

A Evolução do crédito via mercado de capitais em 2019

O ano de **2019** termina com um número que chama muito a atenção: aproximadamente **meio trilhão de reais** captados no mercado de capitais pelas empresas brasileiras. O **volume recorde** é resultado da soma de **R\$ 396 bilhões** captados no mercado doméstico, o que corresponde a um **crescimento de 59,3%** versus o ano anterior, e aproximadamente **R\$ 100 bilhões** captados no exterior¹. Chama a atenção também o alongamento dos prazos e níveis de taxa experimentados ao longo de 2019.

As emissões de **debêntures** alcançaram **R\$ 173,6 bilhões**, com os investidores institucionais participando em **53,8% das ofertas**. Ademais, o prazo médio saiu de **5,9 anos** para **6,5 anos**. Já as **debentures incentivadas** atingiram **R\$33,2 bilhões** em captação, com um total de **70 operações**. O prazo médio registrou elevação de **10,3** para **12,6 anos**. As captações externas de dívida totalizaram **US\$24,1 bilhões**, onde as maiores emissões foram feitas pelo Governo (dívida soberana) e Petrobras, ambas no valor de **US\$3,0 bilhões**¹.

A nova realidade da taxa de juros, aliada à agenda do Governo, de órgãos reguladores e do próprio Banco Central do Brasil, com a agenda BC+, mostram que, definitivamente, houve o entendimento de que países com um **mercado de capitais eficiente** e com maior **protagonismo na economia**, em geral, alcançam melhor **desempenho** em termos de **crescimento econômico** e **desenvolvimento social**. Toda a sociedade é beneficiada à medida que o mercado de capitais cumpre aquelas que são suas quatro principais funções: mobilização da poupança, gestão de riscos, alocação eficiente de recursos e aumento da disciplina corporativa. Ao decidir aplicar sua poupança em **capital produtivo**, os investidores – sejam individuais ou institucionais – giram a engrenagem em busca de alocação **mais eficiente** e **menor custo**. Isso **eleva a liquidez** da economia e os **prazos** dos investimentos. Para fazer essa alocação, o mercado exige em troca o aprimoramento da governança corporativa e o compartilhamento de informação por parte das empresas que captam os recursos, o que induz a mais **disciplina** e **transparência**, com consequentes impactos na produtividade e no retorno sobre o investimento. O resultado é mais **emprego**, **renda**, **investimento** e **crescimento econômico**.

Recente volatilidade dos ativos e cotas dos fundos de investimento em crédito privado

O aumento recente da volatilidade observada nas debêntures (tradicionais e incentivadas – **Lei 12.431/2011**) e consequentemente nas cotas dos fundos que carregam tais ativos não foi surpresa, na visão da XP Asset Management. A partir do ciclo de queda da **Taxa Selic**, que teve início em 2016 - e devemos lembrar que o time de gestão dos Fundos Multimercados Macro foi um dos primeiros a vislumbrar a **taxa básica de juros em um dígito** - entendemos que haveria uma mudança significativa nas características das emissões e tomadores finais. Aliado à conjuntura econômica, a democratização de bons investimentos pelas **plataformas independentes** ajudou, de forma significativa, a aumentar a **liquidez do mercado** e no surgimento de novos players. Desde então, a decisão de lançar produtos de crédito aderentes a essa nova realidade, com prazos de resgate mais longos e que permitiam a alocação do patrimônio em uma maior gama de empresas, setores e ativos foi uma alternativa para encarar o novo cenário.

Iniciamos **2019** com a Taxa Selic em **6,50% a.a.** e com a mediana das expectativas de mercado, segundo o relatório Focus do Banco Central, de encerrar o ano em **7,00% a.a.** Contudo, frente a um cenário de inflação controlada, lenta retomada da atividade e estímulos dos bancos centrais de diversos países, o **Banco Central do Brasil** retomou, a partir de julho, o ciclo de cortes que levou a Taxa Selic para **4,50% a.a.**, isto é, tivemos uma redução efetiva de **2,00 p.p. ou 200 bps** versus uma expectativa inicial de alta de **0,50 p.p. ou 50 bps**.

