

# Insights de Crédito no Brasil

## Contexto Macroeconômico

Ao longo de 2019, vimos um cenário de atividade doméstica com dificuldade de recuperação e queda dos indicadores de confiança. A incerteza que paira no mercado internacional e na aprovação da reforma da previdência foram as principais alavancas para um arrefecimento da confiança dos investidores com impacto negativo sobre investimentos em diversos setores, com destaque para a indústria que retraiu neste primeiro semestre.

Depois de um primeiro semestre muito fraco, as perspectivas para o nível de atividade evoluíram com o amadurecimento do processo de aprovação da reforma da previdência que culminou com um plano que deve gerar economia robusta, na ordem de R\$ 900 bilhões para o setor público nos próximos 10 anos. A nova perspectiva de melhoria fiscal e um ambiente de liquidez global mais abundante vêm colaborando na construção de uma perspectiva mais favorável de crescimento para o Brasil.

Recentemente, o Banco Central do Brasil (BCB) sinalizou um novo ciclo de corte de juros que deve adicionar estímulos importantes para mais investimentos na economia doméstica. Em nossa avaliação, a taxa Selic deve finalizar 2019 em 5,0% ao ano. Este cenário de juros baixos e inflação controlada deve gerar oportunidades importantes para a retomada do crescimento no Brasil, porém, a recuperação da economia local pode ser mais lenta dado o cenário internacional de baixo crescimento e aversão ao risco.

# Cenário de Crédito



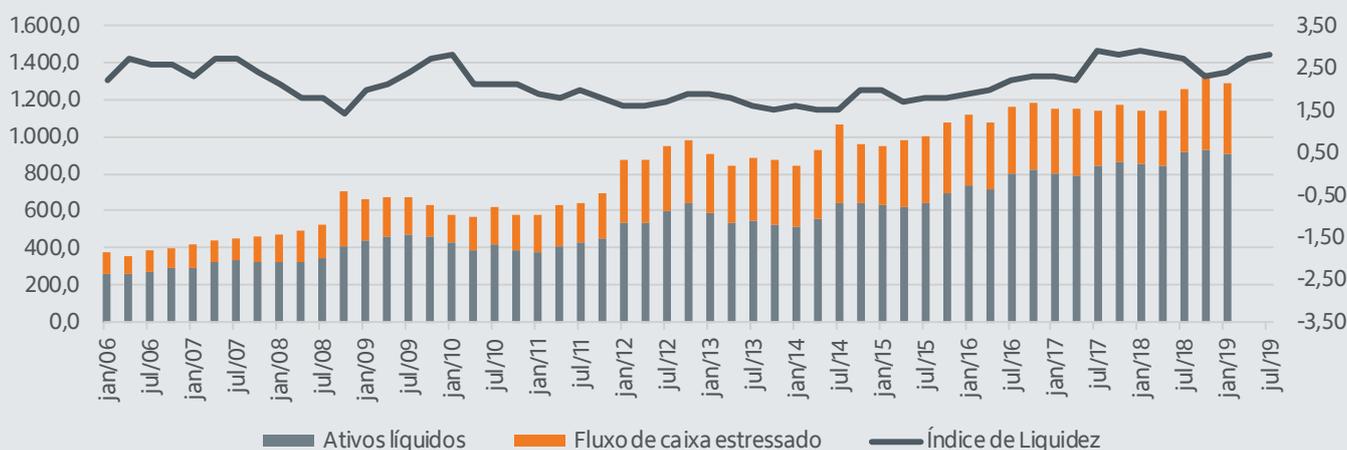
O cenário doméstico mais construtivo e taxas de juros baixas devem impulsionar investimentos privados, levando muitas empresas a procurar o mercado de capitais para financiar seus projetos.

