

CARTA QUADRIENAL

Reflexões e Perspectivas

Crédito Privado

Simples e Essencial



OCCAM
BRASIL

🖱 occambrasil.com.br
in [company/occambrasil](https://www.linkedin.com/company/occambrasil)
@ [@Occam_brasil](https://www.instagram.com/Occam_brasil)

Introdução

O quadriênio talvez seja o intervalo de tempo mais utilizado no Ocidente para avaliações de desempenho. A cada quatro anos acompanhamos com maior ou menor empolgação o resultado das Olimpíadas, da Copa do Mundo ou das eleições. Como acabamos de completar quatro anos desde a constituição da unidade de crédito na Occam, nos pareceu importante fazer um apanhado do nosso desempenho.

Tal reflexão, além de registrar conquistas, desafios e lições aprendidas, também ajuda a entendermos melhor como o mercado de crédito está se desenvolvendo no Brasil. A partir daí, ousamos especular as perspectivas para o próximo quadriênio. Tentaremos escrever de forma sucinta para facilitar a leitura e nos colocamos à disposição para esclarecer eventuais perguntas em qualquer ponto de interesse. Sempre aprendemos nestas interações e, muitas vezes, delas nascem parcerias e oportunidades de negócio.

Agradecemos a confiança depositada ao longo dos primeiros quatro anos de nossa história. Seguiremos trabalhando com muito afinco para estarmos juntos ao longo dos próximos quarenta!

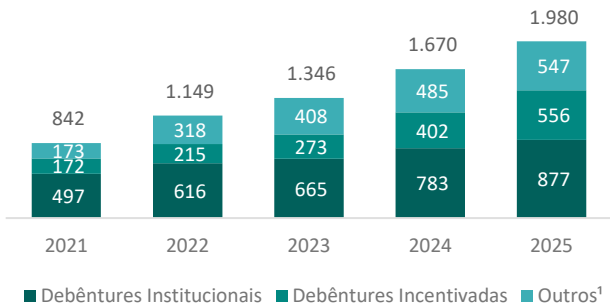
Principais Destaques no Mercado de Crédito nos Últimos 4 anos

Vamos iniciar destacando os fatos ocorridos ao longo dos últimos anos que foram mais marcantes e que podem nos ajudar a traçar tendências que devem persistir no futuro.

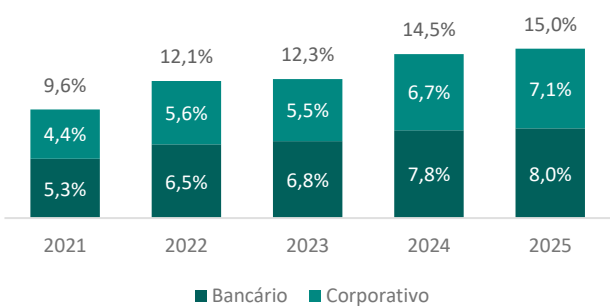
1. Crescimento Consistente de Volume e Liquidez

O primeiro ponto de destaque foi o crescimento consistente do mercado de crédito. Todas as métricas sinalizam crescimento de volume e profundidade: (i) o montante e tamanho das emissões; (ii) o número de fundos; (iii) o volume negociado no mercado secundário; (iv) o número de gestoras que operam crédito; (v) o percentual da carteira de crédito no portfólio dos investidores; e (vi) a importância do mercado de capitais para financiar o crescimento de grandes empresas e projetos no país.

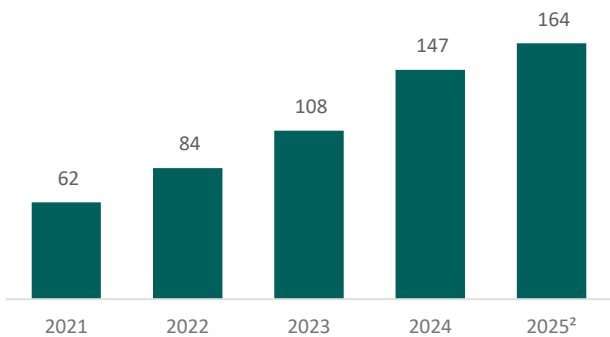
Estoque de Ativos de Crédito Privado (R\$ bilhões)



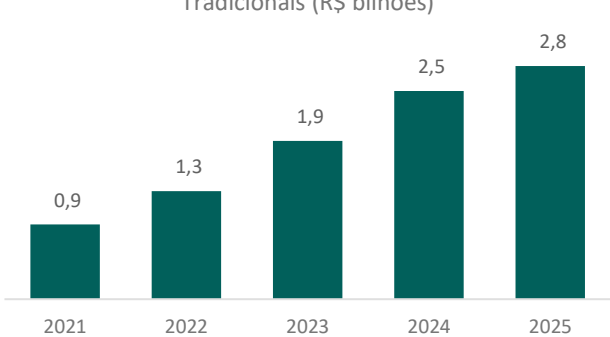
Alocação em Crédito Bancário e Corporativo (% do PL da Indústria de Fundos de Investimento)



Quantidade de Gestoras com Foco em Crédito (#)



Volume Diário Médio Negociado de Debêntures Tradicionais (R\$ bilhões)



O fato é que os títulos de crédito privado se consolidaram como uma alternativa de captação, seja para grandes ou pequenas empresas e de investimento, seja para pequenos ou grandes investidores.

