

# **Polígono Capital**

Carta Mensal – Maio 2025



## Carta Mensal – Maio 2025

*Most of the time, the greatest risk comes when things are going well, because investors drive the price of assets up to reflect all the good news — and to leave no room for bad news. High popularity usually equates to high price, and high price equals low return.*

*Howard Marks*

Em maio, observamos uma normalização dos prêmios de risco no mercado internacional, em especial na renda variável, após moderação na guerra tarifária. Os EUA flexibilizaram diversas medidas implementadas durante o turbulento mês de abril, tranquilizando investidores que temiam uma profunda e aguda desaceleração econômica oriunda do potencial destrutivo das tarifas anunciadas. Até mesmo perante a China, contra a qual a postura era mais beligerante, houve moderação no tom. Entretanto, a dissipação desse risco direcionou as atenções para o irrefutável risco fiscal norte-americano, acarretando forte inclinação da curva de juros e induzido os vértices mais longos para os maiores níveis desde 2007. Naturalmente, esse movimento teve repercussões sobre as curvas de juros de outras economias.

No Brasil, o mês começou em ritmo positivo, conforme se precificava o encerramento do aperto monetário e se discutia um possível relaxamento a partir do final desse ano. Contudo, em mais um episódio de autoflagelação e de profundo equívoco na leitura do quadro político, a equipe econômica promulgou alterações profundas no IOF com fins arrecadatórios, ampliando alíquotas e estendendo sua aplicação em transações que tradicionalmente eram imunes ao imposto, como as operações de risco sacado. O desastroso e atabalhado anúncio, que em um primeiro momento inclusive escamoteava uma tentativa de controle cambial, reverberou negativamente e implicou revisões sobre a conjuntura. Resolve-se temporariamente o desequilíbrio de contas e o desafio de entregar a meta de primário para esse ano, mas saem penalizadas diversas empresas, com destaque para aquelas mais suscetíveis à alta da Selic originária da gestão fiscal perdulária. Se há um exemplo moderno mais categórico de vitória pírrica do que esse, o desconhecemos.

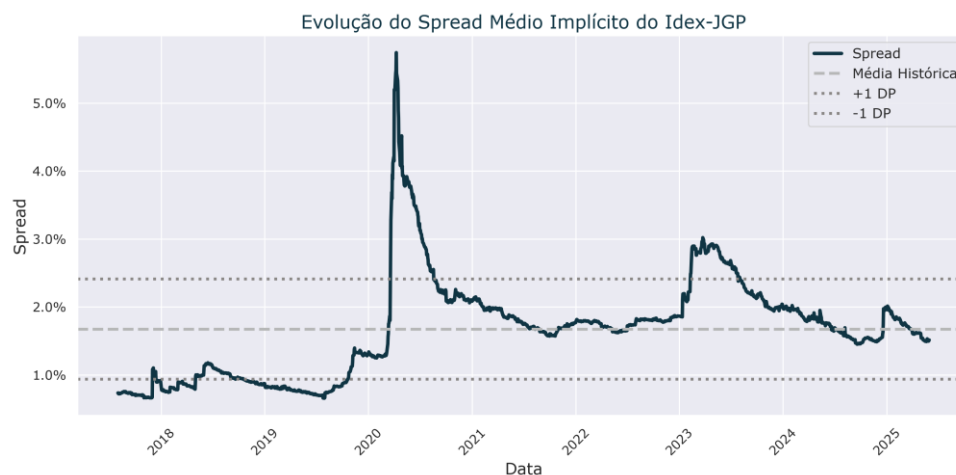
Para o mercado de crédito, no momento de elaboração dessa carta, ainda pairam múltiplas incertezas que impedem conclusões definitivas acerca dos desdobramentos do novo IOF. Por ora, é esperado encarecimento geral do crédito em alguma medida, em particular para as pequenas e médias empresas, que são dependentes de operações bancárias estruturadas via CCBs, antecipações de recebíveis e empréstimos de curto prazo. Com as notícias mais frescas suscitando tributações sobre instrumentos isentos, atinge-se também grandes empresas e instituições financeiras. No nicho dos isentos,

projetamos repetição de movimentos ocorridos no passado quando ameaças de tributação eclodiram repentinamente: uma corrida para realizar emissões enquanto a oportunidade existe e uma demanda excessiva perseguindo o *pool* agora finito de ativos isentos, comprimindo ainda mais spreads que já eram irracionais.