¹ Fonte: Anbima

Recente volatilidade dos ativos e cotas dos fundos de investimento em crédito privado (continuação)

Vale destacarmos dois efeitos imediatos deste movimento que impactaram a indústria dos fundos de crédito privado: **(i)** do lado dos **investidores**, uma busca por maiores retornos; e **(ii)** do lado dos **gestores**, a necessidade de adequação de parte do portfólio, com clara redução dos ativos com remuneração em percentual do CDI.

Em carta publicada referente ao primeiro trimestre de **2019**, já havíamos discorrido sobre o efeito das emissões em percentual do CDI em um cenário de queda de juros e inerente necessidade de ajustes nas taxas de emissões para evitar distorções nos spreads de crédito. Porém, vimos muitas operações de prazos longos e com taxas em percentual do CDI que representavam reduções exageradas dos spreads de crédito.

Como consequência desta conjuntura, observamos uma **readequação dos spreads de crédito**, os quais estavam em níveis excessivamente baixos devido à alta liquidez dos fundos ao longo do primeiro semestre e consequente demanda por ativos. Adicionalmente, as características de diversos fundos de crédito privado recentemente abertos, os quais carregam um **descasamento** entre o prazo de seus ativos e passivos (**fundos com resgates D0/D1**), acabaram por acentuar o movimento de abertura das taxas.

Em meio a este cenário insustentável no longo prazo, mantivemos a **disciplina** de capital fechando os fundos existentes para novas aplicações a fim de **proteger os cotistas**. Além disso, evitamos alocações em ativos com remuneração em percentual do CDI ao longo do ano. Conseguimos, dessa forma, mesmo em um cenário conturbado entregar **retornos aderentes** aos riscos dos portfólios ao final do ano de **2019**.

Performance dos Fundos de Crédito da XP Asset Management

Fundos benchmark CDI	%		% CDI	
	12m	24m	12m	24m
XP Referenciado FI Referenciado DI CP	5.7%	12.5%	95.2%	97.5%
XP Investor FI Renda Fixa Crédito Privado LP	6.1%	13.6%	102.1%	106.3%
XP Top Crédito Privado Renda Fixa FI LP	6.4%	14.1%	107.3%	109.8%
XP Corporate Plus FIM CP	7.5%	16.2%	126.2%	126.5%
XP Debentures Incentivadas Hedge CP FIC FIM LP	4.4%	10,2% ⁽¹⁾	72.9%	92,8% ⁽¹⁾

Fundos benchmark Inflação	%		Dif. IMA-Geral %	
	12m	24m	12m	24m
XP Debentures Incentivadas Crédito Privado FIC FIM	12.1%	25.9%	-0.8%	1.8%

Índices	%		% CDI	
	12m	24m	12m	24m
CDI	6.0%	12.8%	100.0%	100.0%
IMA-Geral	12.8%	24.2%	214.7%	188.9%
IDA - DI	5.6%	13.4%	93.7%	104.6%
IDA - IPCA Infraestrutura	12.3%	26.3%	206.1%	205.6%
IDA - IPCA ex-Infraestrutura	15.8%	28.1%	264.9%	219.4%
IDA - IPCA	13.0%	26.2%	217.1%	205.0%
IDA - GERAL	8.6%	18.4%	143.7%	143.8%

(1) Desde o início: 29/03/2018

Atualização de Case

Sem prejuízo de sermos repetitivos, trazemos aqui os desdobramentos ocorridos após nossa carta do **2º Trimestre de 2019** do XP Corporate Plus FIM, na qual discorremos sobre nossos investimentos em ativos da **Concessionária Rota das Bandeiras** e a troca de controle finalizada em maio de **2019**.

Em setembro, a Concessionária protocolou oferta da **2ª emissão** de debêntures na CVM sob a **Instrução 400** no montante de até **R\$ 2,43 bi** com objetivo de captar novos recursos e realizar o alongamento de seu passivo. Foi ofertado aos debenturistas da 1ª Emissão (**CBAN11/21**) a possibilidade de troca (**Exchange**) por debêntures da nova emissão a condições de remuneração predeterminadas. Aos debenturistas que não aderissem, o prospecto determinava que a companhia deveria resgatar antecipadamente as debêntures remanescentes.