Elencamos abaixo alguns dos fatores que ajudam a explicar o crescimento observado:

A. Crescimento Estrutural de Longo Prazo

O mercado de crédito não cresceu apenas nos últimos 4 anos, mas pelo menos ao longo dos últimos 30 anos, período em que acompanhamos de perto. Mesmo as crises mais agudas pelas quais o país passou não tiveram capacidade de provocar mais que pequenas pausas no

Principais Destaques no Mercado de Crédito nos Últimos 4 anos

crescimento da atividade de crédito no Brasil. Em nossa visão, há duas principais razões que explicam este fenômeno:

- I. A instabilidade econômica e a inflação descontrolada vivenciadas no século passado atrasaram o início do desenvolvimento do crédito no Brasil. Como o ponto de partida é muito baixo, mesmo após décadas de crescimento, o mercado de crédito no Brasil ainda é pequeno quando comparado ao existente em outros mercados;
- II. Com a estabilização da inflação e juros em patamares de maior normalidade, houve busca por alternativas aos títulos públicos. Como os ativos de crédito tiveram um bom desempenho, ao longo do período uma gama cada vez maior de investidores passou a se interessar e alocar na classe.

Acreditamos que este fator estrutural ainda está presente e deverá continuar impulsionando o mercado de crédito ao longo dos próximos anos.

B. O Ambiente Macroeconômico Favoreceu a Renda Fixa nos Últimos Quatro Anos

Os juros em patamar mais elevado acabaram atraindo o investidor local para o mercado de renda fixa e o afastando de investimentos de maior risco. O mercado de crédito privado foi um dos poucos a conseguir superar o CDI em retorno e, conseqüentemente, atraiu volume expressivo de recursos. É importante salientar que apenas os ativos emitidos por empresas grandes e com excelente perfil de crédito se beneficiaram deste ambiente. Da mesma forma, os fundos que tiveram maior crescimento foram os de baixo risco.

Como o resultado experimentado pelo investidor foi positivo, acreditamos que o mercado de fundos e ativos de crédito *high grade* deu um salto estrutural e se consolidou como classe de investimento. Por outro lado, as bases estão colocadas para, no futuro, vermos também um crescimento importante nas emissões de empresas menores e para fundos com metas de retornos mais agressivas.

2. Crescimento Expressivo do Mercado de Debêntures Incentivadas de Infraestrutura

Vale uma menção específica para o mercado de debêntures de infraestrutura, que tiveram um crescimento impressionante, principalmente ao longo dos últimos dois anos.

Além dos motivos estruturais e conjunturais comentados anteriormente, salientamos algumas peculiaridades que tornaram esta subclasse de ativos ainda mais importante:

- A. O valor do benefício tributário é proporcional ao retorno esperado dos ativos. Desta forma, como o patamar de juros médio dos últimos quatro anos foi elevado, o benefício de não ser tributado também foi expressivo;

Principais Destaques no Mercado de Crédito nos Últimos 4 anos

- B. A discussão fiscal no Brasil foi intensa. Formou-se quase que um consenso entre economistas que o “calcanhar de Aquiles” da nossa economia está na responsabilidade fiscal e a pressão sobre o governo para conter gastos é grande. Mas governos, em todos os países, tendem a preferir aumentar receitas, o que implica em busca por mais tributos. Como consequência temos:
- I. Carga tributária elevada;
 - II. Discussões recorrentes sobre a retirada de benefícios fiscais. Neste quesito tivemos maiores restrições para emissões de alguns títulos e uma discussão muito forte sobre as debêntures de infraestrutura, que acabou funcionando como uma propaganda para o instrumento;
 - III. Há uma percepção generalizada de que pagamos muitos impostos sem contrapartida, de forma que a busca por eficiência fiscal é vista com atenção pela maior parte dos investidores.
- C. Em geral, os emissores de debêntures de infraestrutura possuem baixo risco de crédito, receitas estáveis e corrigidas por inflação e atuam em segmentos menos afetados pelos ciclos econômicos e de aperto monetário. O histórico de problemas de crédito em infraestrutura é menor que em outros segmentos.