Refletindo sobre a atuação da Polígono e trabalhando com conjecturas, a depender da redação final e dos itens abandonados (risco sacado é um forte candidato a ter uma suavização, ao menos), os FIDCs podem sair relativamente beneficiados graças ao seu tratamento tributário privilegiado e flexibilidade para estruturar transações em diferentes formatos e instrumentos. A cobrança de IOF é desvantajosa, porém, com um provável aumento geral da alíquota sobre não isentos para 17,5%, a isenção de come-cotas é ainda mais relevante. Todavia, todos que atuam no mercado de crédito enfrentarão maiores incertezas diante de um governo incapaz de cortar gastos e com cada vez menos opções para incrementar a arrecadação, apelando inevitavelmente para medidas destrutivas. Portanto, seria temerário comemorar mesmo que essa classe seja beneficiada, pois o efeito líquido das medidas sobre a economia é nocivo e perverso.

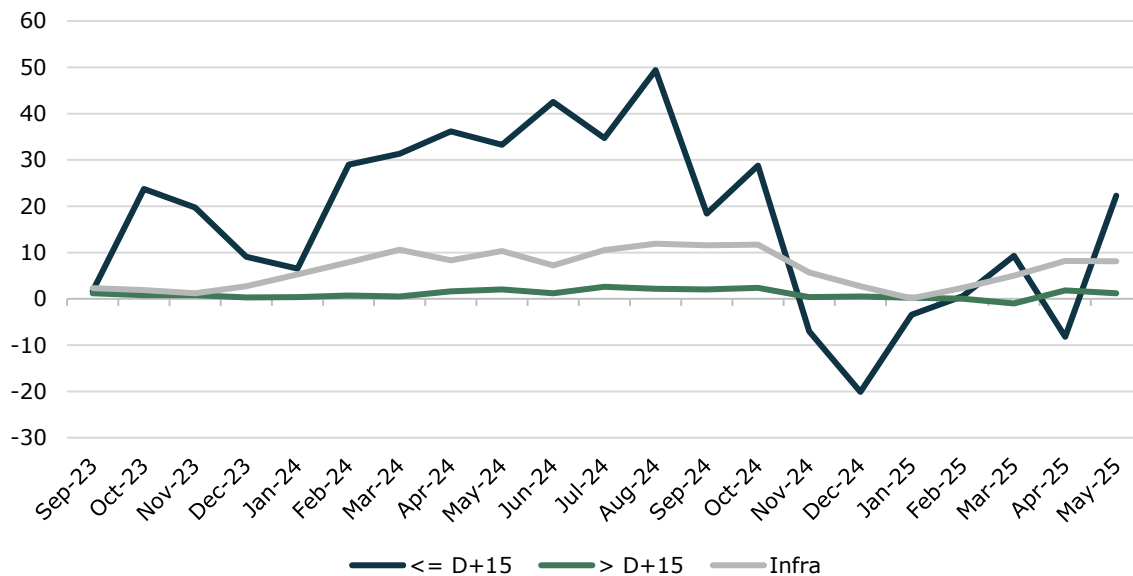
No que tange ao mercado de crédito líquido, houve nova rodada de compressão de spreads (vide Figura 1) em face da forte demanda dos investidores locais (vide Figura 2, sinalizando repique de captações pela indústria de fundos), que não foi acompanhada por uma aceleração no volume de ofertas na mesma magnitude. Oficialmente, retornamos aos patamares de outubro e novembro de 2024, que antecederam aquela reprecificação transitória e aguda de dezembro. Em que pese o cenário macro cada vez mais complexo e a pressão da Selic sobre a geração de caixa das empresas, o componente técnico é tão intenso que predomina sobre os fundamentos.

