

Resenha **Crédito Privado**



Agosto de 2024



Equipe Trígono



Werner Roger
Sócio-Fundador & CIO Trígono Capital



Marcelo Antonio Tramontina Peixoto, CGA
Gestor de Crédito Privado



Rômulo Bredt, CGA, CNPI
Analista de Crédito Privado



Larissa Marrocos Villar
Analista de Crédito



Resenha **Crédito Privado** _____ **Agosto** de 2024

O mês de julho chegou ao fim. Se fôssemos escolher uma imagem para representar a impressão que o início do 2º semestre deixou, essa seria uma ótima sugestão:



Crédito: Reprodução

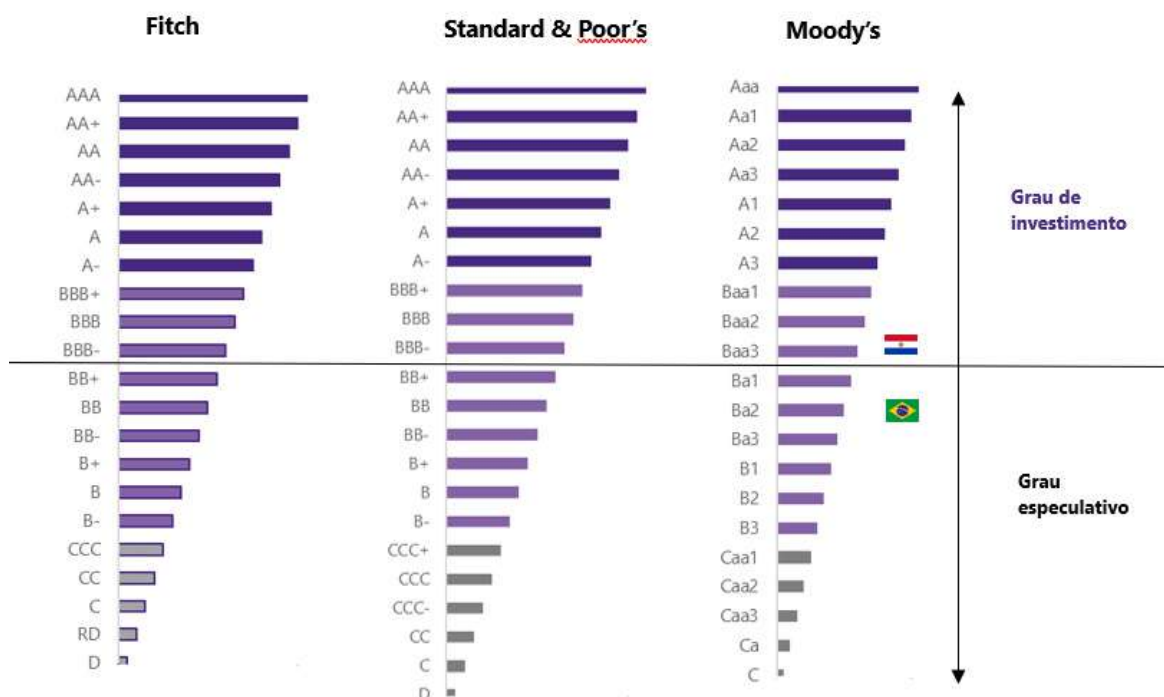
Sem pausa para apreciar os Jogos Olímpicos de Paris e o desempenho a desejar do potencial esportivo adormecido do nosso país (acreditem, esse comentário vai fazer sentido mais à frente), tivemos um *take off* fortíssimo para a indústria de crédito privado – tanto no mundo *high-grade* série institucional quanto nas debêntures incentivadas referenciadas em IPCA: os spreads de crédito continuaram a fechar, o fluxo de recursos foi favorável e os fundos deram bons retornos. As emissões primárias foram bastante tímidas – mas julho é mês de férias, foi como costuma ser todo ano. Agosto deve começar a trazer as coisas ao ritmo normal.

Nossos dois fundos – Trígono Sirius; e Trígono Polaris Debêntures Incentivadas – estão em fase pré-lâmina por isso, por regulação, não podemos divulgar informações de rentabilidade e carteira. Mas já a partir da próxima Resenha mensal todas as informações do Trígono Polaris Debêntures Incentivadas que completará 6 meses de vida estarão aqui – além da lâmina. Sempre bom lembrar: tanto o Polaris quanto o Sirius estão disponíveis para investimento na plataforma do BTG Digital, Necton e em processo de diligência nas demais. Pergunte ao seu assessor de investimentos.