Com o crescimento observado, vemos que há uma maior profissionalização desta subclasse. O mercado ganhou relevância e acreditamos que continuará importante ao longo dos próximos anos. Ressaltamos que, como o prazo das emissões é longo e como o indexador mais comum é o IPCA, os ativos de infraestrutura possuem uma volatilidade maior que os títulos de crédito mais tradicionais. Tal fator deverá fazer com que os investidores aprendam a conviver com ativos de maior volatilidade, além de buscar alternativas em outras classes de isentos como, por exemplo, os CRIs e fundos imobiliários.

3. Sequência de Eventos de Crédito

Mesmo com todo crescimento e dinâmica positiva relatados anteriormente, vivemos momentos turbulentos ao longo dos últimos quatro anos. Tivemos uma sequência de eventos de crédito, alguns dos quais envolveram empresas grandes e renomadas. Se, por um lado, tais eventos mostraram a força da indústria mesmo em momentos adversos, por outro, evidenciaram a importância de uma boa diligência e gerenciamento de risco. Dentre todos os fatores que contribuíram para nosso desempenho ao longo do último quadriênio, se tivéssemos que destacar apenas um, destacaríamos nossa capacidade de evitar perdas.

Ressaltamos abaixo os principais erros cometidos pelo mercado. Olhando para eles, criamos anticorpos que nos ajudam a identificar e evitar problemas similares no futuro.

Principais Destaques no Mercado de Crédito nos Últimos 4 anos

LIÇÕES DO QUADRIÊNIO: A CORRIDA PELO RETORNO NO "CAMPO MINADO" DO CRÉDITO



Principais Erros Cometidos Pelo Mercado de Crédito no Último Quadriênio:

A. Acreditar que Há Empresas Grandes Demais para Quebrar

Não podemos nos deixar levar pelo nome ou tamanho da companhia. Deixar de fazer uma diligência profunda, ou ser mais complacente quanto a métricas de crédito ou quanto ao processo de diligência, pode trazer grandes prejuízos. A análise da alavancagem e fluxo de caixa deve ser preponderante sobre o tamanho ou conhecimento da marca.

B. Concentrar Demais o Risco

Não podemos contar unicamente com a análise de números. Mesmo com todo processo de diligência e análise, erros podem acontecer. O caso de Americanas é uma boa ilustração, pois a fraude contábil tornava impossível uma análise de crédito precisa. Tivemos sucesso em evitar Americanas por considerarmos o ambiente macroeconômico em nosso processo de análise e alocação, mas ninguém está imune de sofrer perdas decorrentes de fraudes contábeis. Nestes casos, o que pode ser feito é limitar o tamanho do prejuízo via diversificação (posições pequenas não geram perdas relevantes) ou via constituição de garantias fortes (o que não é usual em títulos emitidos por empresas AAA).

C. Se Encantar com Oportunidades Boas Demais

Sempre que vemos um título com um *spread* muito atraente, devemos entender o motivo

Principais Destaques no Mercado de Crédito nos Últimos 4 anos

que fez com que tal *spread* se tornasse atraente. Pode ser um investidor precisando de liquidez e sendo obrigado a se desfazer de um ativo. Pode ser um resultado que frustrou expectativas de um grupo de investidores. Pode ser a vontade de a companhia fazer uma emissão relevante num momento em que o mercado está com menor apetite etc. No entanto, pode ser que a empresa tenha um problema sério que já é conhecido por alguns, mas que você desconhece. Essa última hipótese deve ser sempre levada a sério em toda excelente oportunidade que nos é apresentada.

D. Analisar o Desempenho Unicamente com Base no Histórico

O retorno dos ativos de crédito muitas vezes vem associado a um maior risco que não é “visível” no desempenho histórico. Ativos de crédito não mostram um comportamento linear e uniforme. Os problemas normalmente surgem de forma abrupta e inesperada, causando uma descontinuidade na precificação. Gestores devem ter como principal foco a preservação de capital e não a busca pelo maior retorno. Investidores devem ter como maior foco o processo de análise de risco e experiência da equipe dos gestores que seleciona para alocar seus recursos.

E. Deixar de Considerar o Cenário Macroeconômico

No Brasil, as oscilações na curva de juros, na moeda, na inflação e na atividade econômica podem ser muito expressivas e surpreender as análises mais pessimistas. Assim, devemos sempre levar em consideração as tendências macroeconômicas e evitar setores cíclicos, principalmente em momentos de maior aperto monetário.