Figura 1 – Spread ponderado do Idex-JGP (CDI) excluindo ativos estressados (spread superior a 10% a.a.).



Fonte: JGP; Polígono Capital.

Figura 2 – Evolução da captação mensal de fundos de crédito selecionados segmentados por estratégia. Amostras contemplam 1.290 fundos de debêntures convencionais com prazo de resgate igual ou inferior a D+15, 532 fundos com prazo de resgate superior a D+15 e 1.284 fundos de debêntures incentivadas, totalizando patrimônios de R\$ 2,0 trilhões, R\$ 89 bilhões e R\$ 194 bilhões, respectivamente.

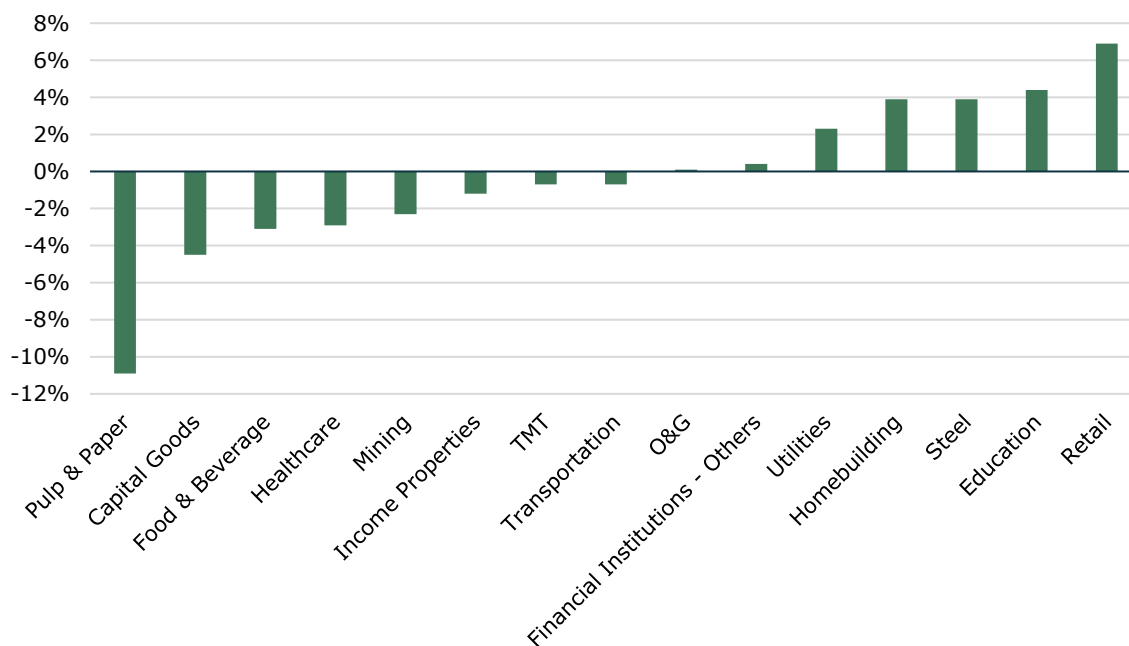


Fonte: Banco ABC; Polígono Capital. Dados até o encerramento de maio de 2025.

Aproveitando o ensejo, com o encerramento da temporada de resultados do primeiro trimestre de 2025, destacaremos nossas principais conclusões para o mercado de crédito. Os gráficos das Figuras 3 e 4 exibem um comparativo entre os resultados reportados e o consenso dos *sell-sides* agregados setorialmente. Grosso modo, constata-se números mais positivos em setores atrelados à economia doméstica, como varejo e educação, e frustrações naqueles relacionados a commodities, como siderurgia e mineração. É um reflexo de uma atividade econômica que ainda estava forte no primeiro trimestre, sem sofrer grandes efeitos do aperto monetário em curso, sempre defasados, e do enfraquecimento das cotações de múltiplas commodities no mesmo período.

