



Julho 2024

CARTA MENSAL

COMENTÁRIO MENSAL

Nesta carta vamos abordar o questionamento mais frequente que temos recebido: **os spreads de crédito não fecharam demais? Ainda vale a pena?** Para refletir sobre o tema, além de fatos e números, esperamos deixar clara a nossa abordagem para gestão de crédito high grade.

Nos últimos 12 meses, tivemos alguns fatos que mudaram de maneira relevante os fluxos de recursos entre as classes de ativos. A principal, ao nosso ver, foi a alteração na tributação dos fundos exclusivos. Na carteira desses fundos, como esperado, eram raras as alocações em ativos com tributações favorecidas (ou isentos). Além disso, parte relevante desses recursos estavam em fundos multimercado, que na média tem tido um desempenho aquém do esperado (o IHFA rende 59% do CDI em 24 meses, e 46% do CDI em 12 meses). Com a perda da principal vantagem dessas estruturas exclusivas, muitos desses fundos têm sido desmontados, e boa parte dos recursos líquidos (o que inclui parte dos multimercados, que tiveram resgate de R\$ 81 bilhões no 1º semestre), estão sendo realocados. Ao mesmo tempo, as incertezas do cenário macroeconômico (tanto local como externo) não tem atraído os investidores para alternativas com maior risco, sobretudo ao levar em consideração o nível das taxas de juros locais. A quantidade de opções com tributação favorecida (ou isenta) é só mais um atrativo para a renda fixa local.

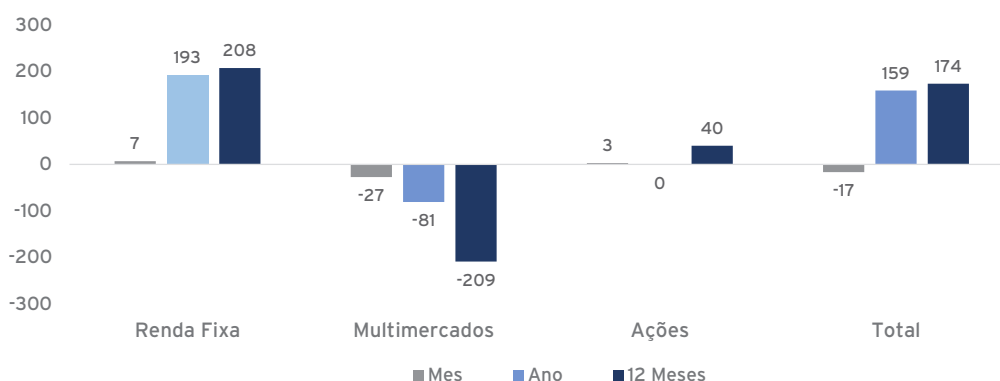
A outra mudança relevante, do CMN em fev/24, fez com que as LCI e LCA que estavam sendo utilizadas

como reserva de liquidez perdessem boa parte do apelo para tal, sobretudo pelo maior prazo de carência. Isso direcionou um montante de recursos enorme (estimamos que o efeito em 6 meses já passou de R\$ 100 bilhões) para fundos de alta liquidez, com crédito. Esses fundos tipicamente compram ativos com ótima qualidade de crédito, como debêntures com rating AAA e títulos de bancos médios e grandes. Como consequência, esses ativos se valorizaram e os spreads ficaram pequenos, lembrando 2019.

Esses spreads poderiam estar bem menores, não fosse o forte ritmo de emissões no ano. Nas debêntures, no 1º semestre, foram emitidas R\$ 271 bilhões, um recorde. Destas, R\$ 64 bilhões foram em debêntures incentivadas. Quem acompanha nossas cartas mensalmente viu reportarmos recordes mensais de ofertas analisadas nos últimos meses.

Neste mês de julho, pudemos observar a sensibilidade do spread ao ritmo de emissões nas debêntures incentivadas. Após meses seguidos de emissões na casa dos R\$10 bilhões, neste mês foram “apenas” R\$ 5 bilhões. O interesse por esses ativos segue forte, e os spreads tiveram o fechamento mais acentuado desde fev/24. E isso parece coerente: temos visto o spread das debêntures não incentivadas fechando, o nível nominal do retorno desses ativos de crédito está bastante atrativo (com proteção do IPCA e turbinado pela isenção), e num ambiente incerto, com falta de interesse por alternativas de maior risco.

