



JEAN-PIERRE COTE GIL
Head de Crédito & Pesquisa

MARCELO GUTERMAN, CFA
Especialista de Investimentos

Crédito - Modo de Usar

Sumário

- Muitos confundem ausência de volatilidade com ausência de risco. O crédito é uma classe de ativo que, via de regra, não tem volatilidade. Mas o risco está lá, pois não há como gerar retorno adicional sem risco.
- A falta de volatilidade tem a ver com a dificuldade de marcar a mercado os títulos de crédito. Existem basicamente três fontes de preços: emissões primárias, negociações no mercado secundário e informações do mercado em função de eventos de crédito.
- O spread de um título de crédito expressa, em última análise, a probabilidade de default daquele título.
- A boa gestão do risco de crédito não significa não ter defaults na carteira. A boa gestão envolve administrar a deterioração dos spreads quando estes ocorrem, e diversificar a carteira para que esta não dependa do sucesso de umas poucas emissões.

Desde que Harry Markowitz (Nobel de Economia de 1990), em seu *paper* seminal *Portfolio Selection*, de 1952, estabeleceu as bases do que se convencionou chamar de “Moderna Teoria dos Portfólios”, fomos treinados a identificar risco com volatilidade. O desvio-padrão dos retornos de um ativo reina, desde então, como a medida por excelência do seu risco.

Esta percepção do que vem a ser risco pode ser comparada a uma viagem de avião: quando estamos em velocidade de cruzeiro em céu sem turbulências, esquecemos o risco de queda. Basta um só solavanco para lembrarmos que estamos em uma cápsula de metal, ligada a motores movidos a explosão, a 10 km de altura do solo. A falta de volatilidade transmite a falsa sensação de ausência de risco.

Podemos comparar o risco de crédito a um voo em velocidade de cruzeiro. Tudo parece tranquilo, até entrarmos em uma zona de turbulência.

Não existe almoço de graça

Digamos que um investidor queira obter uma rentabilidade de 2,25% ao ano acima do CDI, por um período de aproximadamente 7 anos. Há duas alternativas:

1) Comprar uma NTN-F com vencimento em janeiro de 2023, a 16,82% ao ano. Com a Selic em 14,25%, a rentabilidade adicional ao CDI seria de aproximadamente 2,25% (juros compostos).

2) Comprar uma Letra Financeira de um banco de primeira linha, com vencimento em novembro de 2022, com rentabilidade de CDI + 2,25%.

O leitor perspicaz terá notado que estas duas alternativas não são equivalentes. A LF de fato trava a rentabilidade de 2,25% acima do CDI. No caso da NTN-F, no entanto, a rentabilidade pode ser maior ou menor que 2,25%, pois não há garantia de que a Selic acumulada nos próximos 7 anos seja de 14,25%.

Há somente duas formas de “travar” a rentabilidade em relação ao CDI, no caso da NTN-F: fazer um swap de mesmo prazo para o CDI, ou substituir a NTN-F por uma LFT de mesmo prazo. Em ambos os casos, a rentabilidade final passa a ser muito próxima ao CDI. Ou seja, ao se diminuir o risco de não se atingir os 2,25% de retorno extra, na prática elimina-se este mesmo retorno extra. A LF, por outro lado, produz este retorno extra sem o risco de não se atingir este objetivo.

Milton Friedman (Nobel de Economia de 1976), se reviraria no túmulo ao ouvir esta afirmação. É dele a famosa frase: “Não existe isto a que chamam almoço de graça”. Se a LF paga 2,25% acima do CDI, então há risco de que esta rentabilidade não seja obtida. Qual o tamanho deste risco? Talvez seja útil traçar um paralelo com a NTN-F da comparação acima. Esta NTN-F com vencimento em janeiro de 2023 apresentou volatilidade de 12,6% ao ano em 2015. Apenas como comparação, o câmbio teve volatilidade de 19,2% e o IBrX de 21,6% no

mesmo período. Ou seja, o risco de mercado para obter o mesmo retorno potencial da tal LF seria de 65% da volatilidade do câmbio ou 58% da volatilidade da bolsa.

Mas em grande parte do tempo, o voo está em velocidade de cruzeiro, fora de zonas de turbulência.

