



MARCELO GUTERMAN, CFA
Product Specialist

O mercado de crédito: o que aconteceu e o que esperar

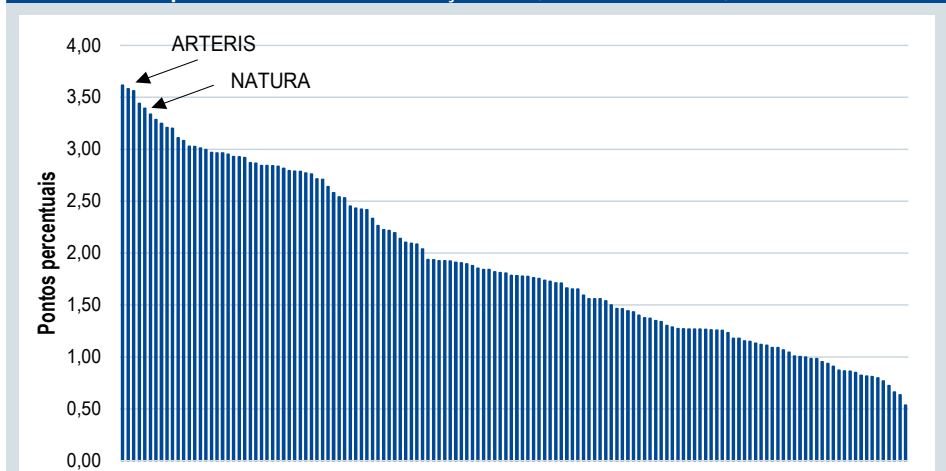
ABRIL 2020

Todos os ativos de risco sofreram enormes perdas, em função da perspectiva de recessão global causada pelas medidas para combater a propagação da pandemia do Covid-19. Mas, se há uma classe de ativo que surpreendeu particularmente, esta certamente foi o crédito. Bem ou mal, entendemos quando ocorrem grandes perdas em ativos voláteis, como bolsa ou títulos de renda fixa de longo prazo, em meio a uma crise desta magnitude. Mas o crédito é tido como uma classe de ativo praticamente sem volatilidade, que apresenta perdas apenas quando um emissor não consegue honrar a sua dívida. No entanto, em março, os spreads dos papéis emitidos por empresas privadas e bancos subiram de maneira bastante acentuada.

Como sabemos, quando os spreads de crédito sobem, os preços desses títulos caem. Isso acontece porque a taxa de juros usada para trazer o fluxo de pagamentos do título a valor presente é maior, fazendo com este valor presente fique menor. Apesar de serem títulos normalmente atrelados ao CDI, o spread representa uma parcela prefixada da remuneração. Assim, por exemplo, se um título paga CDI+1% ao ano, este 1% é uma remuneração prefixada. Se esta remuneração sobe, por exemplo, para 2%, o valor presente do título deverá ser menor, pois a taxa de desconto do fluxo de caixa aumentou de 1% para 2%.

No Gráfico 1, podemos observar a abertura dos spreads de crédito durante o mês, de todas as debêntures precificadas como um spread sobre o CDI (cada barra representa uma debênture). Destacamos dois papéis, Arteris e Natura, debêntures que tiveram seus spreads subindo 3,56 e 3,25 pontos percentuais, respectivamente, causando perdas de 5,92% e 11,10% para essas debêntures. Cabe destacar que ambas são classificadas como AA pelas agências de rating e, mesmo com a deterioração das condições macroeconômicas, o risco de uma renegociação de dívida permanece baixo.

Gráfico 1
Abertura dos Spreads de Crédito em Março/2020 (Debêntures CDI+)



Fonte: Anbima

Neste artigo, vamos entender melhor os fatores que causaram as perdas no mês de março e, principalmente, o que podemos esperar daqui para frente.