Captção Líquida dos Fundos de Investimento (R\$ bi)



Fonte: Anbima, elaboração Sparta

COMENTÁRIO MENSAL

E o que pensamos em termos de estratégia nesse cenário?

Em primeiro lugar, manter sempre uma relação de retorno/risco que julgamos saudável. Se achamos que o rating AAA em geral está menos atrativo, não fazemos novas alocações e eventualmente até desinvestimos. Se não gostamos da relação de retorno/risco dos prazos mais longos, mesmo que tenham excelente qualidade de crédito, para que alongar os prazos? Temos reduzido ativamente a duration das carteiras. Por outro lado, como falamos **na última carta**, a diferença de spread entre o rating AAA e o rating A está num patamar historicamente bastante elevado. Existe vida além do AAA. Para exemplificar, neste mês alocamos mais de R\$ 500 milhões em ofertas primárias com spread superior a 1,8% a.a. Acreditamos que a relação retorno/risco dessas alocações era melhor que o AAA.

Um investidor mais sagaz pode perguntar se nesse ambiente de maior demanda por ativos de crédito, não podem ter emissores de menor qualidade infiltrados no meio desses ativos de melhor qualidade. Não só pode, como de fato tem. E filtrar esses emissores é o trabalho de uma equipe de gestão especialista. Nos últimos meses, temos alocado em menos de 20% das ofertas que analisamos.

Por outro lado, na construção da carteira, nos deparamos com alguns casos curiosos, com alguns nomes e/ou setores sendo evitados pelos investidores. Por exemplo, o que tem mais risco: (i) alocar R\$ 100 milhões em uma debênture AAA com spread de 0,5% a.a. e duration de 3,5 anos, ou (ii) alocar R\$ 14 milhões em uma debênture A com spread de 3,5% a.a. e duration de 2 anos, e deixar o resto em caixa? As decisões geralmente envolvem múltiplas variáveis e uma perspectiva do caminho ao longo do tempo. Eventualmente esse caixa da

segunda opção pode ser mais bem alocado depois, mas não agora, embora o carregamento das duas opções seja similar.

E por fim, trazemos uma reflexão sobre o investimento em crédito high grade no cenário macro atual, contrastando com 2019, para responder ao questionamento inicial.

Em 2019, observamos spreads muito baixos no mercado high grade. As taxas nominais na renda fixa estavam baixas, e os investimentos de maior risco estavam desempenhando muito bem. A taxa Selic estava em 6,25% a.a. e, em jul/19, quando começou um novo ciclo de cortes, houve um forte movimento de saída da renda fixa, com consequente abertura dos spreads. Não somente pelo spread, mas pelo cenário de baixa atratividade do benchmark.

O cenário atual é o oposto. Investir numa estratégia de debêntures incentivadas com taxa de 7% a.a. acima do IPCA, isento, é bom? Se a taxa do Tesouro Inflação IPCA subir ou cair 1,5 p.p., é isso que deve fazer a maioria dos investidores investir ou desinvestir? Se investir numa estratégia com taxa de CDI+1,5% a.a., é a Selic a 9% (como indica o Focus) ou a 12% (como indica a curva pré) que vai fazer a maioria dos investidores saírem dessa estratégia? Qualquer desses cenários parece que a atratividade da renda fixa é preservada, ou seja, não depende tanto assim do spread.

Assim, no limite, o principal fator para o investidor observar é a atratividade da renda fixa como um todo, que atualmente parece alta. Em seguida, entender a capacidade do gestor de agregar valor com a alocação em crédito. **O gestor olha só para o risco de crédito baixo, mesmo que tenha um risco de marcação alto, ou está preocupado em otimizar a relação retorno/risco ao longo do tempo (e tem capacidade pra isso)?**

COMENTÁRIO MENSAL

Por fim, não podemos deixar de comentar dois fatos notáveis e positivos de julho sobre debêntures incentivadas. Na carta de **mar/24**, falamos sobre as novas regras para autorizar emissões de debêntures incentivadas (e de infraestrutura). Foi emitida a primeira emissão de uma debênture incentivada seguindo o novo rito, do setor de geração distribuída (GD). Provavelmente veremos um volume significativo de emissões desse

segmento nos próximos meses. Além disso, o Ministério dos Transportes já divulgou as regras para as novas autorizações, sem necessidade de aprovação individual, para rodovias e ferrovias.