Uma peculiaridade da escritura, porém, era extremamente favorável aos debenturistas: para resgatar antecipadamente a emissão, a companhia deveria trazer os fluxos futuros das debêntures (**de IPCA + 9,57%**) descontados pela **NTN-B 2020 + 0,50%**. Dessa forma, para tentar maior adesão ao Exchange, a companhia ofereceu a recompra da **CBAN11/21** a uma taxa equivalente a **NTN-B 2020 + 1,35%**.

Desde o 2º trimestre, quando fechamos com uma exposição total de **R\$ 149 mi** na 1ª Emissão, seguimos aumentando a posição no mercado secundário vislumbrando a arbitragem entre a marcação das debêntures que era atrelada à **NTN-B 2022** e a recompra atrelada à **NTN-B 2020** (ver gráfico "Diferença entre taxas NTN-B 2022 x NTN-B2020"), de modo que chegamos em dezembro com **R\$ 230 mi** nos fundos geridos pela XP Asset Management.

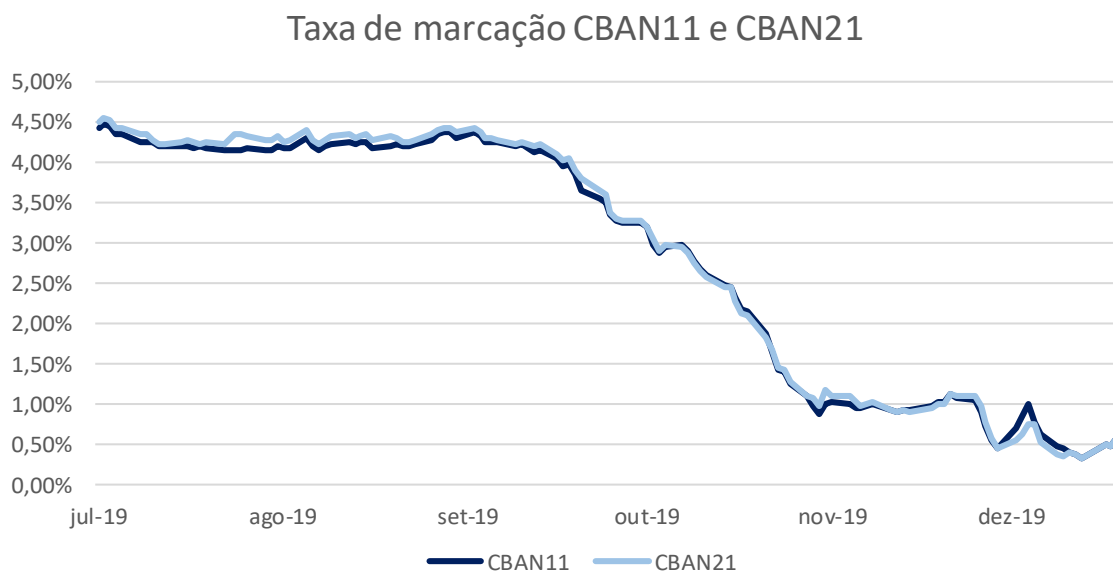
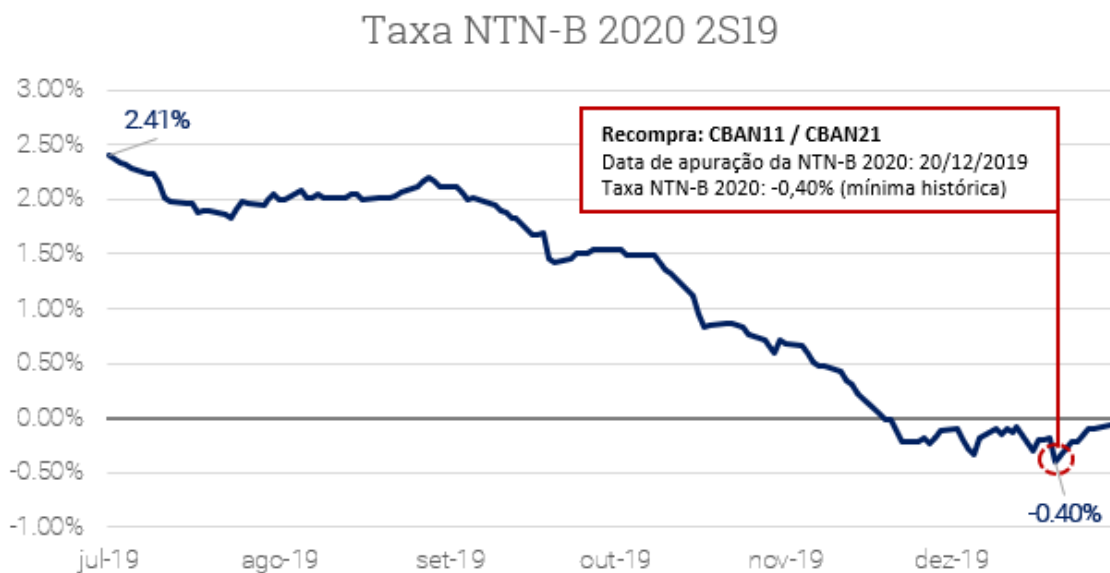
Diferença entre taxas NTN-B 2022 x NTN-B2020