As duas fontes de perdas com crédito

Quando pensamos em risco de crédito, a primeira (e talvez única) fonte de perda que normalmente nos vem à mente é o risco de não pagamento da obrigação por parte do tomador do crédito. É o que chamamos de risco de default, ou de inadimplência. Este risco é refletido no preço do ativo de crédito ao longo da vida deste, em função da probabilidade de inadimplência. Assim, se ao longo da vida do título de crédito o risco de inadimplência aumenta, o preço deste título cai, refletindo essa deterioração da qualidade do crédito.

Mas essa é apenas a fonte, digamos, “fundamentalista”, para as perdas com o risco de crédito. Ou seja, aquelas perdas explicadas pelos fundamentos da empresa emissora. No entanto, essa não é a única fonte de perda com crédito.

A segunda fonte de perda é o chamado prêmio pela liquidez.

Imagine que você possui um apartamento. Seu vizinho está com sérios problemas financeiros, e precisa vender o apartamento dele a qualquer preço. Assim, ele “queima” o apartamento por um preço muito abaixo daquilo que está sendo praticado pelo mercado naquele momento. Este preço não reflete os “fundamentos” do apartamento, mas apenas a necessidade de liquidez do seu vizinho. É o que chamamos de “prêmio pela liquidez”, um pedágio cobrado daqueles que necessitam de dinheiro em caixa, e estão dispostos a pagar um prêmio por isso.

Os títulos de crédito se desvalorizam também porque o seu prêmio pela liquidez sobe. Investidores que necessitam de caixa vendem esses títulos a qualquer preço para atender suas necessidades. E isso não tem relação com os fundamentos do emissor do título.

Os dois fatores atuaram no atual movimento de desvalorização dos títulos de crédito. Houve, de fato, uma deterioração sistêmica da qualidade de crédito das empresas. Todas enfrentarão dificuldades, em maior ou menor grau, para fazer frente às suas obrigações. O caixa vai ficar mais apertado e a alavancagem financeira vai aumentar. Então, é natural que a taxa de juros cobrada para o financiamento das empresas se eleve, para compensar este aumento do risco de crédito.

O outro fator, o de busca pela liquidez, também se fez presente, e de maneira muito intensa. As empresas e os indivíduos, até pela perspectiva de uma recessão profunda e de diminuição de fluxo de caixa, procuraram por liquidez. E ativos de crédito, assim como outros ativos de risco, sofreram fortes desvalorizações em função de vendas forçadas.

Será bastante útil procurar identificar o papel de cada um desses fatores na recente desvalorização dos títulos de crédito. Isso porque podemos esperar que o prêmio pela liquidez diminua de maneira relevante com o passar do tempo, mesmo que o risco de inadimplência, calculado pelos fundamentos das empresas, permaneça nos atuais patamares. Em outras palavras, podemos esperar uma valorização dos títulos crédito mesmo que os fundamentos das empresas continuem deteriorados.

O cálculo do spread de crédito

Digamos que tenhamos emprestado R\$ 1.000 para uma empresa por um ano, a uma taxa de 5% ao ano. Somente saberemos o valor real deste investimento no dia do seu vencimento: a empresa pode pagar R\$ 1.050, R\$ 1.000, R\$ 500 ou zero no vencimento. O valor esperado deste recebimento determinará o valor real deste investimento a cada momento.

Como títulos de crédito são negociados no mercado, o seu valor deve compensar, todos os dias, o prêmio

exigido pelo mercado para refletir a distribuição de recebimentos esperados. Assim, digamos que, no exemplo acima, o mercado veja 90% de chance de que a empresa pague R\$ 1.050 no vencimento e 10% de que pague um valor alternativo qualquer, por exemplo, R\$ 1.000. O valor esperado deste investimento, portanto, não seria mais de R\$ 1.050, mas de $R\$1.050 \times 90\% + R\$1.000 \times 10\% = R\$1.045$, uma perda esperada de aproximadamente 0,5%. Note como o preço do ativo foi afetado negativamente pela deterioração da qualidade de crédito da empresa, ou seja, a probabilidade de que não ocorra o pagamento da dívida no vencimento.