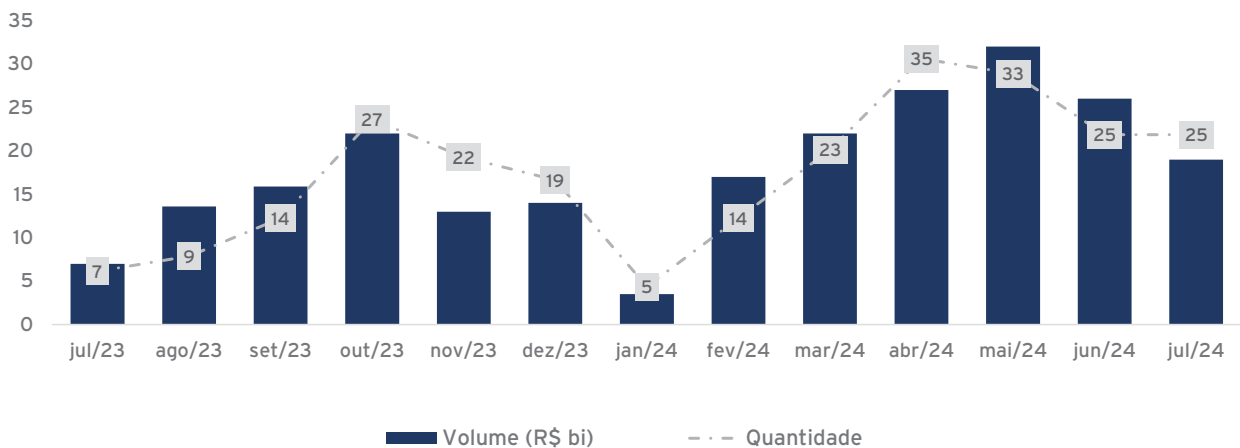
MERCADO PRIMÁRIO

Em julho, o mercado primário teve volumes fortes, porém menores do que os meses anteriores. Analisamos 25 ofertas representando um volume de R\$ 19 bilhões, sendo 7 dessas ofertas com séries incentivadas num volume de R\$ 5 bilhões. Alocamos um volume de R\$ 506mm em 10 ofertas, sendo R\$ 150mm em 3 séries incentivadas. O spread médio alocado foi de 1,8% a.a., em linha com o spread médio atual de nossa carteira. Já nas séries incentivadas, o spread médio foi de 1,4% a.a.

enquanto nos meses anteriores esses volumes foram muito superiores. Em contrapartida, tiveram mais ofertas de emissores AA e A, nas quais temos visto melhor relação retorno/risco. Cabe ressaltar que muitas vezes os emissores AAA são companhias grandes, ofertam volumes multibilionários e acabam inflando o volume do mercado primário, enquanto as emissões de emissores AA e A têm volumes menores.

O principal motivo para essa queda nos volumes é que foram poucas ofertas de emissores AAA,