**Com a taxa básica de juros remunerando cada vez menos, comparada a níveis históricos, investidores devem buscar mais oportunidades de investimento em crédito em novos mercados.**

Do lado da oferta de crédito bancário, o ambiente é saudável com os bancos contando com liquidez expressiva. O índice de liquidez, calculado pelo BCB, está acima de 2, indicando que os bancos possuem ativos líquidos suficientes para cobrir mais que o dobro do que os compromissos de curto prazo em caso de estresse. Por outro lado, a regulação atual do BCB, em relação aos limites

de capital (ver box: O Acordo de Basileia III), deve restringir a oferta de crédito bancário ao longo dos próximos anos. Nesse cenário, companhias deverão buscar novas fontes de financiamento nos mercados de capitais em um momento em que os títulos emitidos por bancos oferecem remuneração menos atrativas para os investidores.

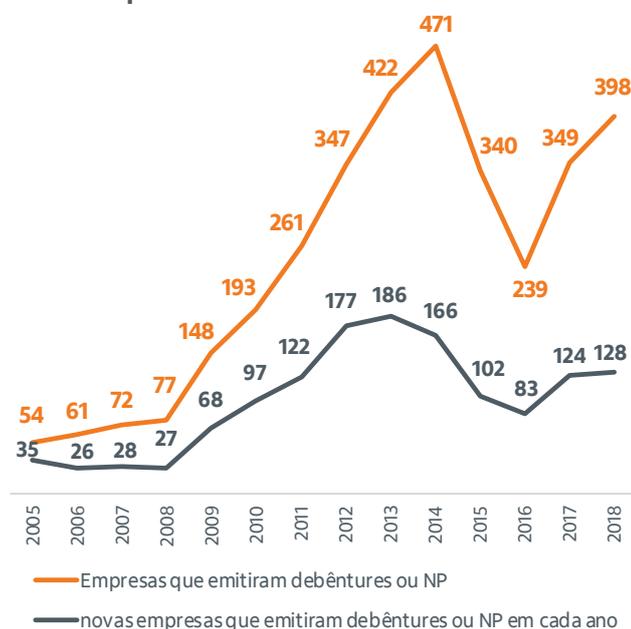
## Índice de liquidez



Fonte: Índice de Liquidez do Sistema Financeiro Nacional (jul 2019) do Banco Central do Brasil.

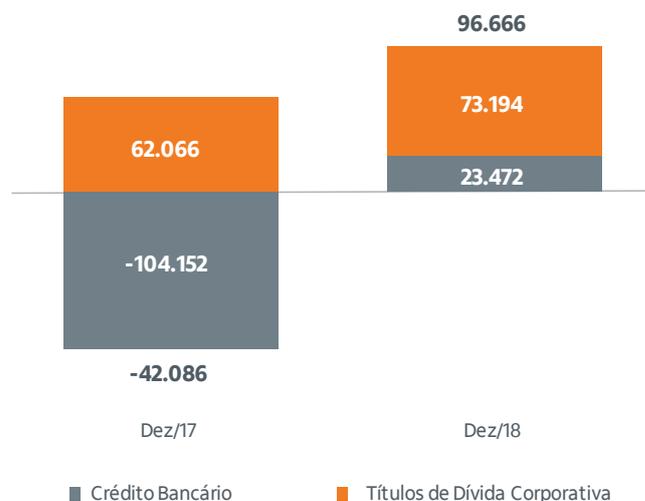
Os títulos de lastros corporativos vêm assumindo papel fundamental no financiamento das empresas. Em 2017, as emissões de dívidas privadas aumentaram em R\$ 62 bilhões e o crédito bancário sofreu redução significativa de R\$ 104 bilhões. Em 2018, os títulos privados representaram 76% dos recursos líquidos adicionais de financiamento captados pelas empresas no mercado doméstico. O aumento da oferta de crédito veio acompanhado pela melhora na alavancagem das empresas, alongamento da *duration* da dívida e redução dos *spreads*. Mesmo com o balanço mais saudável e custo de dívida mais barato, as empresas ainda não voltaram a fazer investimentos de longo prazo, dadas as incertezas com o cenário econômico.