Resolvemos tratar aqui neste mês de um tema que pode ter passado despercebido para muitos – mas não para nós. Ainda mais com a temática fiscal brasileira (nosso grande calcanhar de Aquiles) tão em voga. E, aproveitando o ensejo: em breve teremos um novo produto de crédito privado na prateleira. *Stay tuned!*

Bom, sem mais delongas: o Paraguai, nosso vizinho, obteve o tão sonhado Grau de Investimento da *Moody's* (*upgrade* de Ba1 para Baa3) na escala global em 26 de julho. Para quem não se lembra: o rating de bom pagador, seja para empresa, banco ou governo soberano, tem implicações importantíssimas.



Fonte: Fitch, Moody's e Standard & Poor's, elaboração Trígono Capital

A informação talvez tenha chocado algum leitor. Como assim, o Paraguai? Cabem quase 21 "Paraguais" dentro do Brasil, em termos de área (8.515.759 km² aqui; 406.752 km² lá); o PIB do Paraguai cabe quase 51 vezes dentro do PIB do Brasil, população, diversificação econômica, potencial econômico – em quase tudo o Brasil parece (muito) maior que o Paraguai.

Indicadores - 2023	Paraguai	Brasil
PIB Per capita (US\$)	6.261	10.043
Total do PIB (US\$ tri)	0,042	2,17
Taxa de crescimento do PIB	4,7%	2,9%
Inflação anual (%)	4,6%	4,7%
Taxa de desemprego total (%)	5,8%	8,0%
Total de reservas (incluindo ouro - US\$ bi)	10	355
Dívida de curto prazo (% reservas em 2022)	24%	21%
Estoque de dívida externa (% PIB em 2022)	60%	31%

Fonte: Banco Mundial, elaboração Trígono Capital.