Afivalem os seus cintos de segurança

Se o tele transporte existisse, poderíamos ir para a Europa ou Estados Unidos instantaneamente, sem a necessidade de nos amarrarmos a uma cápsula de metal a 10 km de altura. Mas, assim como o tele transporte ainda não foi inventado, a geração de retorno em excesso ao CDI sem risco também pertence ao campo da ficção. Neste caso, ficção financeira. Portanto, os investimentos em crédito têm risco. E a má notícia é que entramos em zona de turbulência.

A distinção entre risco de mercado e risco de crédito baseia-se na natureza do risco: enquanto o primeiro refere-se à variação dos preços dos ativos, o segundo traduz o nível esperado de recebimento da dívida de um determinado emissor. Quando, por exemplo, emprestamos R\$ 1.000 para uma empresa por, digamos, um ano, a 15% ao ano, somente saberemos o valor deste investimento no dia do seu vencimento: a empresa pode pagar R\$ 1.150, R\$ 1.000, R\$ 500 ou zero. O valor deste recebimento determinará o valor real deste investimento. Enquanto isso, durante este prazo, se a contabilização do investimento fosse feita de maneira acruada pelo valor que esperamos receber no final, no caso R\$ 1.150, não haveria volatilidade: o risco de crédito materializar-se-ia somente no dia da quitação do empréstimo.

Mas não é isso o que ocorre na prática. 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\$ 1.150 no vencimento e 10% de que pague R\$ 1.000. O valor esperado deste investimento, portanto, não seria mais de R\$ 1.150, mas de $R\$1.150 \times 90\% + R\$1.000 \times 10\% = R\$1.135$, uma desvalorização de aproximadamente 1,3%. Esta desvalorização deve afetar imediatamente o preço deste ativo, refletindo, assim, a mudança de percepção do risco de crédito. Deste modo, o risco de crédito traduz-se em risco de mercado (volatilidade) pelo efeito da marcação a mercado¹. Neste caso, a fonte desta volatilidade é a mudança da percepção do risco de crédito, mas o efeito final, para fins práticos, é o aumento da volatilidade. Além do risco de crédito, alterações no prêmio pela liquidez, no custo de oportunidade geral da economia e outros eventos públicos diversos também podem afetar o preço do ativo, mesmo que o fundamento de crédito não se altere.

Descobrimo o preço de um ativo pouco negociado

A marcação a mercado dos títulos de crédito enfrenta problemas comuns a qualquer título sem um mercado secundário ativo, agravados pelo fato de não haver uma bolsa com preços públicos. Ações de baixa liquidez,

¹ O cálculo do valor esperado do título foi demonstrado para fins ilustrativos, porém, não contém relação com a metodologia de marcação a mercado adotada pelas instituições contratadas.

por exemplo, apesar de não contarem com negociação frequente, pelo menos contam com *bid-ask*² em um leilão público e centralizado na bolsa. No caso dos títulos de renda fixa, à baixa liquidez soma-se o fato de não existir uma bolsa centralizadora dos negócios. Assim, a precificação diária depende de informações dispersas pelo mercado.

A boa prática fiduciária impõe que a precificação fique a cargo de entidades independentes dos gestores, de modo a evitar potenciais conflitos de interesse. No Brasil, este papel ficou a cargo dos custodiantes. Os custodiantes, por sua vez, podem usar os preços coletados pela Anbima, no caso de debêntures. Tanto os custodiantes quanto a Anbima consideram basicamente os seguintes três fatores para mudar o preço de um papel de crédito privado:

Emissão primária: se ocorre uma emissão primária de debêntures de uma empresa que já possui papéis emitidos no mercado, a taxa desta emissão primária pode ser considerada pelo custodiante para precificar os títulos mais antigos. Este paralelo entre emissões primárias e mercado secundário, no entanto, deve considerar fatores como prazos e garantias específicas de cada emissão.

Negociação: a negociação deveria ser, por excelência, a fonte mais confiável de preços. No entanto, é preciso considerar em que condições aquela negociação foi realizada, a relevância do volume negociado frente ao total da emissão, e se o preço representa, de fato, a deterioração dos fundamentos da empresa.

Informações do mercado: os custodiantes e a própria Anbima podem considerar informações dos próprios participantes do mercado. O mercado pode mudar os preços de *bid-ask* em função de algum evento (quebra de *covenants*³ ou mudança de *rating*, por exemplo).