Ofertas Primárias Analisadas



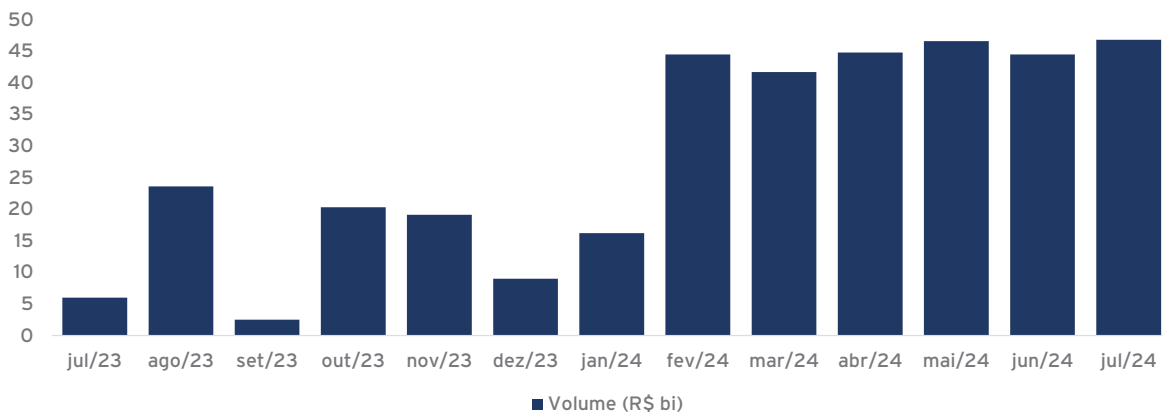
Fonte: Sparta

MERCADO SECUNDÁRIO

Após dois meses de desaceleração no movimento de fechamento dos spreads de crédito, no mês passado tivemos uma retomada nesse ciclo. O volume de captação dos fundos de crédito segue em patamar elevado, superior a R\$ 40 bilhões mensais, ao passo

que o volume ofertado em debêntures no mercado primário caiu em julho, gerando assim um maior desbalanceamento entre oferta e demanda, que elevou o preço dos ativos.

Captção Líquida Indústria de Crédito Privado

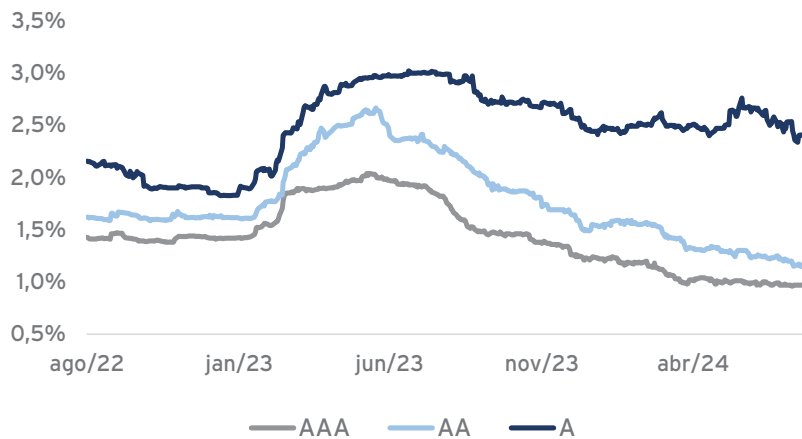


Fonte: ComDinheiro, Banco ABC. Elaboração Sparta

Quando olhamos para o fechamento por banda de Rating Sparta, vemos que o rating que puxou o fechamento de spread dessa vez foi o AA, fechando um 20 bps o diferencial de spread para o AAA, que permaneceu praticamente inalterado. Ainda é cedo

para qualquer conclusão, mas podemos entender isso como um sinal de que o preço do AAA estabilizou e o fechamento do gap de A e AA para o AAA deve puxar a performance dos fundos no futuro.

Spread de Crédito por Rating



Fonte: Anbima, elaboração Sparta

Nota: O gráfico de "Spread de Crédito por Rating" é decorrente do estudo realizado internamente, onde selecionamos uma amostra de papéis do mercado com pagamento em CDI+ e com classificação rating Sparta.

ANÁLISE DE RISCO DE CRÉDITO

No final de julho, a Americanas concluiu a liquidação financeira dos credores financeiros no âmbito do PRJ, bem como entregou as novas debêntures, ações e bônus. Nossos fundos receberam um valor marginalmente superior ao preliminar que havíamos divulgado na Carta Mensal anterior. No final, recebemos 33,3% do valor de face, já líquido dos custos com o assessor jurídico, e considerando o valor de face das novas debêntures. Entretanto, as debêntures ainda estão marcadas na carteira

com deságio, de forma que o impacto na cota dos fundos representa o equivalente a 27,5% do valor de face recuperado. As debêntures só devem ser remarkadas quando puderem ser negociadas, o que deve ocorrer ao longo do 2º semestre do ano. Vale lembrar que abrimos mão do direito de receber ações de bônus, para que não ocorresse o desenquadramento dos mandatos dos fundos.

PERSPECTIVAS

Se por um lado o preço dos ativos parece elevado quando comparado ao passado recente, por outro não enxergamos nenhum motivo que mude a dinâmica do mercado no curto prazo. Acreditamos que o fluxo de captação dos fundos deve perdurar até o estoque não renovado de LCI e LCA, o que deve acontecer somente ao final de 2025. Outro ponto a destacar é que o nível do juro real atual

é extremamente confortável para que o investidor aloque seus recursos na renda fixa, sem a exigência de grandes riscos adicionais. Portanto, acreditamos que, apesar de um mercado primário aquecido, os ativos de crédito devem continuar se valorizando no decorrer de 2024, o que gera uma oportunidade de retorno adicional ao carregamento das estratégias.