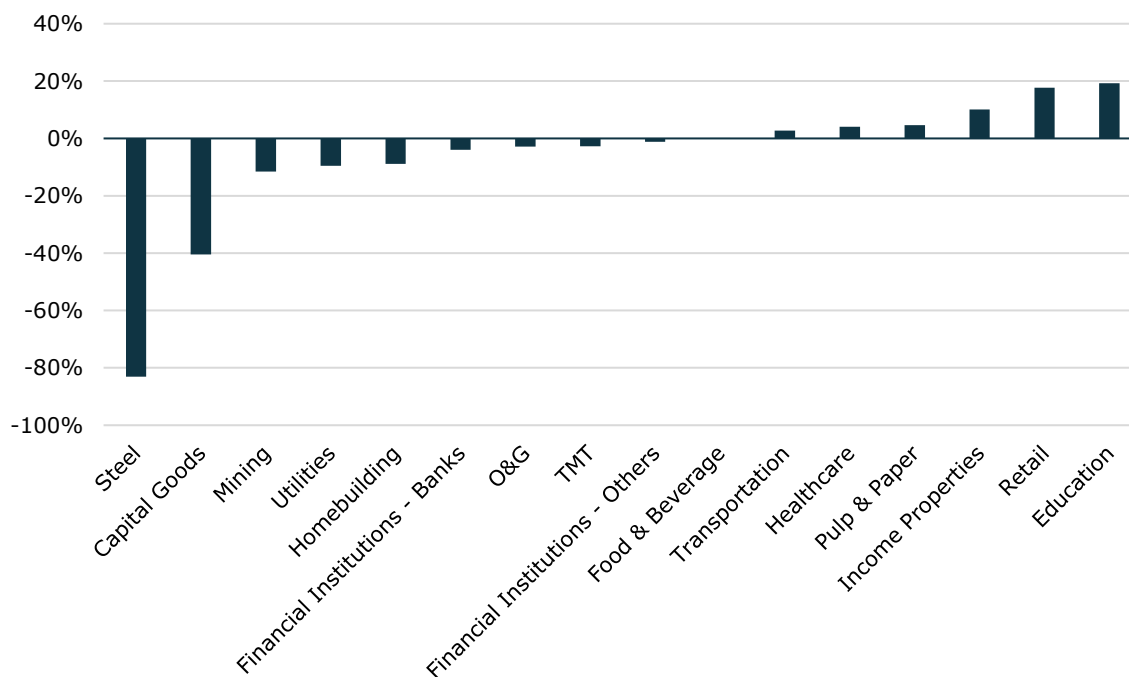
Inferências interessantes são possíveis a partir da análise da recorrência de termos e tópicos nas manifestações públicas, incluindo *releases* e *conference calls*, de empresas integrantes do Ibovespa. Fizemos um levantamento e compilamos o resultado na Figura 5, que traz menções a vocábulos específicos associados a crédito. Consistentemente com nossas apreensões, houve um aumento substancial nas citações referentes a alavancagem, cenário macroeconômico, despesas com juros e capex, atingindo picos até mesmo superiores aos de 2023 após a crise desencadeada pela derrocada das Lojas Americanas. Esse comportamento corrobora os desafios do cenário e reforçam nossa preocupação com o crédito corporativo, em particular o líquido. Transparece as apreensões dos próprios emissores com o atual contexto.

Figura 3 – Resultados setoriais (EBITDA) relativos ao consenso de mercado considerando somente as companhias domésticas listadas.