Nestas últimas semanas, temos observado que os custodiantes têm precificado debêntures com base em preços advindos de negociações com baixo volume, em alguns casos provocadas por resgates em fundos de crédito abertos ao público. Em nossa avaliação, estes preços não representam os fundamentos de algumas empresas, ou os preços nos quais a maioria dos detentores dos papéis estaria disposta a negocia-los. Mal comparando, seria como se, por precisar de dinheiro urgentemente, um proprietário vendesse o seu apartamento pela metade do preço médio das últimas negociações, e todos os imóveis equivalentes passassem a ser negociados pelo mesmo preço. Esta comparação não é ideal, pois os preços dos imóveis são determinados exclusivamente por oferta e demanda. No caso de debêntures, além da oferta e demanda pelo papel, o preço deveria considerar os fundamentos da empresa que emitiu a debênture. Ou, mais especificamente, a capacidade da empresa de repagar o empréstimo ou a probabilidade de *default*.

Descobrimo a probabilidade de *default* a partir do *spread* de um título, em um portfólio diversificado, o *spread* de crédito deve proporcionar uma cobertura para os eventos de *default*, além de um prêmio pelo custo de oportunidade (afinal, se o *spread* cobrir somente os *defaults* esperados sem nenhum retorno adicional, o investidor preferirá manter seu investimento em ativos “livre de risco”).

Digamos que uma carteira seja formada por papeis que pagam CDI + s% ao ano, e tenham, todos eles, probabilidade de *default* de d%. Se, depois de um ano, esta taxa de *default* de d% se realiza, a performance total da carteira será de:

² Bid-ask: ofertas de compra (bid) e venda (offer) para um determinado ativo.

³ Covenant: limite a partir do qual uma debênture pode ser liquidada. Normalmente é alguma métrica de endividamento (ex.: dívida/EBITDA), a partir da qual os debenturistas podem pedir alguma compensação (ex.: aumento da remuneração da debênture) para que não ocorra a liquidação antecipada.

$$r = (1 - d)(1 + CDI)(1 + s) - 1$$

Digamos que o objetivo seja buscar uma rentabilidade da carteira, depois dos defaults, no mínimo igual ao CDI. Teríamos então:

$$CDI < (1 - d)(1 + CDI)(1 + s) - 1$$

$$1 < (1 - d)(1 + s)$$

Isolando o *spread*, temos:

$$1 + s > \frac{1}{1 - d} \Rightarrow s > \frac{1}{1 - d} - 1$$

Assim, por exemplo, se um título de crédito tem expectativa de *default* de 2%, o *spread* que deveria ser cobrado deveria ser, no mínimo, de:

$$s > \frac{1}{1 - 2\%} - 1 = \frac{1}{0,98} - 1 \cong 2,04\%$$

Já para um título com expectativa de *default* de 10%, o *spread* exigido deveria ser:

$$s > \frac{1}{1 - 10\%} - 1 = \frac{1}{0,9} - 1 \cong 11,1\%$$

Ou seja, o *spread* deveria ser aproximadamente igual à expectativa de *default*, mais um prêmio sobre o custo de oportunidade, para que a carteira de crédito rendesse CDI se aquela expectativa de *default* se confirmasse⁴.

Assim, o *spread* de um título de crédito não reflete somente oferta e demanda, mas a percepção sobre a probabilidade de *default*. Em um mercado eficiente, estes dois fatores convergiriam: os investidores tenderiam a negociar os títulos pelo preço indicado pelos seus fundamentos. Mas sabemos que o mercado de debêntures está longe de ser eficiente. A sua baixíssima liquidez não permite precificar corretamente os papéis, de acordo com seus fundamentos. E como aprendemos na primeira aula de investimentos, somente é possível gerar retorno diferenciado em mercados não eficientes.

Crédito: investimento de longo prazo

A baixa liquidez de boa parte dos ativos de crédito faz com que os investimentos nessa classe de ativos se tornem inadequados para investidores de curto prazo. No Brasil, títulos de crédito são normalmente carregados até o vencimento.

