

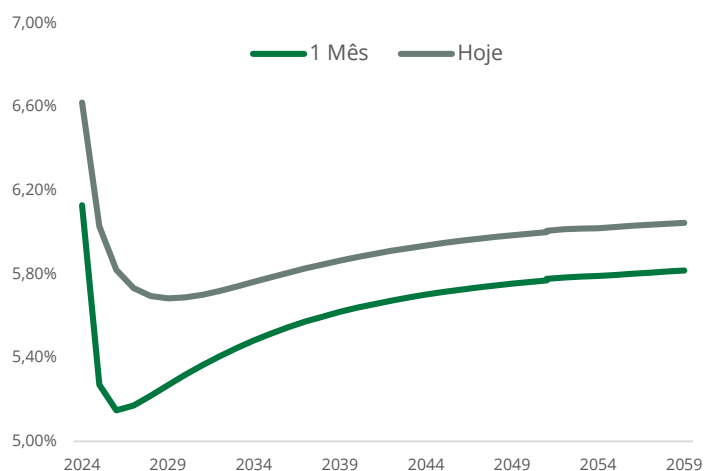
Efeitos compensatórios

Como o crédito privado apresentou menor volatilidade do que o Tesouro nos últimos 30 dias?

Neste mês, exploraremos em nossa carta mensal dois temas já bastante discutidos e que, apesar de apresentarem grande variação no mês, tiveram efeitos opostos nos preços dos ativos. São eles o **spread de crédito** e a **curva de juros do tesouro IPCA**.

Relembrando rapidamente, a curva de juros do tesouro IPCA se refere às taxas pagas pelo governo nesta classe de investimento (IPCA+) ao longo de diferentes maturidades, vide gráfico abaixo que contempla a remuneração paga acima do IPCA, para diferentes prazos de vencimento (Ex: Tesouro IPCA com vencimento em 2025 paga, hoje, aproximadamente $\text{IPCA} + 6\%$ ao ano. A 1 mês atrás esta remuneração era de $\text{IPCA} + 5,30\%$).

Curva do Tesouro IPCA



Fonte: Anbima; Elaborado por: Vermont Investimentos

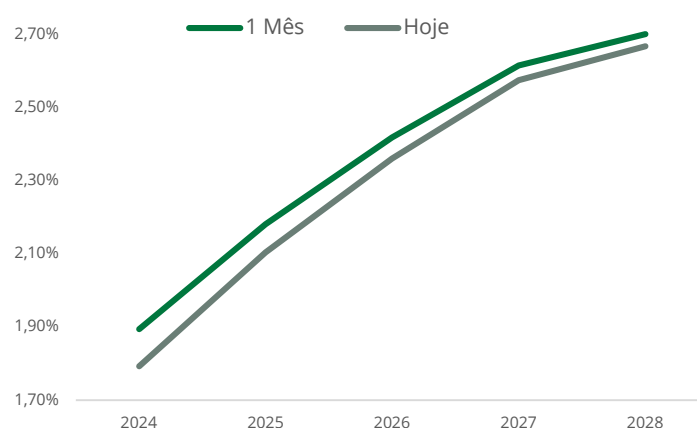
O que observamos ao longo dos últimos 30 dias foi uma elevação das taxas no tesouro IPCA, o que faz com que investidores que já detinham estes títulos, comprados a taxas menores, observassem uma marcação negativa nos preços. Normalmente, os ativos desta classe com vencimentos em até 2 anos tem seu preço muito impactado por expectativas de corte (ou elevação) na SELIC e nas expectativas de inflação de curto prazo. A partir de 2 anos os preços têm maior relação com a dinâmica de endividamento do governo e crescimento do PIB.

Já o **spread de crédito** refere-se à taxa média paga por uma empresa privada, acima da taxa paga pelo tesouro. A título de exemplo, se este spread é igual a zero, o investidor teria a mesma remuneração ao emprestar dinheiro para o governo ou emprestar dinheiro para uma empresa (ignoro aqui a isenção de imposto, presente na maioria dos ativos de crédito privados adquiridos pela Vermont). Como o governo é tido como mais seguro, toma-se a sua remuneração como piso de rentabilidade e toda empresa precisa, geralmente, oferecer uma remuneração mais alta ao investidor. Essa diferença nas taxas é o que chamamos de spread de crédito.