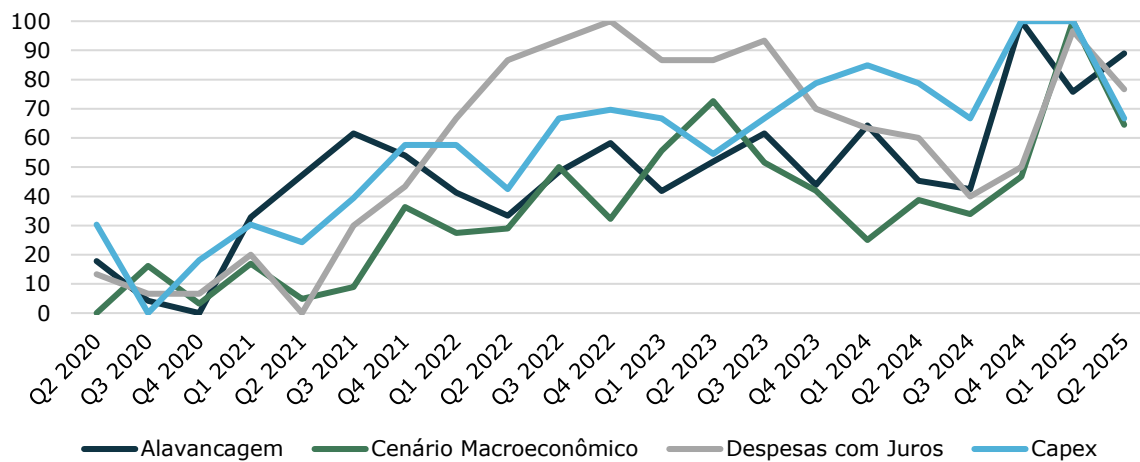
Fonte: Polígono Capital; Santander.

Figura 4 – Resultados setoriais (lucro líquido) relativos ao consenso de mercado considerando somente as companhias domésticas listadas.



Fonte: Polígono Capital; Santander.

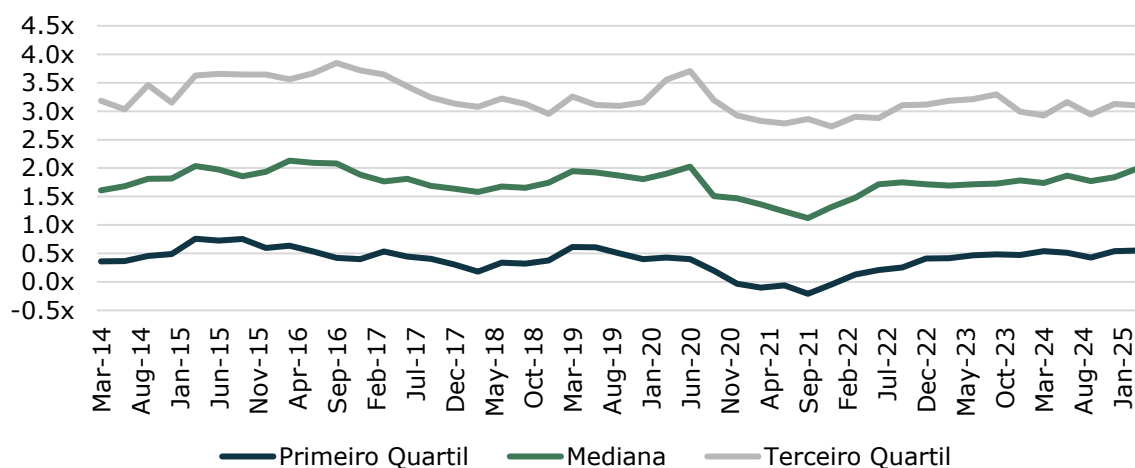
Figura 5 – Menções a temas específicos nas publicações e manifestações públicas das empresas do Ibovespa. Ocorrências normalizadas dentro do intervalo de 0 a 100 para cada vocábulo.



Fonte: Bloomberg; Polígono Capital.

Paralelamente, para as empresas listadas em bolsa, calculamos a evolução da alavancagem líquida nesses últimos anos para fins de comparação (vide Figura 6). Notamos que, embora as companhias mais alavancadas historicamente (terceiro quartil) estejam operando com um indicador próximo ao da média histórica, no primeiro quartil e na mediana houve crescimento perceptível de alavancagem, que se aproxima dos maiores níveis das respectivas séries temporais. É outra evidência da deterioração da qualidade de crédito, camuflada por fatores técnicos na análise dos spreads pagos por essas companhias no secundário e nas emissões primárias recentes.