Mas, vamos além do problema da liquidez. Como vimos acima, um título de crédito pode gerar prejuízo no curto prazo. Mas este prejuízo é meramente contábil, se o investidor permanecer com o papel até o vencimento, e o papel pagar mais no vencimento do que o valor hoje precificado. Vejamos um exemplo: digamos que tenhamos comprado um papel com vencimento em um ano, por CDI + 2% ao ano, e preço

⁴ Este raciocínio vale para um período. Para multiperíodos, é preciso considerar a probabilidade acumulada de *default* para o cálculo do *spread* necessário, o que foge ao escopo deste artigo.

unitário (PU) de R\$ 1.000.

Se o *spread* permanecesse o mesmo, no dia seguinte o PU do papel seria de (considerando que o CDI esteja em 15% a.a.):

$$PU_{D+1} = R\$1.000 \times (1 + 15\%)^{\frac{1}{252}} \times (1 + 2\%)^{\frac{1}{252}} \cong R\$1.000,6334$$

Digamos agora que, no dia seguinte, o *spread* deste papel tenha subido para 3% ao ano. Para calcular o novo PU_{D+1} , temos que levar o PU para o vencimento com o *spread* anterior e trazer a valor presente pelo novo *spread*. De maneira genérica, temos:

$$PU_{D+1} = PU_D \times (1 + CDI)^{\frac{1}{252}} \times \frac{(1 + s_D)^{\frac{n}{252}}}{(1 + s_{D+1})^{\frac{n}{252}}}$$

Aplicando ao nosso exemplo:

$$PU_{D+1} = R\$1.000 \times (1 + 15\%)^{\frac{1}{252}} \times \frac{(1 + 2\%)^{\frac{251}{252}}}{(1 + 3\%)^{\frac{251}{252}}} \cong R\$990,8790$$

A desvalorização deste título de D para D+1 foi, portanto, de:

$$\Delta = \frac{R\$990,8790}{R\$1.000} - 1 \cong -0,9121\%$$

Esta perda, no entanto, é apenas contábil. Ela se realizará somente se o detentor deste título vender o papel ao mercado por este preço. Se o título for mantido na carteira, e o emissor pagá-lo integralmente, o investidor receberá o equivalente a (considerando que o CDI no período tenha acumulado 15%):

$$PU = R\$1.000 \times (1 + 0,15) \times (1 + 0,02) = R\$1.173,00$$

Observe que a rentabilidade terá sido exatamente de CDI+2%, a taxa pactuada na compra. Ou seja, se o investidor segurar o papel até o vencimento, e se o emissor honrar o seu compromisso, a rentabilidade será aquela pactuada no momento da aquisição do papel.

Mas não queremos que o emissor pague a sua dívida. Na verdade, queremos que ele role a sua dívida.

Não queremos receber a dívida

Debêntures perpétuas são títulos de dívida que nunca vencem. A princípio, pode parecer estranho. Mas, pensando bem, é o único título que faz sentido: de que serve receber de volta o dinheiro investido em um título, se precisamos investi-lo novamente? O título ideal seria um em que o emissor pagasse religiosamente os cupons semestrais e, no vencimento, rolasse a dívida por mais um período. Esta é a definição de um título perpétuo.

Os títulos normalmente têm vencimento determinado por que os investidores querem ter alguma segurança de que poderão sair daquele crédito em uma determinada data. Se não houvesse esta insegurança, todos os títulos poderiam ser perpétuos. Como dizia Keynes, a exigência de liquidez é a medida de nossa insegurança.

Voltemos à afirmação anterior: não queremos que o emissor pague a sua dívida, mas que a role. Não temos o que fazer com o dinheiro, a não ser reinvesti-lo. Por outro lado, há poucas empresas no mundo que poderiam pagar todas as suas dívidas de uma vez e, mesmo nesses casos, há pouco interesse em fazê-lo, quando se considera que o retorno aos acionistas geralmente é maximizado com o uso de certa alavancagem financeira. Portanto, as empresas também precisam rolar as suas dívidas. Claro, a situação financeira do emissor é fundamental neste raciocínio: rolar a dívida de uma empresa quebrada, que claramente não tem condições de fazer frente aos seus compromissos, não passa de ficção contábil. O investidor incorpora à sua rentabilidade os juros que não são pagos, como se um dia, no futuro, fosse recebê-los. Os cupons semestrais e o vencimento do título servem justamente para fazer um “*reality check*” periódico na empresa. Queremos rolar a dívida, mas somente de empresas sobre as quais tenhamos razoável segurança de que conseguirão honrar os seus compromissos. Isto nos leva a outro ponto importantíssimo: a gestão do crédito.

