spreads de crédito

Fev/2020 Abr/2020 Mai/2020



Análise das informações: O nível atual de *spreads* já é razoavelmente inferior àquele observado no fim de abril, vide os gráficos acima, porém ainda não está claro se haverá uma estabilização neste nível de prêmio de risco. Isso se dá tanto pelo cenário político ainda incerto, 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	0,25%	104,37%	1,32%	85,23%	4,63%	94,84%	11,33%	98,00%	20,04%	99,54%	04/09
Selected Banks RF CP FI (1) CNPJ: 10.347.538/0001-20	0,27%	111,38%	1,34%	86,61%	4,77%	97,55%	11,71%	101,25%	20,63%	102,43%	04/09
Renda Fixa CP FI (2) (3) CNPJ: 14.491.665/0001-50	0,37%	153,28%	0,07%	4,63%	3,11%	63,61%	9,83%	84,95%	18,25%	90,63%	05/16
Vintage CP FI (1) CNPJ: 04.240.128/0001-83	0,56%	233,51%	10,94%	708,10%	14,78%	302,49%	21,48%	185,71%	28,12%	139,64%	04/01
Institucional Renda Fixa CP FI (1) CNPJ: 06.866.051/0001-87	0,40%	165,73%	0,61%	39,52%	3,66%	74,98%	10,51%	90,89%	19,22%	95,47%	05/05
Debêntures Incentivadas											
Infraestrutura Hedge RF CP FI (1) (4) CNPJ: 27.619.673/0001-80	-1,14%	-475,80%	-2,85%	-184,71%	-1,81%	-37,04%	2,00%**	24,79%**	-	-	12/18
Infra. Hedge Plus RF CP FI (1) (4) CNPJ: 32.485.590/0001-86	-0,92%	-386,08%	-1,03%	-66,69%	2,27%**	55,27%**	-	-	-	-	07/19
Multimercados											
Atuarial Multimercado CP FI (2) CNPJ: 14.491.564/0001-89	2,12%	887,94%	0,39%	25,48%	6,83%	139,86%	19,83%	171,43%	32,45%	161,17%	09/13
Absolute Credit II MM FIC (2) CNPJ: 09.619.858/0001-03	0,25%	103,33%	1,35%	87,16%	8,74%	178,93%	17,70%	153,00%	28,10%	139,56%	11/09

Fonte: BV asset, data base da análise 29 de maio 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. 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. 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