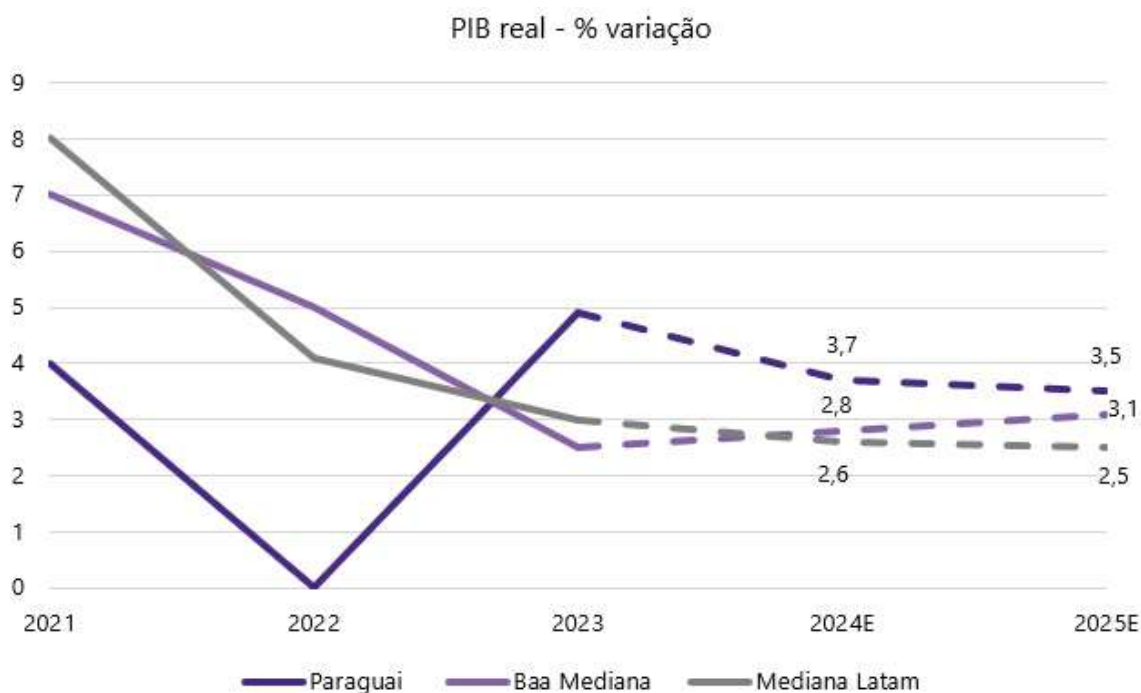


Paraguai	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
PIB real (% variação)	3,2	-0,4	-0,8	4,0	0,2	4,7	3,7	3,5
Inflação (% variação média)	4,0	2,8	1,8	4,8	9,8	4,6	3,3	4,0
Resultado Financeiro/PIB (%) [1]	-1,3	-2,9	-6,1	-3,6	-2,9	-4,2	-2,6	-1,9
Resultado primário/PIB (%) [1]	-0,6	-2,0	-5,1	-2,5	-1,7	-2,5	-0,9	-0,3
Dívida/PIB (%) [1]	20,8	24,2	35,2	34,6	37,7	38,5	39,3	39,6
Dívida/Receita (%) [1]	147	170	261	253	268	275	269	272
Pagamento de juros/receitas (%) [1]	4,8	5,8	7,9	8,0	8,8	11,9	11,4	10,8
Conta Corrente/PIB (%)	-0,2	-0,6	1,9	-0,9	-7,5	0,2	-0,4	-2,2

[1] Governo Central

Fonte: Moody's Ratings, Government of Paraguay – Baa3 stable, Credit Opinion 31/07/2024 – elaboração Trígono Capital.

O investimento em infraestrutura aliviou os gargalos de crescimento do Paraguai e continuará a suportar o fluxo robusto e continuado de investimento privado em setores não tradicionais do país, como manufaturas leves, agronegócio e energia limpa. A ação de *rating* da Moody's ainda enseja uma perspectiva estável, refletindo a expectativa de que o crescimento econômico (superior à mediana da América Latina e dos países com *rating* na categoria Baa) permanecerá robusto. O suporte para isso virá de mais investimentos, tanto públicos como privados, e em projetos-chave de infraestrutura, mitigando os riscos relacionados à exposição a preços de *commodities* e decorrentes de choques climáticos.