A gestão do crédito

Há duas fases na gestão de qualquer carteira de crédito: a pré-aquisição do título e a pós-aquisição do título. A pré-aquisição, em um mercado cuja liquidez é virtualmente zero, normalmente é confundida com toda a gestão. Afinal, como o mercado secundário é limitado, é preciso analisar com rigor o emissor e o título, de modo a mitigar o risco de *default*. Uma vez na carteira, a capacidade do gestor de sair de uma posição, ou mesmo de reduzi-la, é bastante limitada, portanto a tomada de decisão do gestor requer boa dose de convicção de que a empresa chegará na data do vencimento em condições de honrar suas dívidas. Esta visão, entretanto, é parcial.

Mesmo em um mercado onde não há negociação, o pós-aquisição é uma fase muito rica. Ela envolve o monitoramento da empresa e, principalmente, as negociações em caso de quebras de *covenants* ou mesmo dificuldades de repagamentos. Reuniões com o *management* da empresa, participação ativa em assembleias de debenturistas e recursos inteligentes à justiça fazem a diferença na maximização do retorno do investimento. Como dissemos anteriormente, um crédito não é preto ou vermelho, repagamento total ou *default* total. Há uma infinidade de possibilidades no meio do caminho, e a gestão do crédito pós-aquisição é fundamental.

Um bom gestor de crédito não é aquele que nunca tem um *default* na carteira. Um bom gestor de crédito é aquele que consegue gerar bom retorno de sua carteira, ajustado ao risco. A gestão do crédito não é a gestão de títulos individuais, mas de uma carteira diversificada de crédito. É disso que tratamos a seguir.

Diversificação

O conceito de diversificação normalmente é lembrado no contexto da Moderna Teoria dos Portfolios, de Markowitz. A correlação baixa entre os ativos leva à diminuição do risco (entendido como volatilidade) do portfolio em relação aos riscos individuais dos ativos. Apesar de, como vimos, o risco de crédito não ter a mesma natureza do risco de mercado (volatilidade), o conceito de diversificação pode ser adaptado. Recordemos, então, o que é diversificação segundo Markowitz e Sharpe.

Ao reunir em um mesmo portfolio ativos diferentes, a correlação entre estes faz com que o risco do portfolio seja menor que a soma dos riscos dos ativos particulares. Esta diminuição do risco, no entanto, tem um limite: o risco

sistêmico. Ao diversificar suficientemente, eliminamos o risco específico ou idiossincrático de ativos particulares. Mas não conseguimos eliminar o risco sistêmico, ou seja, o risco que afeta todos os ativos. Cada ativo está exposto ao risco sistêmico em grau diferente, dado pelo seu beta. O beta é, então, a medida da exposição de cada ativo ao risco sistêmico.

Este conceito pode ser aplicado ao mercado de crédito. Por exemplo, na crise do *sub-prime*, em 2007/2008, investidores acreditavam que estavam suficientemente diversificados ao comprarem estruturas de dívidas hipotecárias de várias regiões dos EUA. No entanto, a correlação entre estas estruturas provou-se muito alta, resultando em um efeito diversificação muito baixo. Além disso, o risco sistêmico aumentou de maneira dramática, levando a perdas muitas vezes maiores do que os modelos previam.