Figura 6 – Evolução da alavancagem líquida (DL / EBITDA) das empresas listadas localmente com market cap superior a R\$ 500 mm ao final do mês de maio de 2025.



Fonte: Bloomberg; Polígono Capital.

Em relação aos portfólios, permanecemos seletivos diante da complexidade conjuntural e da pressão técnica, que tem sido negativa não somente para os prêmios de crédito, mas também para outros termos e condições, como *covenants* e garantias, cada vez mais frouxos e permissivos em emissões públicas. Nesse aspecto, nossa originação proprietária é uma espécie de oásis, pois nos confere a oportunidade de desenhar transações que respeitam integralmente nossa filosofia de investimento e alocação, sem demandar relaxamento do nosso crivo. Assim, no Bravo, fizemos desembolsos em novas captações de FIDCs que já estavam presentes na carteira e alocamos em uma operação estruturada sênior a CDI + 5,4% a.a. cujo ativo subjacente é formado por honorários advocatícios e em um empréstimo-ponte a CDI + 8,0% a.a. mais taxas de estruturação revertidas para o fundo. Ao final do período, o Bravo apresentou um carregamento líquido de CDI + 4,3% a.a. e duration de 1,6 ano.

Concomitantemente, no Alpha, fizemos alocações que incluem a cota sênior de um FIDC de crédito pessoal a CDI + 4,0% a.a., cotas seniores de um FIDC lastreado em honorários advocatícios a CDI + 5,4% a.a. (alocado em conjunto com o Bravo), cotas de fundos de crédito consignado federal (sem exposição a INSS) a CDI + 4,0% a.a. e um empréstimo-ponte a CDI + 8,0% a.a. (alocado em conjunto com o Bravo), incluindo taxas de estruturação revertidas para o Alpha. Esses desembolsos respeitam a estratégia de diversificar o fundo à medida que novos recursos sejam captados, produzindo uma carteira ainda mais defensiva, formada majoritariamente por cotas de nível sênior com robustos reforços de crédito combinando subordinação e excesso de spread. O fundo encerrou o mês com um carregamento líquido de CDI + 2,8% a.a. e uma duration de 1,3 ano.

Finalmente, em relação ao Alpha Prev, permanecemos com exposição máxima a produtos estruturados, que se beneficiam não somente pela marcação diária na curva, mas também pelos resilientes reforços de crédito implementados em nossas originações proprietárias. Na parcela de ativos líquidos, continuamos privilegiando papéis de companhias defensivas e com baixo duration, pois continua inalterado nosso julgamento de que, na média, os spreads dos ativos high-grade estão distorcidos, subestimando os riscos conjunturais. O fundo encerrou o mês com um carregamento líquido de CDI + 1,1% a.a. e uma duration de 1,8 ano.

Retorno Mensal dos Hedge Funds da Polígono:

Bravo FIC FIDC:

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	YTD	Acumulado
2024	-	-	-	1.09%	1.00%	0.78%	0.87%	0.91%	1.08%	1.24%	1.13%	1.29%	9.79%	9.79%
CDI	-	-	-	0.85%	0.83%	0.79%	0.91%	0.87%	0.83%	0.93%	0.79%	0.93%	7.99%	7.99%
%CDI	-	-	-	129%	120%	99%	96%	105%	130%	133%	142%	139%	122%	122%
CDI +	-	-	-	2.97%	2.03%	-0.13%	-0.35%	0.47%	3.00%	3.39%	4.49%	4.36%	2.20%	2.20%
2025	1.38%	1.31%	1.26%	1.37%	1.45%	-	-	-	-	-	-	-	6.96%	17.43%
CDI	1.01%	0.99%	0.96%	1.06%	1.14%	-	-	-	-	-	-	-	5.26%	13.67%
%CDI	137%	133%	131%	130%	127%	-	-	-	-	-	-	-	132%	127%
CDI +	4.29%	4.13%	4.01%	4.01%	3.76%	-	-	-	-	-	-	-	4.04%	2.84%

Data base: 30-05-2025  
Início do fundo em 01/04/2024. O PL do fundo nesta data é de R\$ 630.5 milhões, e o PL médio dos últimos 12 meses é de R\$ 385.6 milhões.