RESULTADO DOS FUNDOS

FUNDOS 555

Fundo	Rentabilidade			Destques da Carteira			
	Mês	Ano	12M	Duration (anos)	Carrego (a.a.)	Emissores	PL Estratégia (R\$ mm)
Pós-fixado							
Sparta Top (%CDI)	+1,2% 136%	+7,8% 126%	+14,4% 125%	2,2	CDI+1,6%	154	2.598
Sparta Max (% CDI)	+1,3% 145%	+8,2% 133%	+15,0% 130%	2,4	CDI+2,3%	137	618
Sparta Deb Inc (% CDI)	+1,2% 131%	+8,5% 137%	+15,1% 131%	3,6	CDI+0,5%	162	939
Sparta ANS (% CDI)	+1,2% 135%	+8,0% 129%	+14,8% 128%	2,1	CDI+1,5%	135	248
Indexados à Inflação							
Sparta Top Inflação (dif IMA-B 5)	+1,1% +0,2%	+5,6% +1,3%	+10,7% +2,4%	2,2	(IMA-B 5)+1,5%	157	482
Sparta Deb Inc Inflação (dif IMA-B 5)	+1,2% +0,2%	+7,2% +2,8%	+12,4% +3,9%	3,5	(IMA-B 5)+0,5%	181	1.492
Préfixado							
Sparta Deb Inc Estratégico (dif IDKA Pré 2A)	1,3% +0,2%	+4,9% +2,5%	+11,9% +3,8%	3,3	(IDKA Pré 2A)+0,5%	170	163

BENCHMARKS

Benchmarks	Rentabilidade		
	Mês	Ano	12M
CDI	+0,9%	+6,2%	+11,5%
IMA-B 5	+0,9%	+4,3%	+8,2%
IDKA Pré 2A	+1,0%	+2,4%	+7,8%

RESULTADO DOS FUNDOS

FUNDOS LISTADOS

Fundo	Rentabilidade			Destques da Carteira			
	Mês	Ano	12M	Cota Patrimonial	Distribuição no Mês	Carrego (a.a.)	Volume Médio (R\$ mil)*
Fi-Infra							
JURO11	+1,1%	+8,2%	+14,5%	R\$ 101,81	R\$ 1,00	IPCA+7,9%	7.821
(dif IMA-B 5)	+0,2%	+3,8%	+5,9%				
CDI11	+1,4%	+9,5%	+16,2%	R\$ 104,82	R\$ 1,14	CDI+1,5%	2.300
(% CDI)	156%	155%	141%				
Fiagro - Mês de Junho							
CRAA11**	+1,1%	+6,8%	+15,7%	R\$ 101,43	R\$ 1,20	CDI+2,7%	430
(% CDI)	140%	130%	135%				

* Volume Médio diário negociado na B3 no último mês.

** Este resultado tem como data de referência o mês de junho de 2024. Iremos divulgar o relatório do CRAA11 do mês de julho a partir do dia 09/08/2024

PREVIDÊNCIA

Fundo	Rentabilidade			Destques da Carteira			
	Mês	Ano	12M	Duration (anos)	Carrego (a.a.)	Emissores	PL Estratégia (R\$ mm)
Pós-fixado							
Sparta Prev	+1,1%	+7,4%	+13,6%	1,8	CDI+1,1%	128	3.588
(% CDI)	125%	121%	118%				
Sparta Prev D45	+1,3%	+8,0%	+15,0%	2,3	CDI+2,0%	124	160
(% CDI)	139%	130%	130%				
Indexados à Inflação							
Sparta Prev Inflação	+1,0%	+5,2%	+10,0%	1,6	(IMA-B 5)+1,0%	137	164
(dif IMA-B 5)	+0,1%	+0,9%	+1,7%				

BENCHMARKS

Benchmarks	Rentabilidade		
	Mês	Ano	12M
CDI	+0,9%	+6,2%	+11,5%
IMA-B 5	+0,9%	+4,3%	+8,2%
IDKA Pré 2A	+1,0%	+2,4%	+7,8%