F. Não Respeitar a Força das Tendências Setoriais

Eventualmente, alguns setores passam por ajustes relevantes. Nestes momentos surgem oportunidades que parecem muito boas, mas nós tendemos a subestimar o tempo e magnitude necessárias para que um ciclo de ajuste setorial seja superado. Um bom exemplo é o segmento Agro, que é um setor onde o Brasil claramente tem vantagem competitiva e que pode gerar excelentes oportunidades, mas que tem passado por um ajuste que tem se mostrado mais agudo e mais duradouro que a maior parte do mercado previa.

G. Descascar Ativos e Passivos

Alguns fundos tiveram problemas por alocar em ativos cuja liquidez não era compatível com o prazo de resgate oferecido aos seus cotistas. O resultado foi negativo para o gestor e para o investidor. De forma geral, investidores buscando retornos mais elevados não deveriam exigir prazos de resgate muito curtos dos gestores. Por outro lado, os gestores nunca deveriam buscar maior retorno alocando em ativos cuja liquidez é incompatível com o prazo de resgate acordado. Esse é um dos motivos pelo qual optamos por focar em fundos *high grade* em nosso primeiro quadriênio. Ativos *high grade* são mais líquidos e fundos desta classe podem

Principais Destaques no Mercado de Crédito nos Últimos 4 anos

ter prazos de resgate menores. Esperamos crescer ao longo dos próximos anos em fundos mais estruturados e com maiores metas de retorno, mas sempre através de produtos que tenham prazos de resgate compatíveis.

H. Não Dar Relevância para o Qualitativo

Deixamos para o fim a maior fonte de problemas de crédito: a importância de uma boa análise da índole do controlador e dos executivos.

Os vários eventos de crédito ocorridos nos últimos quatro anos evidenciaram o porquê da avaliação dos sócios e executivos estar presente em todo manual de crédito. Embora nem sempre seja possível identificar tais questões morais (muitas vezes só conhecemos nossa contraparte no distrato), uma atenção minuciosa pode nos salvar de investimentos ruins. Nestes casos, relacionamentos e experiência passada contam muito.

4. Frustração da Expectativa de Crescimento em Alguns Segmentos de Crédito

- A. Se cenário macro foi positivo para o crescimento do segmento de crédito de baixo risco, tendo impulsionado o volume de recursos alocados em fundos conservadores, não se pode falar o mesmo para classes de maior risco. Fundos focados em créditos para empresas de menor porte ou ativos de maior risco acabaram sofrendo com um número maior de eventos. O fato é que juros elevados por muito tempo acabaram favorecendo as grandes empresas em detrimento das menores. Acreditamos que este tipo de fundo tem grande potencial de crescimento no futuro;
- B. Os fundos imobiliários também cresceram menos que esperávamos. Acreditamos que o principal motivo também são os juros elevados. O fato é que muitos fundos imobiliários foram vendidos para pessoas físicas que comparam os rendimentos mensais recebidos com o CDI. Como muitos fundos são listados em bolsa, mas apresentam liquidez reduzida, a falta de demanda pelos ativos levou a quedas expressivas no preço da quota desses fundos, o que contaminou a percepção dos investidores sobre a classe. O crédito imobiliário responde por uma parcela relevante dos ativos de crédito em todos os lugares do mundo. No Brasil, tais ativos ainda contam com isenção fiscal e com um mecanismo de garantias (alienação fiduciária de imóveis) testado e que funciona. Assim, vemos esta categoria como uma grande oportunidade. O desempenho recente dos fundos imobiliários já indica que a perspectiva para os próximos quatro anos tende a ser bem mais positiva;
- C. Fundos e ativos no segmento Agro também tiveram um crescimento e um desempenho bem aquém do esperado. Acreditamos que o principal fator foi uma combinação de eventos climáticos desfavoráveis com um crescimento prévio do mercado muito acelerado. O segmento Agro é muito peculiar, exige profundo conhecimento, experiência e proximidade com o campo. É um crédito de maior complexidade e que apresenta muito