### Participação de empresas no mercado de dívida corporativa



Fonte: Monitor mercado de capitais CEMEC / FIPE: [http://cemecefipec.org.br/?page\\_id=140](http://cemecefipec.org.br/?page_id=140)

### Fluxo de Financiamento Doméstico das Pessoas Jurídicas – em R\$ MM



Fonte: Monitor mercado de capitais CEMEC / FIPE: [http://cemecefipec.org.br/?page\\_id=140](http://cemecefipec.org.br/?page_id=140)

Outra tendência relevante é a participação de novas empresas na emissão de dívidas corporativas. Das 398 emissões do ano passado, 128 foram de novos entrantes. Nos últimos dez anos, o mercado de dívidas corporativas ganhou mais de 1200 novos emissores. Esse crescimento em tamanho e diversidade do mercado cria várias oportunidades na busca de retorno por parte dos investidores, considerando o contexto de *spreads* de crédito mais espremidos.

## O ACORDO DE BASILEIA III

O Acordo de Basileia é um conjunto de medidas de regulamentação bancária que nasceu em 1974, depois de uma crise internacional envolvendo a insolvência de um banco alemão. De lá para cá, o acordo já ganhou mais duas versões, na mais recente, estabeleceram-se quantidades mínimas de reservas de capitais ponderados pelo risco dos compromissos financeiros do banco.

Para cumprir com o acordo, os bancos têm estabelecidos limites de capital e de liquidez

em casos de estresse. De maneira bastante simplificada, o crescimento da demanda de crédito, de pessoas físicas a créditos corporativos, é limitado pelas exigências de capital.

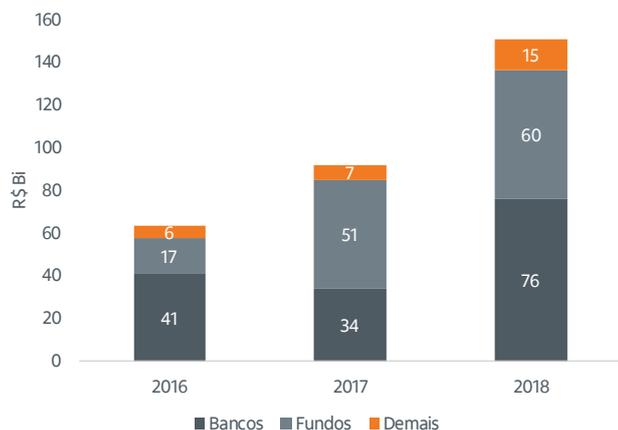
Em um ambiente com maior demanda por crédito, a atuação dos bancos como financiadores deve crescer respeitando-se este limite.

Conheça os detalhes desse tema em nosso White Paper

[confira aqui](#)

A oferta de crédito de mercado de capitais tem capturado a demanda reprimida pela restrição de oferta dos bancos estimulado pela demanda dos investidores por retornos de renda fixa mais altos. Nesse contexto, os emissores não financeiros vêm encontrando espaço para captação, gerando retornos mais atrativos para os investidores finais com apetite para compra de fundos com risco de crédito.

### Emissões de debêntures - mercado primário



Fonte: Relatório de Estabilidade Financeira – Banco Central do Brasil <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ref/201904>

Entre 2016 e 2018, a participação dos bancos nas emissões de debêntures do mercado primário saiu de uma faixa de 64% para 50%, com aumento significativo da participação de fundos nessas emissões – de 27% em 2016 para 40% em 2018. Este movimento tem se revelado uma tendência na dinâmica de financiamento das empresas, com um papel cada vez mais relevante da indústria de fundos para absorver essa demanda de mercado. Debêntures passaram a ocupar espaço mais relevante como opções de investimento em um contexto de queda de taxa de juros. Um dos motivos para o aumento da participação dos fundos no crédito corporativo foi a redução das taxas dos papéis bancários. Essa redução se deu pelo excesso de liquidez dos bancos, que reduziram bastante o ritmo de concessão de crédito nos últimos anos.