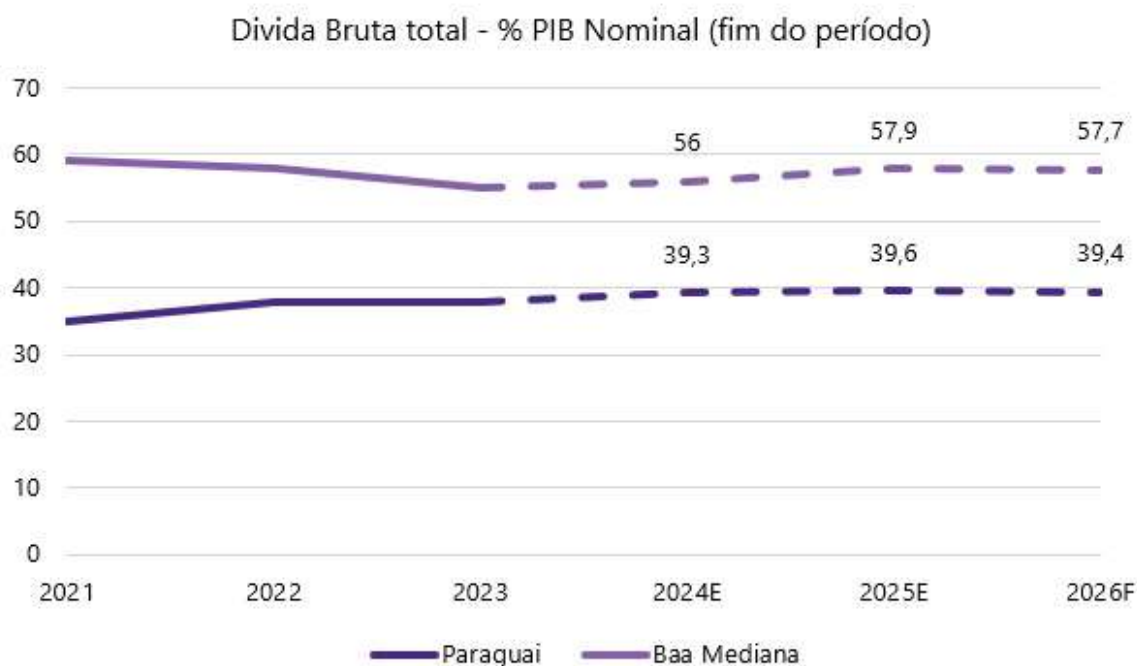
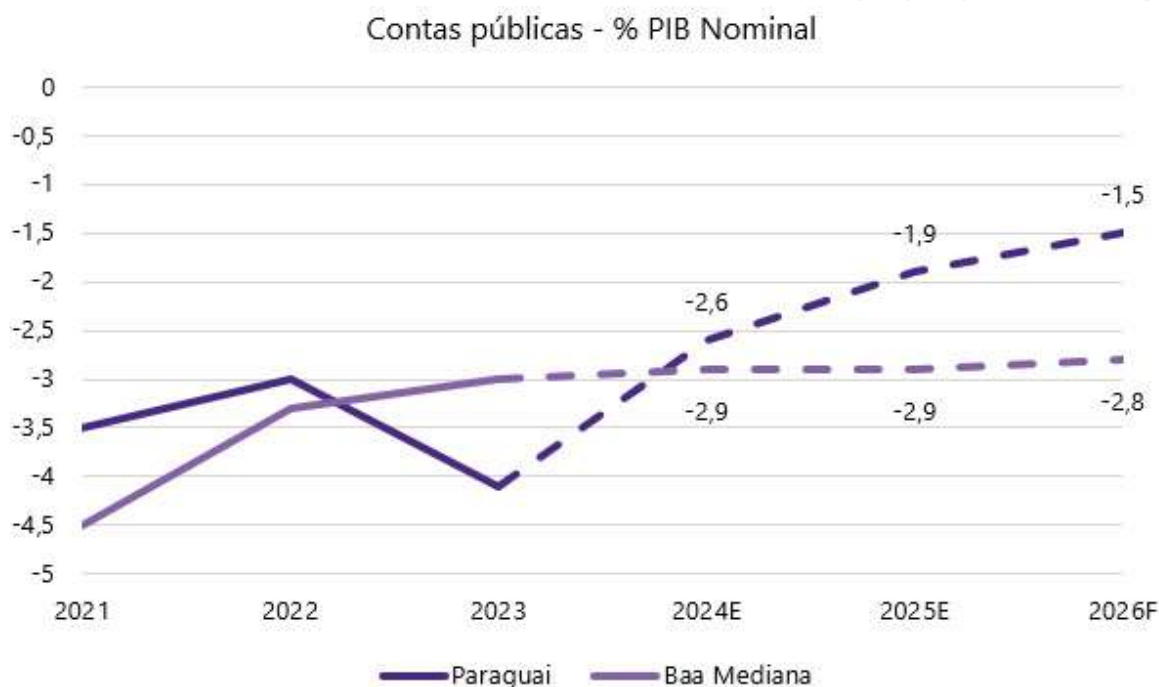


Fonte: Moody's Ratings, Government of Paraguay – Baa3 stable, Credit Opinion 31/07/2024 – elaboração: Trígono Capital

A agência de classificação de risco ainda reforçou as expectativas de que o governo preservará a fortaleza fiscal, enquanto esforços para reduzir a participação de dívida em moeda estrangeira diminuirão o risco de exposição à variação cambial. Sabe-se, no entanto, que a maior parte da dívida do governo seguirá em moeda estrangeira pelo futuro previsível.



A credibilidade fiscal foi reconhecida pelo cumprimento de metas. Para este ano, o déficit fiscal deverá ser de 2,6% do PIB; para 2026, de apenas 1,5% (de acordo com a Lei de Responsabilidade Fiscal). Os gráficos a seguir mostram não apenas a melhora dos indicadores, mas também como o Paraguai se compara muito bem com a mediana dos países com categoria de *rating* "Baa". A posição também é boa em relação a sua baixa e estável relação Dívida/PIB (em %).



Fonte: Moody's Ratings, Government of Paraguay – Baa3 stable, Credit Opinion 31/07/2024 – elaboração Trígono Capital.