Alpha FIC FIDC:

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	YTD	Acumulado
2024	-	-	-	0.96%	0.94%	0.84%	0.98%	0.86%	0.89%	1.21%	1.03%	1.21%	9.29%	9.29%
CDI	-	-	-	0.85%	0.83%	0.79%	0.91%	0.87%	0.83%	0.93%	0.79%	0.93%	7.99%	7.99%
%CDI	-	-	-	113%	113%	107%	108%	99%	107%	130%	130%	131%	116%	116%
CDI +	-	-	-	1.37%	1.33%	0.64%	0.76%	-0.14%	0.72%	3.09%	3.20%	3.47%	1.58%	1.58%
2025	1.28%	1.21%	1.18%	1.29%	1.32%	-	-	-	-	-	-	-	6.44%	16.33%
CDI	1.01%	0.99%	0.96%	1.06%	1.14%	-	-	-	-	-	-	-	5.26%	13.67%
%CDI	127%	123%	123%	122%	116%	-	-	-	-	-	-	-	123%	119%
CDI +	3.08%	2.87%	2.99%	2.92%	2.21%	-	-	-	-	-	-	-	2.81%	2.01%

Data base: 30-05-2025  
Início do fundo em 01/04/2024. O PL do fundo nesta data é de R\$ 138.6 milhões, e o PL médio dos últimos 12 meses é de R\$ 45.8 milhões.

Alpha Prev FIM CP:

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	YTD	Acumulado
2024	-	-	-	-	-	-	0.65%	0.81%	0.86%	0.76%	0.81%	0.26%	4.23%	4.23%
CDI	-	-	-	-	-	-	0.91%	0.87%	0.83%	0.93%	0.79%	0.93%	5.37%	5.37%
%CDI	-	-	-	-	-	-	71%	93%	103%	82%	103%	28%	79%	79%
CDI +	-	-	-	-	-	-	-2.77%	-0.65%	0.32%	-1.82%	0.31%	-7.64%	-2.11%	-2.11%
2025	1.13%	1.09%	1.04%	1.15%	1.24%	-	-	-	-	-	-	-	5.78%	10.25%
CDI	1.01%	0.99%	0.96%	1.06%	1.14%	-	-	-	-	-	-	-	5.26%	10.91%
%CDI	112%	110%	108%	109%	109%	-	-	-	-	-	-	-	110%	94%
CDI +	1.40%	1.28%	0.99%	1.21%	1.29%	-	-	-	-	-	-	-	1.24%	-0.65%

Data base: 30-05-2025  
Início do fundo em 28/06/2024. O PL do fundo nesta data é de R\$ 30.4 milhões, e o PL médio dos últimos 12 meses é de R\$ 26.4 milhões.



# POLÍGONO CAPITAL

**[www.poligono.com](http://www.poligono.com) - [ri@poligono.com](mailto:ri@poligono.com)**

Este Material foi elaborado pela Polígono, na qualidade de Gestora do Fundo, com finalidade exclusivamente informativa. A Polígono não comercializa e nem distribui cotas de fundos de investimentos. Fundos não contam com garantia do administrador do Fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Ao investidor, é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do Fundo ao aplicar seus recursos. Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. O presente material não constitui oferta e/ou recomendação e/ou solicitação para subscrição ou compra de quaisquer valores mobiliários. As informações aqui contidas refletem o atual julgamento da Polígono na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. As projeções utilizam dados históricos e suposições, de forma que (i) não estão livres de erros; (ii) não é possível garantir que os cenários obtidos venham efetivamente a ocorrer; (iii) não configuram, em nenhuma hipótese, promessa ou garantia de retorno esperado nem de exposição máxima de perda; e (iv) não devem ser utilizadas para embasar nenhum procedimento administrativo perante órgãos fiscalizadores ou reguladores. A Polígono não declara ou garante, de forma expressa ou implícita, a integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização desse material e de seu conteúdo.