De maneira genérica, o spread, calculado em função do risco de inadimplência, será aproximadamente igual à perda esperada pelos investidores, acrescido de um prêmio pela incerteza em relação a essa estimativa de perda. Assim, no exemplo acima, o spread seria de aproximadamente 0,5% mais um prêmio.

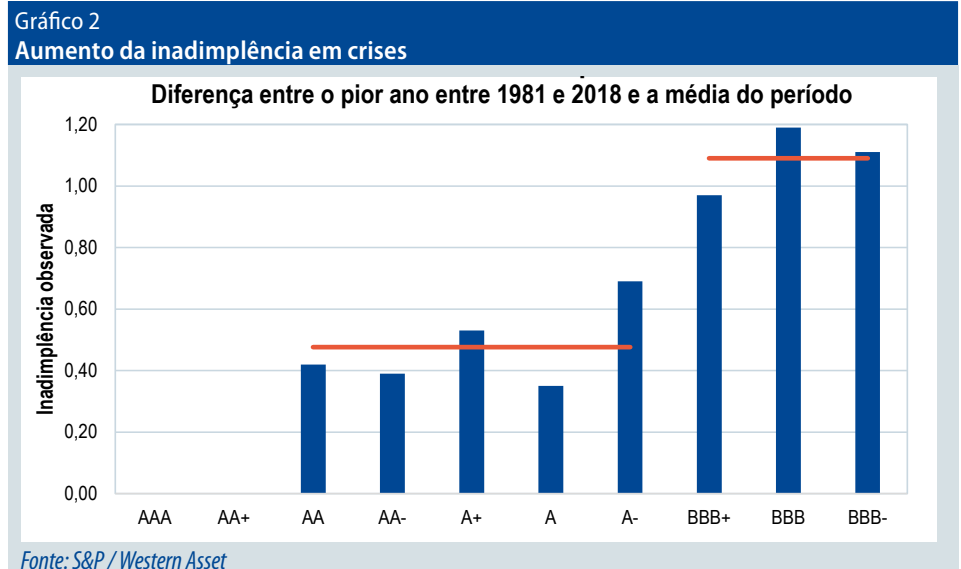
Vimos então que o spread de um título de crédito reflete a percepção sobre a probabilidade de inadimplência. Mas não só. O spread também reflete o “prêmio pela liquidez”. Veremos, a seguir, como estimá-lo.

Estimando o prêmio pela liquidez

Uma vez calculado o spread devido pela expectativa de default, vamos agora procurar calcular o spread pela liquidez. Para tanto, vamos tentar estimar qual seria o aumento da inadimplência em situações de extremo stress da economia. Como o spread dos títulos de crédito deveria subir de acordo com o aumento do risco de inadimplência, toda a elevação adicional, não explicada por esse aumento do risco de default, só poderá ser explicada pelo aumento do prêmio pela liquidez.

As agências de avaliação de risco de crédito produzem, regularmente, históricos de default em função do rating concedido às empresas. Por exemplo, a S&P produz um relatório anual que mostra justamente este histórico de default. O último relatório disponível traz o histórico no período de 1981-2018. Neste relatório, encontramos o percentual de empresas que ficaram inadimplentes ano a ano, em função dos ratings atribuídos pela própria agência no momento da emissão do papel.

Partimos do seguinte pressuposto: a diferença entre o percentual de defaults observados no pior ano da série e a média dos defaults de todos os anos para um determinado rating pode nos dar uma ideia aproximada do stress nos spreads de crédito devido exclusivamente à perspectiva de aumento de inadimplência. No Gráfico 2, mostramos o resultado desta diferença para cada rating.



Podemos observar que, para ratings AA e A, este aumento foi de, em média, 0,5 ponto percentual. Já para ratings BBB, o aumento da inadimplência foi, em média, de 1,1 ponto percentual.