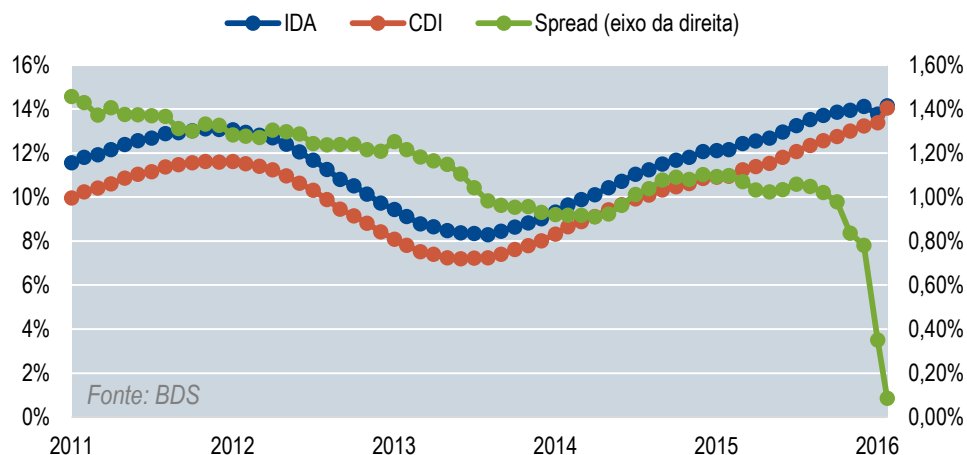
Verifique se a carteira de crédito onde você investe tem uma adequada diversificação de instrumentos (Debêntures, FIDCs, LFs/CDBs, DPGEs), de setores econômicos e de emissores. Montar uma carteira apropriadamente diversificada é um primeiro e importante passo na gestão do risco de crédito.

Oportunidade para investidores de longo prazo

A diversificação mitiga o risco de crédito, mas não o elimina. Como vimos, o limite para a redução do risco de um portfólio é o seu risco sistêmico. No caso de uma carteira de crédito no Brasil, o risco sistêmico reflete as condições gerais da economia. E estas, não é preciso dizer, estão se deteriorando a olhos vistos. Os balanços das empresas refletem, sem exceção, esta deterioração. As empresas tendem a gerar menor fluxo de caixa, aumentando os seus níveis de alavancagem. O efeito, no mercado de crédito, é o aumento dos spreads e a consequente diminuição do valor dos títulos de crédito, pelo efeito da marcação a mercado.

Podemos observar este efeito acompanhando o comportamento do IDA (Índice de Debêntures Anbima).

Quadro 1
CDI versus IDA - rentabilidades anuais



O IDA é o único *benchmark* de crédito disponível no Brasil. É composto por todas as debêntures acompanhadas pela Anbima, e dá uma ideia do comportamento desses títulos. O IDA é uma carteira passiva, funciona como se todas

as debêntures oferecidas ao mercado fossem compradas na proporção do volume de suas respectivas emissões. O sucesso de uma gestão de crédito, portanto, seria a obtenção de uma rentabilidade superior ao IDA, com o mesmo nível de risco. Veja o que aconteceu com o IDA nos últimos meses, no Quadro 1 acima.

Os dois últimos pontos representam os meses de janeiro e fevereiro. Observe que o *spread*, pela primeira vez nos últimos 5 anos (e, a bem da verdade, desde o início do histórico do IDA) recuou para quase zero. Isto significa que, quem comprou a carteira do IDA em 04/02/2015, obteve uma rentabilidade muito próxima do CDI. Note que este não é o *spread ex-ante*, ou seja, o *spread* da carteira para quem investe hoje. Este é o *spread ex-post*, ou seja, o *spread* de quem investiu há um ano.

Este comportamento do IDA reflete a deterioração geral das condições da economia brasileira. Como em toda decisão de investimento, a pergunta do milhão, neste momento, é a seguinte: as condições continuarão a se deteriorar, com o consequente aumento dos spreads e desvalorização das carteiras de crédito, ou seria este um bom momento para aumentar a exposição ao crédito?

É sempre muito difícil acertar o pior momento de qualquer mercado, aquele em que qualquer compra resultará em boa rentabilidade. No entanto, se não há certeza de que se trata de um bom ponto de compra, certamente não parece ser um bom ponto de venda. Neste momento, o que parece ser uma boa estratégia para investidores de longo prazo é ficar atento a oportunidades neste mercado, em que o preço do ativo esteja muito distante do que indicam os seus fundamentos.

O mercado hoje está estressado. Resgates em fundos abertos de crédito estão levando alguns gestores a vendas forçadas de papéis. Os spreads de alguns papéis estão se afastando de maneira relevante de seus fundamentos. Para termos uma ideia de quão afastados os spreads estão dos fundamentos, vamos lançar mão do histórico disponível.

