



OCCAM
BRASIL

Carta Temática nº 7

REFLEXÕES SOBRE A CRISE DE CRÉDITO VIVIDA NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2023



Outubro de 2023



“It’s more important to ensure survival under negative outcomes than it is to guarantee maximum returns under favorable ones.”

Howard Marks

Reflexões sobre a crise de crédito vivida no primeiro semestre de 2023

Sempre que uma nova crise ocorre no mercado financeiro, é possível traçar analogias com as que a antecederam. As semelhanças podem nos servir como confirmação e reforço do que já conhecíamos. As diferenças, que sempre se apresentam, são uma nova fonte de aprendizados. Portanto, ao realizarmos um exame da última crise pela qual passamos no primeiro semestre de 2023, dos erros e acertos cometidos, temos a oportunidade de aprimorar nossos processos. Esperamos que, com isto, estaremos ainda melhor preparados para enfrentar a próxima, que é a mais importante.

O ano de 2023 parecia ser um ano muito promissor para o mercado de crédito, principalmente para títulos de menor risco. No cenário prevalescente de juros elevados e incertezas tanto de ordem local quanto externa, o investimento em títulos emitidos por grandes empresas se destacava como uma boa alternativa de alocação de baixo risco. Não é sem motivo que os fundos de crédito vinham recebendo captações líquidas de forma consistente ao longo de todo ano de 2022.

Assim, quando o novo CEO das Lojas Americanas renunciou e alertou sobre problemas na contabilidade da empresa, todos o mercado foi pego de surpresa. Aqui já temos a primeira semelhança e a primeira diferença desta crise em relação às que a antecederam:

A semelhança é que as crises são sempre surpreendentes. Ainda que suas causas estejam mapeadas, é muito difícil acertar o momento em que ela vai estourar e o motivo que servirá de estopim. O remédio para isto é estar sempre preparado e, neste quesito, destacamos que praticamente todos os fundos de crédito que oferecem a possibilidade de resgate a seus clientes em prazos inferiores a 30 dias estavam com uma posição de caixa confortável.

A diferença é que o foco inicial da crise se deu numa companhia de renome e de grande porte. A empresa era referência no segmento de varejo, tinha ações listada em bolsa e era coberta por muitos analistas de ações e de crédito. Sua dívida é muito relevante e grande parte do mercado de crédito tinha alguma exposição ao nome. Uma reflexão que se faz necessária é se houve algum excesso de boa vontade nas análises tendo em vista o tamanho da empresa e a percepção sobre a qualidade de seus executivos e controladores. Ainda sobre este primeiro evento destacamos o fato de o mercado de crédito ter continuado funcional: o preço dos títulos emitidos pelas Lojas Americanas caiu rapidamente, houve marcação de preço



célere por parte dos administradores e houve negociação no mercado secundário. Temos aí uma boa surpresa!

Nós não tínhamos nenhum título de Lojas Americanas nos fundos geridos pela Occam. Não imaginávamos o que estava por vir, mas como nosso processo leva em conta o cenário macroeconômico e este não era favorável ao investimento em empresas no segmento de varejo (especialmente nas que não tem apresentado forte geração de caixa), optamos por não investir em nenhum título emitido por esta companhia. Temos aqui um reforço para nosso processo de sempre levar em conta o ambiente econômico. Embora não tenham sido os juros elevados o causador do problema apresentado pela companhia, eles foram responsáveis por fazer com que o problema fosse descortinado.

Como mencionado anteriormente, o mercado de crédito estava relativamente bem-preparado para uma eventual crise. Além da posição de caixa dos fundos estar elevada, o número de atores no mercado vem crescendo. Assim, o mercado se comportou até um pouco melhor que esperávamos. Houve uma abertura de cerca de 30 bps logo após o evento e em duas semanas os preços já estavam próximos aos que vigiam antes da crise.