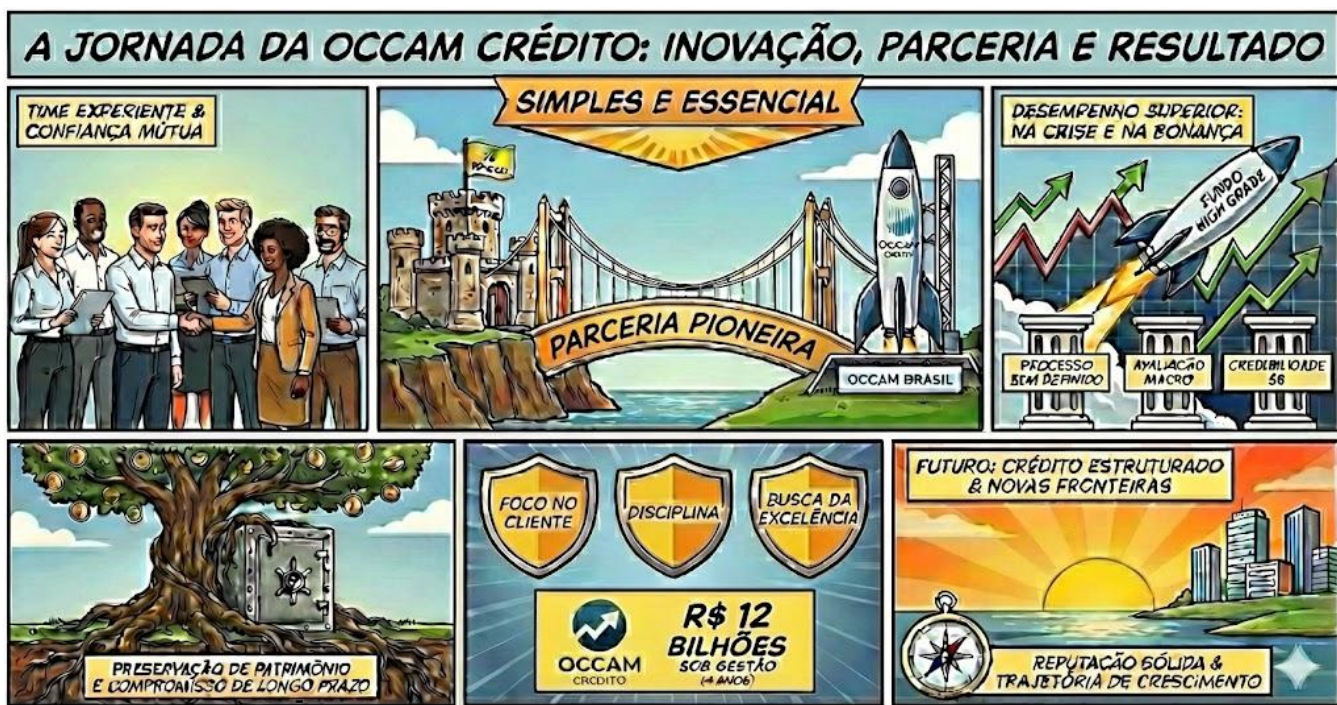
Principais Destaques no Mercado de Crédito nos Últimos 4 anos

potencial, mas que deve ser feito por investidores mais sofisticados e por gestores experientes. Adicionalmente, trata-se de um mercado cíclico e que, às vezes, passa por períodos de ajuste. Ainda não vimos sinais suficientes para concluir que o ajuste em curso tenha terminado, de forma que a retomada do crescimento do mercado de crédito focado no segmento Agro talvez ainda demore um pouco mais.

5. Desvio Moral Recorrente

Um dos maiores desafios e problemas que se evidenciaram ao longo dos últimos quatro anos foi um problema moral. Um número maior de empresários e de empresas não vê problemas em descumprir contratos. Outros aceitam praticar atos moralmente questionáveis para obter uma vantagem financeira momentânea. Finalmente, a validade de contratos, estruturas e garantias é frequentemente questionada. A falta de confiança de que contratos serão cumpridos, seja pela má fé de uma contraparte ou pela mudança de um entendimento jurídico é um dos maiores fatores que impedem um crescimento ainda maior do crédito no Brasil. Os mais prejudicados são as empresas menores e as pessoas de boa-fé, que ficam sem crédito ou sem linhas num custo razoável. Eis aí um problema para o qual não sabemos qual a solução. Como gestores e estruturadores de produtos, o que buscamos fazer é: (i) ter cuidado redobrado com as estruturas, especialmente com grandes inovações; (ii) focar em emissores de renome e que tenham um histórico que demonstre sua idoneidade; e (iii) buscar estruturas com muita pulverização onde as perdas possam ser tratadas e precificadas de forma estatística.

Nossa Atuação ao Longo do Quadriênio



Tudo começou com a ideia de montar uma gestora independente em crédito. Tal ideia surgiu de três fontes diferentes, quase que simultaneamente. (i) A Occam, cujo foco era em ações e multimercados, decidiu criar uma unidade de crédito. (ii) A BB Asset julgou importante fazer uma parceria com uma gestora independente com foco em crédito. (iii) Um time de gestores, após ter atuado na gestão de crédito em diversas gestoras e bancos, havia decidido montar uma gestora de crédito.