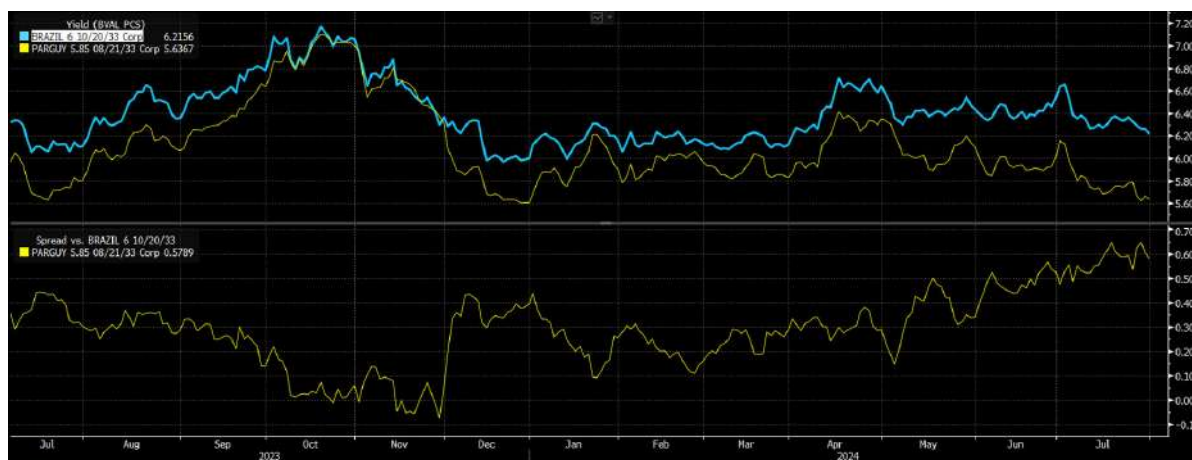


Interessante também contextualizar o nível de juros local: 6% ao ano, patamar mantido há vários meses após um afrouxamento monetário de 250 bps (último corte de 25 bps tendo ocorrido em março). A inflação está em 4,3%, ante uma meta de 4% (+/- 2 pontos percentuais) do Banco Central paraguaio – seguindo bem ancorada para os próximos 12 e 24 meses no centro da meta.

E o impacto nos mercados? Bem verdade que uma parte importante da reação de mercado também ocorre quando uma segunda agência classificadora eleva o emissor a grau de investimento. Diversos fundos, índices e mandatos requerem essa classificação por pelo menos duas agências. No momento, tanto S&P quanto *Fitch* mantêm o Paraguai em BB+/estável em suas respectivas escalas globais – ainda um degrau (ou *notch*) abaixo do BBB-.

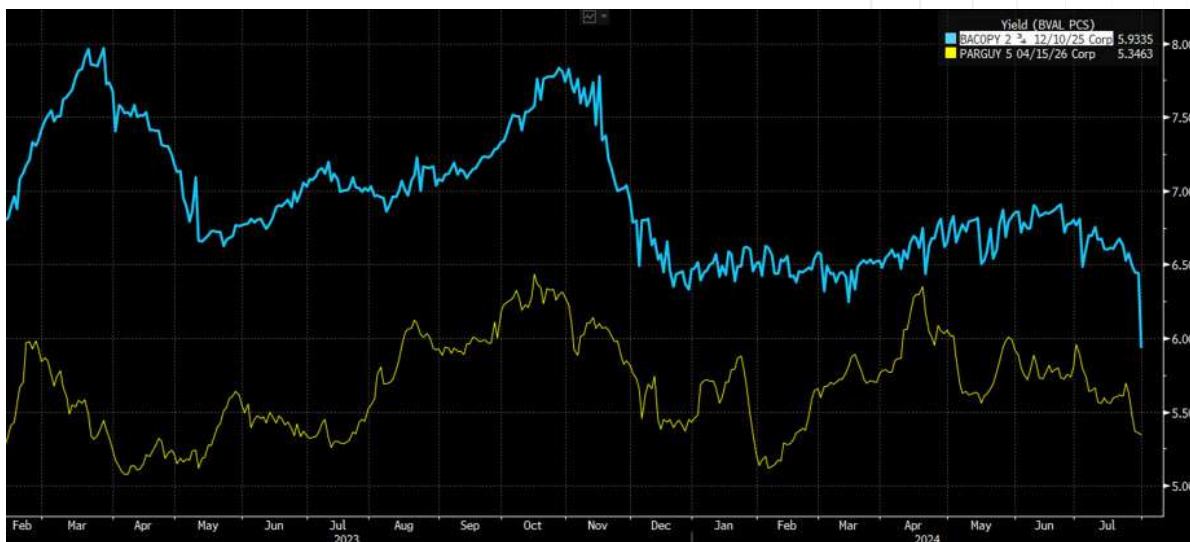
As reações de mercado já podem ser vistas. Claro, um pouco contaminadas pelo fechamento das *US Treasuries* com investidores em busca de refúgio – preocupados com os rumos da economia americana, com os resultados das empresas de tecnologia e o nível das bolsas por lá. Ora, ora, narrativas...