A redução nas taxas dos papéis bancários, exigiu uma mudança do perfil da carteira dos fundos que, historicamente, sempre foi muito concentrada em papéis bancários. Com a redução dos *spreads* dos papéis bancários, a demanda migrou para os papéis corporativos que pagam *spread* superior na média. Esse movimento dos fundos, por sua vez, pressionou para baixo os *spreads* dos emissores corporativos. Dado que as empresas estão fazendo pouco investimento, a oferta e demanda de crédito continuarão desequilibradas, pressionando os *spreads* para baixo. Em um ambiente macroeconômico estável e de taxa de juros em patamares baixos, é natural que os fundos continuem ganhando espaço no total da dívida das empresas.

É esperado também que empresas menores que oferecem *spreads* mais atrativos, porém, com maior risco de crédito, comecem a acessar o mercado de capitais como uma alternativa de financiamento. Um fator importante, entretanto, que pode mudar essa dinâmica de redução de *spreads* no mercado de capitais, é a captação dos fundos, que vem sendo bastante positiva nos últimos meses, mas pode começar a sofrer com o movimento de *risk-on* para fundos multimercado e outras classes com maior volatilidade.

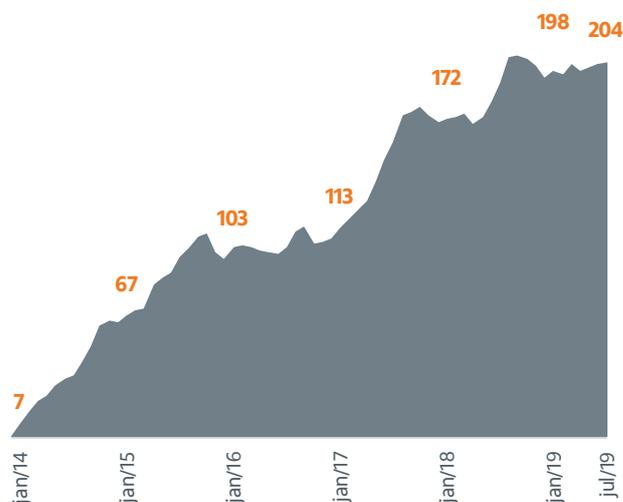
### Taxa média de LF de 2 anos



Fonte: Itaú Asset Management - Mar 2019

Nos últimos 5 anos, os fundos da categoria crédito privado captaram mais de R\$ 204 Bi. Os números impressionam e devem continuar a crescer no médio prazo, porém suscetíveis à volatilidade de passivo em momentos de *risk-on* e *risk-off*. Nota-se um crescimento importante de novas gestoras independentes focadas em fundos de crédito e gestoras de bancos, aperfeiçoando sua prateleira de oferta de fundos de crédito para clientes.

### Captção dos fundos de crédito (R\$ bi)



Fonte: Quantum | Itaú Asset Management - Jul 2019

# Impactos para o Investidor

Os fundos de crédito oferecem atratividade ao investidor pela capacidade de geração de retornos mais atraentes do que os instrumentos financeiros indexados ao CDI, com nível de volatilidade relativamente baixo quando comparados a alternativas que envolvem riscos de mercado(1). A volatilidade mais baixa não deve ser considerada como fator único de análise de risco pelos investidores.

**O monitoramento da estrutura das emissões e saúde financeira dos emissores é essencial para a avaliação mais ampla dos riscos dos fundos de crédito.** Diferente de fundos multimercados, por exemplo, que tem exposição a risco de mercado e, por consequência,

mais volatilidade de cota, os fundos de crédito podem oferecer uma falsa sensação de segurança, pois movimentos mais amplos de marcação a mercado são mais raros dado que os ciclos na indústria de crédito são de mais longo prazo. Em eventos de revisão negativa de *rating* ou eventos de *default*, porém, os fundos de crédito podem gerar variações negativas bastante bruscas no retorno das cotas.