Considerando as projeções da XP Asset Management para o **IPCA** de dezembro de **2019**, cobramos ativamente que o resgate antecipado da **1ª emissão** de debêntures ocorresse em dezembro e foi determinado que a **NTN-B 2020** seria travada no dia 20. Conforme projetado, houve a publicação do **IPCA-15 de 1,05%** (maior alta para meses de dezembro desde 2015) enquanto o CDI do mês foi de **0,38%**. Dessa forma, a **NTN-B 2020** atingiu o seu nível mais baixo de **IPCA + (0,40%)** e, dessa forma, as debêntures foram recompradas pela companhia a **IPCA + 0,10%**. Como as debêntures haviam fechado o 2º trimestre marcadas a **IPCA + 4,49%** com uma *duration* de **2,80 anos**, auferimos ganho aproximado de **12,29%** na estratégia, no semestre.

Além disso, cabe ressaltar que a 2ª emissão de debêntures foi avaliada em **AAA pela Fitch**, uma vez que o alongamento proporcionado pela nova emissão adicionado à recompra da 1ª emissão, proporcionaria um cronograma de amortizações de dívida balanceado e aderente à geração de caixa futura da companhia, com ICSD mínimo e médio no cenário de rating de **1,44x e 1,69x**, respectivamente.

Atualização de Case (continuação)



Disclaimer



Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros; Fundos de Investimento não são garantidos pelo administrador do fundo, gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro, ou ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e o regulamento do fundo de investimento antes de efetuar qualquer decisão de investimento. Caso o índice comparativo de rentabilidade utilizado neste material não seja o parâmetro objetivo do fundo (benchmark oficial), tal indicador é meramente utilizado como referência econômica. Para obter informações sobre o uso de derivativos, conversão de cotas, objetivo e público alvo, consulte o prospecto e o regulamento do fundo. Verifique a data de início das atividades deste fundo. Para avaliação da performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses. Verifique se este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus quotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Verifique se este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Este fundo pode estar exposto à significativa concentração em ativos de crédito de poucos emissores. Para fundos que perseguem a manutenção de uma carteira de longo prazo, não há garantia de que o fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo.

A XP Vista Asset Management Ltda. não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas nesta carta são de caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento de investimentos, não devendo ser utilizadas com este propósito. Nenhuma informação contida nesta carta constitui uma solicitação, oferta ou recomendação para compra ou venda de quotas de fundos de investimento, ou de quaisquer outros valores mobiliários. Esta carta não é direcionada para quem se encontrar proibido por lei a acessar as informações nela contidas, as quais não devem ser usadas de qualquer forma contrária à qualquer lei de qualquer jurisdição. A XP Vista Asset Management Ltda., seus sócios e funcionários isentam-se de responsabilidade sobre quaisquer danos resultantes direta ou indiretamente da utilização das informações contidas nesta carta.