Pelo gráfico abaixo é possível verificarmos que houve uma redução no spread de crédito ao longo de todos os

prazos de vencimento, tomando como exemplo ativos indexados ao DI e de rating AA. Este movimento, como já vínhamos destacando em nossas últimas cartas, tem a ver com maior demanda compradora por parte dos fundos de investimento em crédito privado, que receberam aportes relevantes nos últimos 3 meses e precisaram adquirir ativos para compor o seu patrimônio.

Spread de crédito, DI - AA



Fonte: Anbima; Elaborado por: Vermont Investimentos

Como o preço de um ativo de crédito privado leva em consideração a taxa paga pelo tesouro acrescida de um prêmio (spread), tivemos como resultado final uma volatilidade menor nos preços destes ativos do que nos preços do tesouro direto, dado que o fechamento do spread de crédito compensou em parte a elevação das taxas do tesouro IPCA.

Estratégia: Temos visto diversos analistas e gestores se posicionarem a favor de compras de tesouro IPCA de prazos mais longos, com vencimento acima de 2040, tendo como principal argumento o de que as taxas se encontram acima das médias históricas (hoje, entre 5,80% e 6,00% acima da inflação).

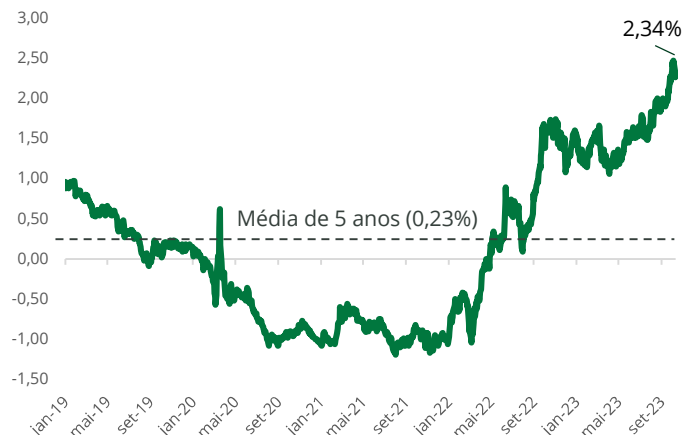
Em nossa avaliação, dois principais fatores podem frustrar esta estratégia, causando uma elevação ainda maior da curva de juros do tesouro IPCA no longo prazo, sendo:

- O crescente endividamento do governo brasileiro – o Fundo Monetário Internacional (FMI) projeta que a dívida pública bruta do Brasil vai subir de 85,3% do PIB em 2022 para 88,1% do PIB em 2023, estimando que o indicador seguirá em alta nos cinco anos seguintes, até bater em 96% do PIB em 2028.
- A taxa real de juros do tesouro americano de 10 anos, que paga hoje inflação + 2,34% ao ano para o investidor, muito acima da média dos últimos 5 anos, de inflação + 0,23% ao ano.

Estes dois fatores têm impacto direto na persistência de taxas mais altas do que a média histórica no tesouro IPCA, tanto pela via do risco de crédito (um país com maior dívida é um credor pior e por isso os investidores exigem uma remuneração maior), quanto pela

atratividade relativa frente a investir em outros países. O nível de juros na economia americana é um competidor direto por recursos dos investidores. Caso continue mantido em patamares elevados, dificilmente haverá demanda por ativos do governo brasileiro em taxas muito inferiores às atuais.

Remuneração histórica do juro real americano de 10 anos



Fonte: FRED – Federal Reserve Bank of St. Louis; Elaborado por: Vermont Investimentos.

Caminhando, finalmente, em como traduzir esta visão para a gestão dos portfólios, temos reduzido o nosso prazo médio de vencimento dos ativos indexados à inflação para um range entre 5 e 8 anos. Entendemos que existe um espaço maior para queda da SELIC no curto prazo, para algo como 10% (segundo o boletim Focus, o mercado enxerga uma queda para até 8,5% ao ano) o que beneficiaria os ativos nestes prazos. Prazos mais longos nos parecem ter hoje uma pior assimetria de retorno ajustado ao risco. Seguimos com uma alocação estrutural de pelo menos 50% em ativos indexados à inflação, sendo o restante da alocação em ativos indexados ao CDI, com prazos médios de vencimento próximos a 3 anos.

Ressalto, como sempre, que temos toda a nossa equipe a sua disposição para elucidar os tópicos acima, caso queira.

Vermont Investimentos

16 de outubro de 2023