As agências de avaliação de risco de crédito produzem, regularmente, históricos de *default* em função do *rating*. Por exemplo, a S&P produz um relatório anual que mostra o histórico de *default* no período de 1981-2014, em função dos *ratings* atribuídos pela própria agência no momento da emissão do papel. Veja a seguir uma tabela com uma parte dos resultados:

Rating em escala Global	Rating em escala nacional correspondente	Horizonte de tempo				
		1	2	3	4	5
BBB-	brAA+ a brAAA	0,3	0,9	1,6	2,5	3,3
BB+	brAA a brAA+	0,4	1,2	2,2	3,3	4,3
BB	brA+ a brAA	0,6	2,0	3,9	5,6	7,3
BB-	brA- a brA+	1,1	3,4	5,8	8,1	10,1
B+	brBBB- a brBBB+	2,2	6,1	9,8	13,1	15,5

Fonte: 2014 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions, Standard & Poor's.

Podemos observar, por exemplo, que empresas com *rating* BBB- apresentam um histórico de *default* de 0,3% após um ano da emissão, e de 1,6% após 3 anos. Por outro lado, empresas com *rating* B+ apresentam histórico de *default* de 2,2% após um ano da emissão, e de 9,8% após 3 anos.

Pela Standard & Poor's, o *rating* soberano brasileiro em moeda estrangeira é BB, e brAA- em Escala Nacional. No entanto, para efeito de avaliação de risco de crédito, a boa prática considera que as empresas brasileiras, por mais bem administradas que sejam, operam em um ambiente de negócios compatível com uma economia BB em Escala Global, e não AA-. Assim, é importante lembrar que as empresas brasileiras com melhor qualidade de crédito (brAAA em Escala Nacional) alcançam um nível de *rating* em Escala Global de 'BBB', portanto no primeiro nível do chamado "grau de investimento". A maioria dos emissores brasileiros apresenta *ratings* na categoria brAA+ ou inferior em Escala Nacional, portanto todos são considerados "grau especulativo" do ponto de vista global (*ratings* em Escala Global BB+ ou inferior).

Vejamos alguns exemplos na tabela a seguir, em que mostramos o *spread* atual e a probabilidade de *default* implícita, calculada em função deste *spread*, conforme cálculo demonstrado anteriormente:

Emissor	Duration	Código Cetip	Rating	Spread*	Prob. default implícita
Libra Terminal Rio S.A.	1,43 ano	LBRA11	brAA**	5,1%	4,9% a 9,4%
Ouro Verde Locação e Serviços S.A.	0,96 ano	OVTL13	brA**	4,7%	4,5%
AES Sul Distribuidora Gaúcha de Energia S.A.	1,35 ano	AESS12	brBBB-***	10,6%	9,6% a 18,1%

* Acima do CDI. Em 18 de fevereiro de 2016

** Fitch Ratings

*** Standard & Poor's

Começamos com Libra, uma empresa com *rating* brAA pela Fitch. Para um papel com *duration* de 1,43 ano e este *rating*, a probabilidade de *default* seria algo entre 0,4% e 2,0% segundo a tabela da S&P. Considerando *spread* de 5,1%, a probabilidade implícita de *default* está entre 4,9% e 9,4%.

Ouro Verde é uma empresa com *rating* brA, também pela Fitch. Segundo o histórico da S&P, sua probabilidade de *default*, para um papel de *duration* de 0,96 ano, seria de 1,1%. Entretanto, a probabilidade implícita está em 4,5%.

Por fim, AES Sul, um papel mais longo e com *rating* pior (brBBB- pela S&P), tem probabilidade implícita de *default* no intervalo de 9,6% a 18,1%. Pela tabela da S&P, esta probabilidade estaria entre 2,2% e 6,1%. Uma diferença bem notável.

Estes são somente alguns exemplos, entre muitos outros. A mensuração do risco de crédito é uma mistura de ciência com arte, temperada com muita experiência. Com sua experiência acumulada em várias crises, a equipe de gestão de crédito da Western Asset avalia que os *spreads* pelos quais alguns papéis estão sendo contabilizados não refletem os fundamentos das empresas emissoras. Além disso, os *spreads* mais estressados podem representar uma oportunidade de ouro para investidores de longo prazo, que provavelmente poderão, ao longo deste ano, investir em bons nomes com *spreads* bastante atrativos.

Este material de divulgação é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada ("Western Asset") e possui finalidade meramente informativa. O conteúdo deste material 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. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.

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.

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2016. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM 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.