SPARTA NAS REDES



A Sparta tem um canal educacional no Youtube e selecionamos os vídeos abaixo para complementar os assuntos que abordamos acima:

Seguem abaixo os últimos vídeos lançados no canal:

- Sparta Fundos - Cenário de Crédito Privado - Junho/2024
- Debêntures Incentivadas x Debêntures Corporativas
- Ágio e Deságio em Fundos Listados em Bolsa

Estamos preparando mais videos que serão divulgados nos próximos dias. Se tiver sugestões de novos assuntos para abordarmos, envie um e-mail para distribuidor@sparta.com.br



[SPARTA.COM.BR](https://sparta.com.br)



[SPARTA_INVESTIMENTOS](https://www.instagram.com/sparta_investimentos)



[SPARTA FUNDOS](https://www.youtube.com/sparta_fundos)



Disclaimer: Data base para retornos dos fundos Sparta: 31/07/2024. 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. O regulamento, o formulário de informações complementares e a lâmina de informações essenciais encontram-se disponíveis no site do Administrador. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. As rentabilidades divulgadas são líquidas das taxas de administração e de performance, mas não são líquidas de impostos e da taxa de saída, caso aplicável. As estratégias de investimento do fundo podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Alguns fundos podem ter menos de 12 (doze) meses. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A taxa de administração máxima, cuja diferença para a taxa de administração mínima será aplicável quando o fundo investir em cotas de outros fundos sob gestão da Sparta. Fundos sob administração do BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.: Sparta ANS - Razão Social: Sparta ANS FIRF CP LP, Data de Início: 02/03/2020, CNPJ: 32225995000185, Código Anbima: 528064, Categoria Anbima: Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre, PL médio em 12m de R\$ 233 mm, taxa de administração de 0,5% a.a., taxa de administração máxima de 0,55% a.a., taxa de performance de 20% que exceder 100% do CDI, o público alvo é de Investidor Qualificado. Sparta Deb Inc - Razão Social: Sparta Debêntures Incentivadas FIC FI-Infra, Data de Início: 30/06/2017, CNPJ: 26759909000111, Código Anbima: 442976, Categoria Anbima: Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre, PL médio em 12m de R\$ 558mm, taxa de administração de 0,8% a.a., taxa de administração máxima de 0,9% a.a., o público alvo é de Investidor em Geral. Sparta Top Inflação - Razão Social: Sparta Debêntures Incentivadas Inflação FIC FI-Infra, Data de Início: 29/01/2021, CNPJ: 39959025000152, Código Anbima: 593141, Categoria Anbima: Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre, PL médio em 12m de R\$ 841mm, taxa de administração de 0,8% a.a., taxa de administração máxima de 0,9% a.a., o público alvo é de Investidor em Geral. Sparta Max - Razão Social: Sparta Max FIC FIRF CP LP, Data de Início: 03/05/2017, CNPJ: 26773148000152, Código Anbima: 439282, Categoria Anbima: Renda Fixa Duração Média Crédito Livre, PL médio em 12m de R\$ 250mm, taxa de administração de 0,35% a.a., taxa de administração máxima de 0,85% a.a., o público alvo é de Investidor Qualificado. Sparta Prev D45 - Razão Social: Sparta Previdência FIFE D45 FIRF CP, CNPJ: 35927331000156, Data de início: 05/06/2020, Código Anbima: 538833, Categoria Anbima: Previdência RF Duração Média Grau de Inv, PL médio em 12m de R\$ 185mm, taxa de administração de 0,45% a.a., taxa de administração máxima de 0,5% a.a., o público alvo é de Investidor Profissional. Sparta Top - Razão Social: Sparta Top FIC FIRF CP LP, Data de Início: 07/02/2012, CNPJ: 14188162000100, Código Anbima: 296430, Categoria Anbima: Renda Fixa Duração Média Grau de Invest., PL médio em 12m de R\$ 1.939mm, taxa de administração de 0,3% a.a., taxa de administração máxima de 0,75% a.a., o público alvo é de Investidor em Geral. Sparta Top Inflação FIC FIRF CP LP, Data de Início: 30/09/2020, CNPJ: 