A ideia começa a se tornar realidade no início de 2022, quando a Occam cria uma gestora com foco em crédito. Ao longo do ano, os primeiros executivos foram contratados, formalizaram os processos e políticas de investimento e risco e elaboraram um plano de crescimento de longo prazo. A experiência passada dos executivos em crédito foi muito importante. No entanto, acima de tudo, o fato de já haver uma confiança entre os novos executivos e os principais sócios da Occam foi um divisor de águas. As equipes se conheciam e compactuavam dos mesmos valores de forma que não houve a necessidade de adaptação. A unidade de crédito nasceu rodando.

A placa da Occam, sua plataforma de risco e governança, aliada à experiência do time de crédito, acabou pavimentando o caminho para o estabelecimento da parceria com a BB Asset, que coincidentemente tomou iniciativa de buscar uma gestora independente com foco em crédito. O plano desenhado pela Occam estava muito alinhado com o da BB Asset e, após alguns ajustes, a parceria foi estabelecida ainda em 2022. Diria que este foi um dos maiores acertos de todos os envolvidos.

A política de investimentos estabelecida se mostrou acertada desde o início, seja para a seleção de



Nossa Atuação ao Longo do Quadriênio

produtos, seja para a seleção de ativos. Decidimos começar por fundos *high grade* que, como falado anteriormente, foi a classe de fundos de crédito que teve maior crescimento ao longo do último quadriênio. Negamos os investimentos em Lojas Americanas e Light em 2022 e fomos recompensados já no início de 2023 quando escapamos incólumes dos eventos acontecidos em ambas as companhias. Soubemos aproveitar as oportunidades que surgiram e tivemos um desempenho acima da média com alocação concentrada em ativos de baixíssimo risco.

O resultado foi uma forte expansão do volume gerido. Ultrapassamos recentemente a marca dos R\$ 12 bilhões sob gestão em fundos de crédito e, sempre que alguém comenta que foi um crescimento rápido, lembramos que além dos últimos 4 anos, há uma história de décadas que já vinha sendo escrita. O fato é que os executivos que vieram compor a unidade de crédito eram experientes, já conheciam os sócios da Occam e sabiam do desafio que havia pela frente. Podíamos contar com um time de apoio e comercial experiente e extremamente organizado. Houve uma preparação prévia, silenciosa e dolorida que tornou esta caminhada possível. Isso sem falar da BB Asset, que possui uma história incrível, um time capacitado e acostumado a lidar com grandes projetos e capaz de estabelecer parcerias de sucesso. Sem a história de todos os envolvidos nada disso seria possível.

Outro ponto de destaque foi nossa capacidade de usar o cenário macro e tendências setoriais. Usamos esta estratégia para decidir em que produtos deveríamos focar. O resultado foi começar pelos fundos *high grade* e, gradativamente, expandir a atuação para produtos de nicho. Possuímos uma grade completa de fundos de crédito de baixo risco sendo oferecida a nossos clientes. Posteriormente, expandimos para fundos incentivados de infraestrutura. Adicionalmente, desde o início tivemos em mente que o mercado de crédito iria se desenvolver e sofisticar para produtos mais estruturados. Desde o primeiro dia, estamos dedicados a estabelecer parcerias para ter acesso a operações estruturadas com melhor relação risco retorno. Em 2024 fizemos um primeiro FIDC para clientes com foco em operações estruturadas e estamos preparados para crescer no segmento ao longo dos próximos anos.

Também usamos a combinação da análise macroeconômica e tendências setoriais em nosso processo de gestão. Buscamos focar em setores e companhias que terão pela frente um “vento a favor” e evitar aquelas que terão “vento contra”. Dadas as incertezas presentes atualmente no Brasil e no mundo, acreditamos que a capacidade de atuar de forma complementar e ter uma visão mais holística são fatores determinantes de sucesso.

Finalmente, destacamos o foco que a Occam coloca no cliente. Trabalhamos com afinco para entregar um retorno acima das metas com forte controle de risco. Nos orgulhamos com cada acerto. Aprendemos com cada erro. Temos consciência da confiança que nos é depositada e fazemos um grande esforço para continuar a merecê-la no futuro.

Nosso maior desafio hoje é não ficar preso no sucesso passado e assumir que o futuro está garantido. Tivemos a oportunidade de ver de perto iniciativas que deram errado após terem tido um sucesso inicial. Temos plena consciência que desempenho passado não é garantia de futuro próspero. É preciso: trabalho, trabalho e trabalho.

Perspectivas Para o Próximo Quadriênio

Já comentamos algumas vezes ao longo deste texto que o acompanhamento do cenário macro é muito importante em todo nosso planejamento. Embora tenhamos plena consciência que prever o futuro é um exercício praticamente impossível, entender o passado é uma obrigação. A partir do entendimento do que ocorreu e de onde estamos, podemos inferir quais caminhos oferecem melhores perspectivas e, ao longo do tempo, ajustar a rota na medida em que surpresas surjam e alterem nossa avaliação.