No entanto, tivemos um segundo evento na sequência. Começaram a sair notícias sobre a dificuldade da Light relacionadas a sua alavancagem e dificuldade de obtenção de melhores condições na renovação de sua concessão. Temos aqui algumas lições a tirar: (i) Por maior que seja uma empresa, não podemos aprovar limites unicamente com base no tamanho do emissor; (ii) Renovação de concessões são momentos de maior risco para concessões; (iii) geração de caixa é mais importante que setor de atuação e tamanho.

Também não tínhamos aprovado o investimento em títulos emitidos pela Light. Os motivos foram a percepção de que haviam riscos relacionados a renovação da concessão e o fato de que a empresa apresentava baixa geração de caixa e uma alavancagem elevada. Não imaginávamos que o comportamento de preços da Light pudesse ser tão adverso, mas julgávamos que a probabilidade de haver algum ruído era elevada. Novamente, o fato de só olharmos para rentabilidade do título após aprovação do crédito e o fato de estarmos preocupados com o ambiente foram cruciais para a correta tomada de decisão.

Vale destacar ainda que o evento de Light teve um impacto muito maior no mercado que o de Lojas Americanas. Isso se deu não pelo fato de ele ter sido mais surpreendente ou de maior magnitude, mas por se tratar de um segundo evento. O fato de termos vivido dois eventos de crédito seguidos em empresas de grande porte causou um desconforto muito grande na comunidade de investidores. A premissa de que a alocação em títulos de crédito é boa foi questionada. Um dos grandes aprendizados desta última crise é reconhecer a dificuldade de avaliarmos o efeito conjunto de eventos distintos. O episódio de Light, isoladamente, é menos impactante que o de Lojas Americanas, no entanto, seu efeito foi amplificado por ter ocorrido muito próximo do primeiro.



Em resumo, o mercado estava preparado para absorver um evento negativo, mas não dois. Muito menos dois que estavam disseminados em muitos investidores. Assim, mesmo com o inegável amadurecimento do mercado de crédito, era razoável imaginar que haveria uma correção de preços. O difícil é conseguir transformar a crise numa oportunidade.

Para tanto, destacamos alguns fatores que nos auxiliaram a atravessar bem por este momento mais delicado:

- (i) É fundamental ser transparente com os clientes, explicar suas posições e qual a estratégia que será adotada. Nós acreditamos que a melhor postura é a de reduzir risco num primeiro momento e aguardar por sinais mais claros de melhora.
- (ii) O tamanho de fundos de prazo muito curto deve ser limitado e guardar relação com outras estratégias e fundos. Fundos de curtíssimo prazo impossibilitam que se trabalhe bem a venda de ativos e acaba por gerar mais perda para os investidores.
- (iii) Acompanhar o comportamento de outros mercados como ações e juros locais bem como o apetite a risco no mercado externo ajuda muito a indicar o momento de voltar a fazer alocações.
- (iv) Ter o envolvimento de pessoas experientes no processo de tomada de decisão, que já viveram outras crises e que operam outros mercados além do crédito ajuda muito.
- (v) Manter inalterada a política e os processos de investimento.

O item “v” acima merece um esclarecimento. O fato é que, em momentos de maior turbulência o mercado fica muito sensível a boatos que brotam com maior vigor. Assim, confiar no processo interno de avaliação de risco e numa análise fundamentalista foram os alicerces que nos deram conforto para vender algumas posições numa fase inicial da crise e, mais ainda, para aumentar compras num momento em que o fluxo era predominantemente vendedor.

Finalmente, destacamos aquela que talvez seja a maior lição que tiramos ao longo de todo este processo. Esta crise serviu de confirmação e reforço para um princípio de gestão que adotamos há muito tempo: antes de querer apresentar resultados extraordinários, precisamos buscar evitar os grandes problemas. Seguiremos, portanto, priorizando a preservação de capital e aprimorando constantemente nossos processos, mas sem mudar nossos princípios.

Atenciosamente,

Petrônio Cançado

Equipe Occam Brasil