Cientes do estágio de desenvolvimento do mercado secundário de títulos privados, a **Itaú Asset Management combina o monitoramento do risco de crédito(1) das emissões com processos de controle e gestão da**

**liquidez da carteira dos fundos de crédito.** Emissões menores, muito longas ou com risco de crédito mais elevado encontram um mercado secundário ainda pouco líquido no Brasil. Esse cenário gera um potencial descasamento entre ativos e passivos na carteira dos fundos, especialmente aqueles que contam com regras de cotização para resgate muito curtas. Esse exercício de construção de carteira, calibrando o risco de crédito com liquidez alinhada às regras de pagamento de resgates, é essencial para assegurar ao investidor retornos consistentes não apenas quando estão investidos, mas também quando efetuam seus resgates.

(1) RISCO DE CRÉDITO E RISCO DE MERCADO:

**Risco de mercado** representa a oscilação dos preços dos ativos conforme expectativa dos investidores ou devido a eventos de mercado. Já o **risco de crédito** está relacionado à possibilidade do emissor de um título, ou dívida, cumprir com o pagamento acordado. Quando o devedor não cumpre com o pagamento da dívida no prazo estabelecido, acontece o evento de *default*.

# Perspectivas e Oportunidades

O cenário econômico está em um momento de expectativa de recuperação marcado ainda por uma situação de fragilidade. Se de um lado, a atividade mais fraca diminui a velocidade de crescimento da economia, do outro, permite mais espaço para estímulo monetário. O cenário de taxas de juros em patamares recordes mínimos deve acelerar os investimentos na economia real e impactar positivamente os números de nível de atividade. Em nossa opinião, o PIB deve avançar 1,1% em 2019 e 2,7% em 2020, com clara tendência de um futuro mais promissor no lado de crescimento econômico. As empresas devem passar a investir mais e o monitoramento da saúde financeira das companhias em ambiente que estimula o carregamento de menos caixa ganha muita importância na construção de uma carteira com riscos vinculados a crédito. A mudança na dinâmica de financiamento das empresas com

maior uso dos mercados de capitais deve atrair também empresas de menor porte.

O crescimento do tamanho do mercado e da diversidade de emissores é muito saudável para os investidores finais. É importante, porém, observar e escolher com cuidado as emissões de empresas de médio porte que costumam oferecer retornos mais altos do que as emissões das grandes corporações, as quais são mais experientes no mercado e têm maior robustez financeira. O foco das análises deve voltar-se para a capacidade dessas empresas em cumprir os contratos de dívidas firmados com bancos e com o mercado. **Nesse contexto, um processo robusto de análise de crédito ganha muita relevância na escolha das melhores emissões, evitando eventos de default.**

# Nossa Estratégia

A Itaú Asset Management é a maior detentora de títulos privados do país, com mais de R\$ 125 bilhões de ativos de crédito. Esta posição de destaque nos permite oferecer uma variedade relevante de estratégias de crédito, com variações de risco, liquidez e concentração, sempre calibrados para oferecer para os investidores a melhor solução.

**Nossa análise robusta e forte relacionamento com o *management* das empresas nos permite compor um portfólio que priorize ativos com boa relação risco x retorno.** As perspectivas positivas para o cenário doméstico adicionam confiança a essa estratégia, apoiada sempre em um processo robusto e constante de análise.

Em busca das melhores emissões de crédito, o time de gestão de crédito da Itaú Asset mantém um relacionamento próximo com as empresas emissoras. **A proximidade dá oportunidade de participação ativa da equipe de crédito no processo de negociação de emissões privadas (*Private Placements*), o que torna possível a negociação de melhores preços e customização de condições e termos das emissões.** Este tipo de operação foi responsável por mais de **R\$ 31 bilhões dos novos títulos adquiridos pelos fundos de crédito nos últimos 18 meses e é parte importante da diferenciação de retorno dos fundos.**

## Líder de mercado em crédito privado



Fonte: Itaú Asset Management - Jul 2019

## Grade completa e sofisticada de crédito para cada tipo de investidor

A Itaú Asset tem uma grade de produtos diversificada com fundos que atendem desde o perfil mais conservador até o mais arriscado, oferecendo liquidez de resgate adequada para cada produto.