Com base em nossa avaliação atual, seguem os principais aspectos que deverão influenciar o mercado de crédito ao longo dos próximos quatro anos.

1. Estamos Experimentando um Momento de Transição Global

Ao longo de décadas vivenciamos um movimento de globalização na economia. Empresas se tornaram globais e passaram a ter fábricas em países distantes de sua sede e a vender para consumidores espalhados ao redor do globo. Isto trouxe um aumento de eficiência e permitiu uma expansão da produção e um desenvolvimento de novos produtos sem aumento de preços. Ao mesmo tempo, organismos internacionais se tornaram cada vez mais importantes e passaram a influenciar na regulação e legislação de diversos países. Mesmo a migração de pessoas entre continentes e entre países com culturas muito diferentes se deu de forma crescente durante muito tempo.

Aparentemente este modelo está em xeque. Temos visto um mundo mais dividido e grandes potências saindo ou dando menos importância a organismos multilaterais. Ao mesmo tempo, há uma crescente pressão contrária a fluxos migratórios e a políticas de diversificação da produção. Embora alguns possam atribuir esta divisão a alguns governantes, acreditamos que o fenômeno não está restrito a indivíduos A ou B. Pelo contrário, foi a existência de uma visão de mundo diferente que permitiu que tais governantes chegassem ao poder.

Assim, é razoável supor que teremos no mínimo um arrefecimento no movimento de “globalização” que vivenciamos durante décadas.

Além disso, observamos uma preocupação cada vez maior em relação ao endividamento dos países desenvolvidos, notadamente após a pandemia. O impacto disto deveria ser um mundo com mais inflação e juros mais elevados. Sem entrar no mérito da questão, as sanções aplicadas à Rússia no caso da guerra contra a Ucrânia também acenderam um alerta em relação à concentração de ativos em determinadas regiões.

Por conta disso, deveríamos ter um mundo onde a diversificação de ativos entre diversos países seja mais desejável.

Tal movimento pode ser positivo para países emergentes. O Brasil, em particular, pode se beneficiar do rearranjo pelo qual o mundo está passando. Além de o nosso país ficar no continente americano, conta com minerais e biodiversidade que são estratégicos aos EUA. Por outro lado, nossa relação



Perspectivas Para o Próximo Quadriênio

comercial com a China e com países do oriente é muito elevada: vários países do oriente dependem de matéria prima brasileira e tem buscado aumentar sua influência no Brasil. O fato de ser estrategicamente importante para blocos econômicos que estão se tornando mais distantes nos coloca numa posição muito interessante. O Brasil pode se tornar um polo de atração de investimentos.

Embora o mercado de crédito seja primordialmente um mercado local e, portanto, menos afetado pelos movimentos no mercado internacional, diríamos que o ambiente externo parece trazer uma fonte positiva de contribuição. Maiores investimentos no Brasil acabaram por trazer maior necessidade de projetos que são sempre acompanhados por novas emissões de dívida. Esse movimento não apenas ajuda a sustentar a atividade no curto prazo, como também contribui para o aprofundamento e o amadurecimento do mercado de crédito no país.

2. Ambiente Macro Local Está um Pouco Mais Favorável

Há décadas escutamos que os juros reais no Brasil irão cair. Se compararmos com os 12,50% a.a. de juros reais que vimos no início deste século, até podemos dizer que houve queda expressiva. No entanto, os últimos quatro anos foram cruéis para quem apostou numa melhoria dos juros locais.

Ainda assim, o cenário base esperado para os próximos quatro anos é de juros reais menores. Em parte, essa visão “benéfica” tem relação com o ponto onde estamos. O patamar atual dos juros reais, medidos pela NTN-B 2050 é de 7,25% a.a., o maior valor em 9 anos. Assim, não é preciso estar muito otimista para apostar numa melhoria.

De qualquer forma, há motivos para estarmos de fato mais otimistas com o futuro. Além de uma eventual contribuição do ambiente externo, vemos que vagarosamente foi se formando no Brasil uma visão bastante uniforme de que o nosso maior problema é o fiscal. Um outro consenso nacional é o de que a carga tributária brasileira é elevada demais. Em algum momento, tais consensos deverão se traduzir em políticas fiscais mais equilibradas independente do executivo que estiver no comando. A alternativa é bem pior.

3. Alguns Segmentos de Crédito Serão Mais Favorecidos

Caso estejamos corretos, os títulos que terão maior desempenho serão os de empresas mais cíclicas e com maior alavancagem. Teremos juros base menores e menor *spread* de crédito. As empresas de menor porte também serão beneficiadas. As grandes empresas e com menor alavancagem terão o benefício de juros base menor, mas não acreditamos em menores *spreads* de crédito. Como historicamente apostar numa melhora do país traz riscos associados, a melhor maneira de se aproveitar deste cenário é através de créditos estruturados: é necessário ter garantias e salvaguardas que protejam o investidor caso a situação vá em outra direção.