Como vimos acima, o aumento do spread deve ser proporcional ao aumento da probabilidade de inadimplência. No caso, os spreads de títulos AA e A deveriam ter subido algo como 0,5 ponto percentual, enquanto para títulos com rating BBB, os spreads deveriam ter subido aproximadamente 1,1 ponto percentual.

Voltemos ao Gráfico 1, onde mostramos o aumento dos spreads de crédito dos títulos corporativos no mês de março. Os spreads de Arteris e Natura, ambas com rating AA, subiram, respectivamente, 3,56 e 3,25 pontos percentuais. De acordo com nossa premissa, desta elevação, 0,5 ponto deve-se ao aumento de probabilidade de inadimplência. O restante, portanto, dever-se-ia ao aumento do prêmio pela liquidez.

Obviamente, estamos trabalhando com médias históricas, e cada emissor apresentará um comportamento próprio. Além disso, houve também um aumento da incerteza sobre a inadimplência futura, o que deve ter aumentado também o prêmio em função dessa incerteza. No entanto, a diferença entre a série histórica do aumento de inadimplência e o que ocorreu com os spreads desses títulos é muito grande para ser ignorado. O prêmio pela liquidez pode não ser 3,06 ou 2,75 pontos percentuais para Arteris e Natura, mas certamente grande parte dessa elevação brutal de spreads não se deve ao aumento de probabilidade de inadimplência dessas empresas.

O que esperar para os títulos de crédito

Como vimos, uma parcela relevante do aumento dos spreads de crédito se deveu ao aumento do prêmio pela liquidez. Em nossa visão, podemos esperar uma diminuição desse prêmio bem antes da volta à normalidade para o fluxo de caixa das empresas. Em outras palavras, o prêmio pela liquidez deve diminuir antes que diminua o risco de inadimplência das empresas. Uma vez diminuindo esse prêmio, os spreads devem recuar, proporcionando ganhos de capital para os títulos de crédito.

Note que esses ganhos independem da melhora dos fundamentos das empresas. A questão resume-se à busca pela liquidez por parte dos mercados. Uma das primeiras medidas do Conselho Monetário Nacional para fazer frente à crise foi permitir que o Banco Central emprestasse para os bancos usando como lastro debêntures emitidas por companhias privadas. Esta medida incentiva os bancos a comprarem estes títulos, aumentando a sua liquidez. Além disso, está em tramitação no Congresso uma PEC que permitiria ao BC, a exemplo do que já faz o Fed norte-americano, a compra direta desses títulos.

Portanto, acreditamos que esta combinação de incentivos da autoridade monetária com a melhora gradativa e natural das condições de liquidez do mercado de crédito fará com que o prêmio pela liquidez diminua, favorecendo a performance dos títulos de crédito de maneira geral.

¹ Veja o relatório aqui: <https://www.spratings.com/documents/20184/774196/2018AnnualGlobalCorporateDefaultAndRatingTransitionStudy.pdf>

O conteúdo deste material técnico não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, de recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. A gestão da estratégia é realizada de forma independente, sem qualquer interferência, direta ou indireta, da Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Limitada. Por este motivo, as características da estratégia, inclusive as apresentadas neste material, poderão ser alteradas a qualquer momento sem aviso aos cotistas do fundo local.

A Western Asset pode ser contatada por meio dos seguintes canais: SAC: 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; www.westernasset.com.br - Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; ouvidoria@westernasset.com. Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1455, 15º andar, cnj. 152, São Paulo - SP - 04543-011.

OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC. A RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O REGULAMENTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS ANTES DE INVESTIR.

SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO: Comissão de Valores Mobiliários - CVM - Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br

© Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada 2020. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada Limitada e é de uso exclusivo de nossos clientes e de seus respectivos consultores de investimentos. Esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material deve ser tratado como confidencial e não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.