HighGrade

HighYield



DI com Crédito

Diferenciado

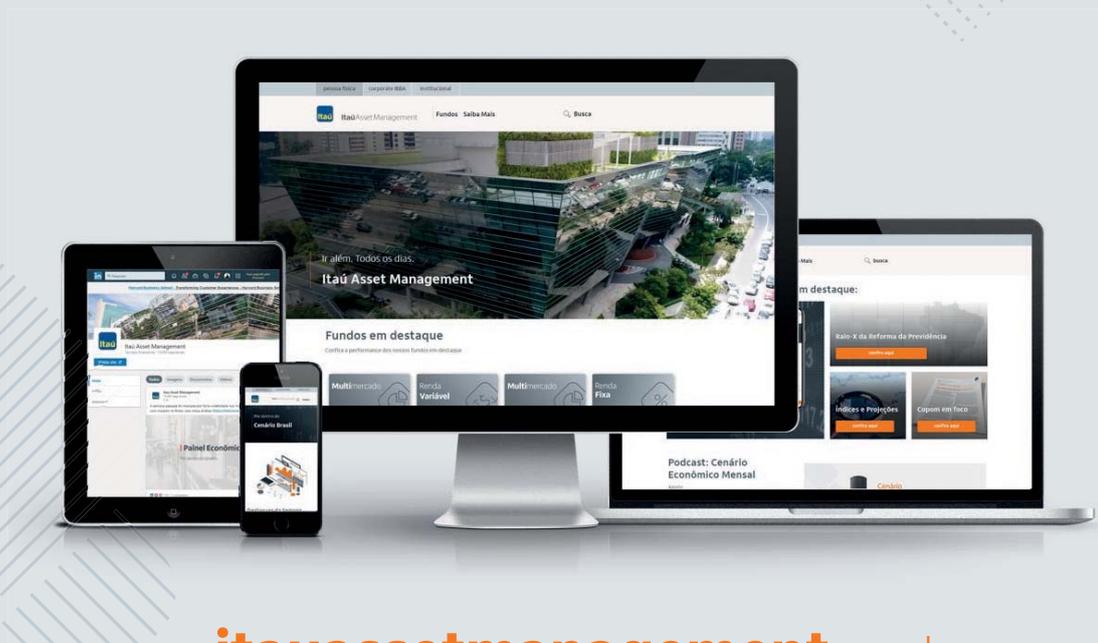
Active Fix

Active Fix Plus

Precision

Precision Advanced

Crédito Estruturado



[www. itauassetmanagement .com.br](http://www.itauassetmanagement.com.br)

Siga nosso perfil no **LinkedIn**  
**Itaú Asset Management**

 **#itauasset**

## Informações Relevantes

A Itaú Asset Management é o segmento do Itaú Unibanco especializado em gestão de recursos de clientes.

Para obter mais informações, entre em contato pelo telefone (11) 3631-2555. Consultas, sugestões, reclamações, críticas, elogios e denúncias, utilize o SAC: 0800 728 0728, todos os dias, 24 horas, ou o canal Fale Conosco ([www.itaui.com.br](http://www.itaui.com.br)). Se necessário contate a Ouvidoria Corporativa Itaú: 0800 570 0011 (em dias úteis das 9h às 18h) ou Caixa Postal 67.600, CEP 03162-971. Deficientes auditivos ou de fala, todos os dias, 24 horas, 0800 722 1722. Para mais informações, acesse [www.itauassetmanagement.com.br](http://www.itauassetmanagement.com.br).