Mas voltando ao nosso caso, e a título de curiosidade: quando comparamos um título brasileiro e um paraguaio emitidos no exterior em dólares e de similar vencimento (2033), vemos o diferencial de spread entre eles se alargando de 10 bps em fevereiro/2024 para atuais 55 bps. Com tendência de aumentar, dado a recente conquista paraguaia do cobiçado *investment grade* – e com o Brasil em meio a suas incertezas fiscais.



Fonte: Bloomberg, 31/07/2024

Subsequente ao *upgrade* paraguaio, como era de se esperar – dado o link entre governos soberanos e bancos (os grandes financiadores dos governos no âmbito doméstico em qualquer lugar do mundo) –, dois bancos também tiveram o upgrade de Ba1 para Baa3: AFD (Agência Financiera de Desarrollo) e o Banco Continental S.A.E.C.A., o maior banco privado do país. Inegável a valorização de seu **bond** BACOPY 2 ³/₄ 12/10/25, evidenciada pela queda acentuada do seu *yield* (em azul no gráfico abaixo) de forma ainda mais abrupta do que a queda da taxa do *bond* soberano paraguaio (PARGUY 5 04/15/26, de *duration* parecido).



Fonte: Bloomberg, 31/07/2024

Para encerrar, apresentamos nosso boletim olímpico:

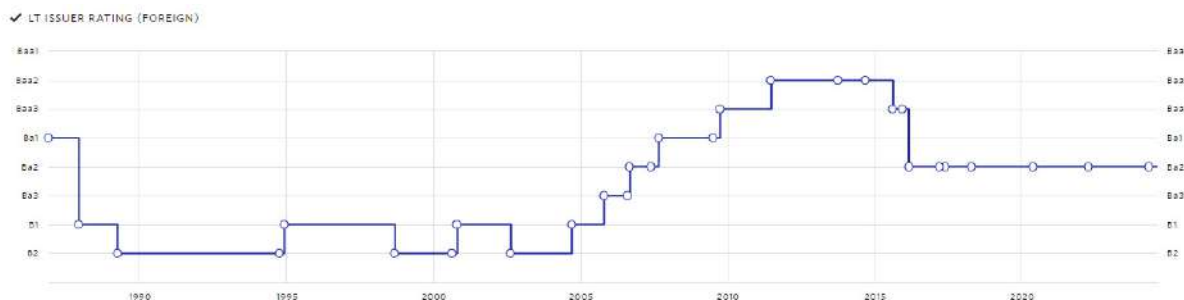
Paraguai subiu ao pódio: ganhou sua suada medalha de ouro – o Grau de Investimento.

Reconheçamos: foi merecida! Houve muita preparação.

Seguimos em busca da nossa – ou melhor: em busca de recuperar o lugar no pódio que foi nosso, entre 2009 e 2016. Lá se vão longos oito anos desde que perdemos o selo de grau de investimento na classificação da *Moody's*.

O país vizinho parece ter feito seu bolo com uma receita que não é surpreendente nem parece complicada. Mas a execução sem dúvida é desafiadora! Fica para reflexão.

Mas confiamos que temos tudo – ou, pelo menos, um potencial gigantesco – para chegar lá! Basta não dormirmos em berço esplêndido!



Fonte: Moody's Ratings, evolução do rating do Brasil na escala global.

Esperamos que tenham apreciado esse breve sobrevoo pelo mundo LATAM. Mais novidades em breve.

Até mês que vem!



TRÍGONO
Capital

ALÉM DO ÓBVIO



www.trigonocapital.com

R. Surubim, 373 - Cidade Monções, São Paulo - SP, 04571-050
contato@trigonocapital.com