38026926000129, Código Anbima: 553743, Categoria Anbima: Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre, PL médio em 12m de R\$ 276mm, taxa de administração de 0,3% a.a., taxa de administração máxima de 0,75% a.a., taxa de performance de 20% que exceder 100% do IMA-B 5, o público alvo é de Investidor em Geral. Sparta Prev Inflação - Razão Social: Sparta Prev I A XP S FC FI RF CP, CNPJ: 44843813000119, Data de início: 01/08/2022, Código Anbima: 664286, Categoria Anbima: Previdência RF Duração Média Crédito Livre, PL médio em 12m de R\$ 46mm, taxa de administração de 1,1% a.a., taxa de administração máxima de 1,15% a.a., o público alvo é de Investidor em Geral. Sparta Prev - Razão Social: Sparta Previdência Advisory Icatu FIC FIRF CP, CNPJ: 26710546000120, Data de início: 28/04/2017, Código Anbima: 439142, Categoria Anbima: Previdência RF Duração Média Grau de Inv, PL médio em 12m de R\$ 648mm, taxa de administração de 1,0% a.a., taxa de administração máxima de 1,05% a.a., o público alvo é de Investidor Profissional. Sparta Deb Inc Estatístico - Razão Social: Sparta Deb. Inc. Estratégico FIC FI Infra, Data de Início: 29/03/2023, CNPJ: 50038992000114, Categoria Anbima: Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre, PL médio em 12m de R\$ 47mm, taxa de administração de 0,8% a.a., taxa de administração máxima de 0,85% a.a., o público alvo é de Investidor em Geral. Administrador/Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A., CNPJ 02.201.501/0001-61, Av. Presidente Wilson, 231 - 11.o andar, Rio de Janeiro - RJ, CEP 20030-905, www.bnymellon.com.br/sf. SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21) 3219-2600. Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800-7253219. Gestor: Sparta Administradora de Recursos Ltda., CNPJ 72.745.714/0001-30, R. Fidêncio Ramos, 213 - Cj. 61, São Paulo - SP, CEP 04551-010, Tel: (11) 5054-4700, contato@sparta.com.br, www.sparta.com.br. Fundos sob administração do BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM: JUR011 - Razão Social: Sparta FC FI INC Infra RF CP. CNPJ: 42730834000100, Data de início: 08/12/2021, Código Anbima: 627127, Categoria Anbima: Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre, PL médio em 12m de R\$ 1.073mm, taxa de administração de 1,0% a.a., taxa de administração máxima de 1,25% a.a., o público alvo é de Investidor em Geral. CDIII1 - Razão Social: Sparta CDI FC FI INC Infra RF CP. CNPJ: 48973783000116, Data de início: 17/02/2023, Código Anbima: 692395, Categoria Anbima: Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre, PL médio em 12m de R\$ 201mm, taxa de administração de 1,0% a.a., taxa de administração máxima de 1,25% a.a., o público alvo é de Investidor em Geral. CRAA11 - Razão Social: Sparta Fiagro FI nas Cadeias Produtivas Agroindustriais, CNPJ: 48903610000121, Data de início: 02/01/2023, PL médio em 12m de R\$50mm, taxa de administração de 1,15% a.a., taxa de administração máxima de 1,15% a.a., após a primeira emissão de Cotas e durante os primeiros 6 (seis) meses de atividade do Fundo, a Taxa de Administração será equivalente a 0,20% (vinte centésimos por cento) ao ano, calculada mensalmente sobre o Patrimônio Líquido total do FUNDO, observado o valor mínimo mensal de R\$ 20.000,00 (vinte mil reais), atualizado anualmente segundo a variação do IGP-M, a partir do mês subsequente à data de registro do Fundo perante a CVM, taxa de performance de 20% que exceder 100% do CDI+2%, o público alvo é de Investidor Qualificado. Administrador: BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM, CNPJ 9.281.253/0001-23, Praia de Botafogo, 501 - 5º andar - Botafogo, Rio de Janeiro, RJ, CEP 22250-040, SAC 0800-7722827, sac@btgpactual.com, Ouvidoria 0800-7220048. Gestor: Sparta Administradora de Recursos Ltda., CNPJ 72.745.714/0001-30, R. Fidêncio Ramos, 213 - Cj. 61, São Paulo - SP, CEP 04551-010, Tel: (11) 5054-4700, contato@sparta.com.br.