Em termos setoriais, o segmento imobiliário aparece em destaque. Além de se beneficiar diretamente de um cenário de juros mais baixos, as operações de crédito imobiliário costumam

Perspectivas Para o Próximo Quadriênio

contar com alienação fiduciária de imóveis, o que ajuda muito na mitigação de riscos. Finalmente, ressaltamos que operações de crédito imobiliário ainda podem ser realizadas de forma a conceder isenção de IR para os investidores. Estamos focados em estruturar produtos que possam ser oferecidos para nossos clientes e esperamos ter uma participação crescente nesse segmento.

O setor de infraestrutura também deverá se beneficiar, mas o *spread* das debêntures de infraestrutura tende a aumentar. Como já mencionamos, o benefício fiscal associado a tais títulos é proporcional ao retorno nominal entregue ao investidor. Com retornos nominais menores, temos benefício fiscal menor, o que tende a ser compensado com *spreads* maiores. A saída aqui é não fazer o *hedge* de IPCA para CDI e conviver com uma volatilidade maior. Em resumo: acreditamos que as debêntures de infraestrutura continuam sendo uma excelente oportunidade de investimento, mas o *hedge* deve ser feito por gestores profissionais. Assim, produtos sem *hedge* ou com *hedge* dinâmico deverão ganhar espaço.

4. Produtos de Crédito Devem se Sofisticar

Acreditamos que a tendência de crescimento do mercado de crédito deverá se desdobrar numa maior sofisticação. Deverá haver um aumento do número de fundos de crédito que busquem maior retorno e investimento em títulos mais estruturados. Este seria apenas o passo natural e esperado, semelhante ao que ocorreu no mercado norte americano há várias décadas.

Dentre as estratégias que vemos com maior potencial de crescimento destacamos:

- I. Fundos com maior prazo de resgate e que deem liberdade ao gestor de alocar em ativos com menor liquidez;
- II. Fundos nichados, cuja demanda já começou a aumentar, principalmente nos últimos dois anos. Dentre os nichos com grande potencial destacamos: (i) fundos imobiliários; (ii) fundos de crédito consignado privado; e (iii) fundos que ofereçam crédito à cadeia de suprimentos de grandes conglomerados.

Neste ambiente, ter capacidade de originação é fundamental. Os investidores devem estabelecer relações de longo prazo com parceiros que sejam capazes de originar ativos de qualidade e estruturar operações onde haja alinhamento de interesses e mecanismos de proteção ao investidor. O papel do gestor deverá migrar de avaliar contrapartes para avaliar estruturas de crédito.

Há anos viemos nos preparando para desenvolver capacidade de análise e acompanhamento de operações estruturadas. Esperamos ser referência no segmento.

5. Novas Tecnologias Podem Mudar a Forma de Atuação em Crédito

O terceiro aspecto que deverá impactar fortemente o mercado de gestão de crédito é o desenvolvimento de novas tecnologias. A evolução de ferramentas de inteligência artificial, em

Perspectivas Para o Próximo Quadriênio

particular, poderá otimizar muito o processo de análise e acompanhamento, além da identificação de oportunidade de investimento. As gestoras e investidores que se dedicarem a usar e desenvolver processos que se beneficiem das novas tecnologias disponíveis terão vantagem comparativa importante em relação à concorrência. Temos time interno dedicado a implementar novas ferramentas de crédito com uso de IA e acreditamos que isto aumentará nossa capacidade de oferecer produtos ainda melhores a nossos clientes.

Conclusão

Estamos orgulhosos do que construímos ao longo dos últimos quatro anos e, como dito na introdução, muito animados para entregar um desempenho ainda melhor nos próximos quarenta.

O mercado de crédito, além de apresentar um grande crescimento, proporcionou aos investidores um retorno muito atrativo. Temos grande confiança de que as oportunidades no mercado de crédito ao longo dos próximos anos serão ainda maiores, mas exigirão maior esforço e maior profundidade nas análises.

Assim, agradecemos mais uma vez a todos os nossos clientes e parceiros e reafirmamos nossa determinação e propósito em sempre oferecer soluções criativas, que combinem retorno atraente e forte controle de risco.

MUITO OBRIGADO!

Time de Crédito



Simples e Essencial



OCCAM
BRASIL



occambrasil.com.br



[company/occambrasil](https://www.linkedin.com/company/occambrasil)



[@occam_brasil](https://www.instagram.com/occam_brasil)