

O Custo de Oportunidade do Caixa em Fundos Exclusivos de Crédito



O Custo de Oportunidade do Caixa em Fundos Exclusivos de Crédito

1. Introdução e Contexto

Esse estudo nasceu de uma discussão interna sobre a eficácia de carregar um elevado nível de caixa em fundos exclusivos de crédito com o objetivo de defender a cota em caso de uma abertura generalizada de *spreads*. Ou seja, a realização de alocações táticas defensivas.

A análise a seguir foi desenhada especificamente para a realidade de fundos exclusivos, que operam sob um mandato de crédito líquido definido, com premissa de estar 100% alocado e com horizonte de investimento de longo prazo. É importante traçar uma distinção fundamental: enquanto fundos abertos possuem uma necessidade estrutural e regulatória de manter alocações em caixa para fazer frente a potenciais resgates, um mandato exclusivo não sofre dessa restrição, desde que haja bom alinhamento entre Cotista e Gestor.

Manter níveis de caixa ao redor de 5/10% para eventuais compras táticas de curto prazo é uma prática razoável e saudável para o manejo do portfólio. No entanto, este estudo foca nas alocações defensivas de maior magnitude, como posições acima de 30% em caixa.

2. Trade-off: Defesa do Portfólio x Redução do Carry

O racional primário de carregar níveis elevados de caixa é reduzir a duration do fundo e evitar um impacto maior na cota, em caso de uma abertura generalizada nos *spreads* de crédito. Em seguida, o caixa permite a compra desses papéis, cujos *spreads* sofreram ajuste, a taxas mais atrativas.

Contudo, ao implementar essa proteção, o portfólio incorre em um custo imediato e nem sempre diretamente observável: a perda do carregamento (*carry*) e a consequente diluição do nível de *spread* de crédito ponderado do fundo.

É necessário achar o *breakeven* entre o benefício (a redução do impacto negativo em caso de abertura de *spreads*) e o custo de redução do *carry* (a perda do carregamento). O grande problema dessa dinâmica é a variável temporal: **quanto maior o tempo em que o fundo permanece com o caixa elevado, esperando o estresse de mercado, maior precisará ser a magnitude da abertura de taxas para compensar o custo gerado pela falta de alocação.**

3. Metodologia

Para materializar o estudo, foi modelado o *breakeven* do custo de oportunidade (*carry*) versus o benefício de proteção em diferentes janelas de tempo, utilizando como base um portfólio com características do Idex-CDI Geral (<https://idexanalytics.com.br/idex-cdi-geral/>).

As características do Portfólio Alocado (Idex-CDI Geral), com base nos dados do fechamento de junho de 2026, são as seguintes:

- *Spread* de 1,73% a.a. acima do CDI
- *Duration* de 2,70 anos

O Portfólio Diluído possui os seguintes parâmetros:

- Composto por 70% Portfólio Alocado e 30% de Caixa
- *Spread* de 1,21% a.a. acima do CDI
- *Duration* de 1,89 anos

Além das premissas específicas sobre os portfólios, há também premissas gerais:

- Como simplificação, não foram considerados outros custos como: taxa de gestão, administração e custódia, custos de *trading*, custos Cetip, entre outros
- Contas de impacto na cota foram feitas considerando aproximação pela *duration* do Portfólio
- As *Durations* dos portfólios são mantidas constantes ao longo do tempo
- Foi considerada uma curva de CDI flat em 12,00%

De forma resumida, a tabela abaixo consolida as principais premissas do estudo:

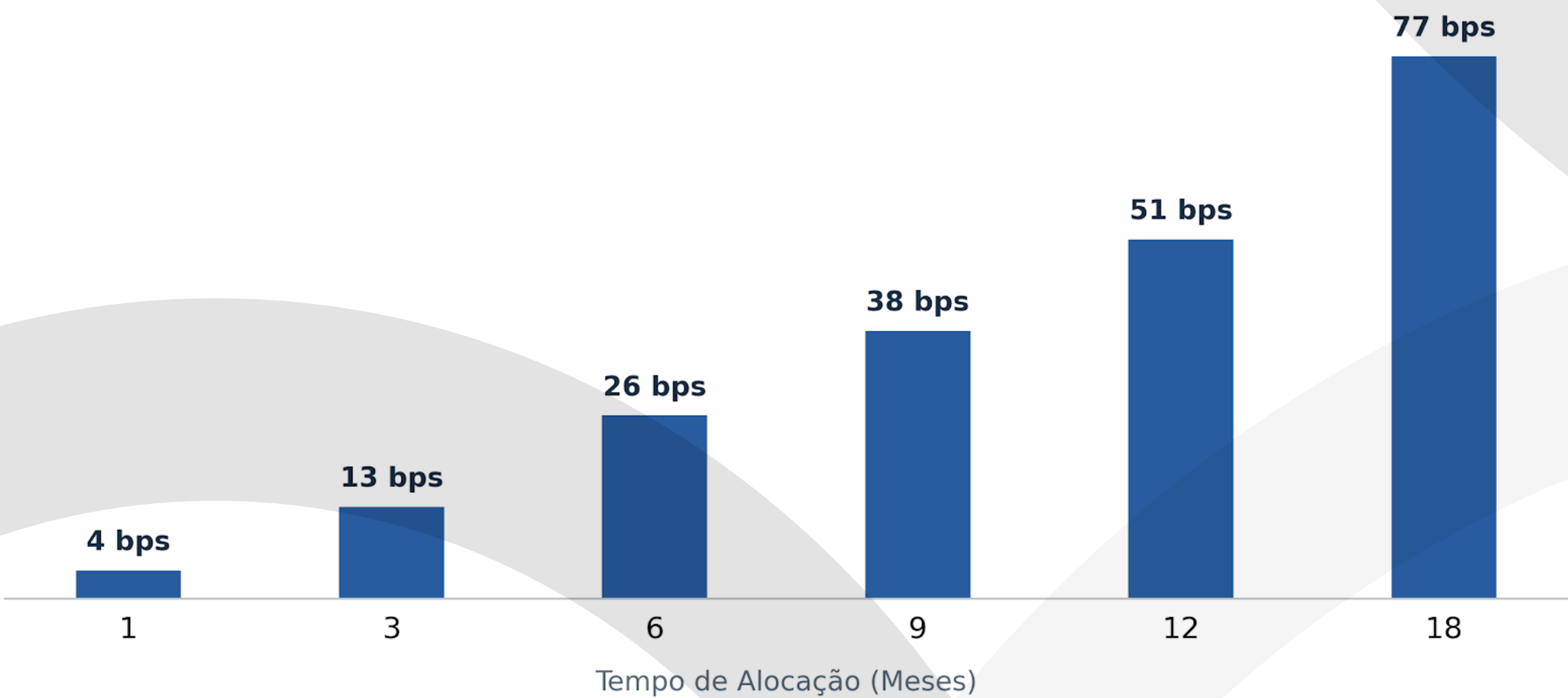
Spread Portfólio	Duration Portfólio	Nível de Caixa (diluição)	Spread Portfólio Diluído	Duration Portfólio Diluído
1,73%	2,70 anos	30%	1,21%	1,89 anos

4. A Dinâmica do *Breakeven* no Tempo

4.1. Custo - Perda de *Carry*

O Gráfico 1 permite observar o custo projetado, ao longo do tempo, de se diluir com 30% de caixa o Portfólio Alocado (Idex-CDI Geral).

Gráfico 1: Perda de *Carry* por Período
(Diluindo Portfólio com 30% de Caixa)



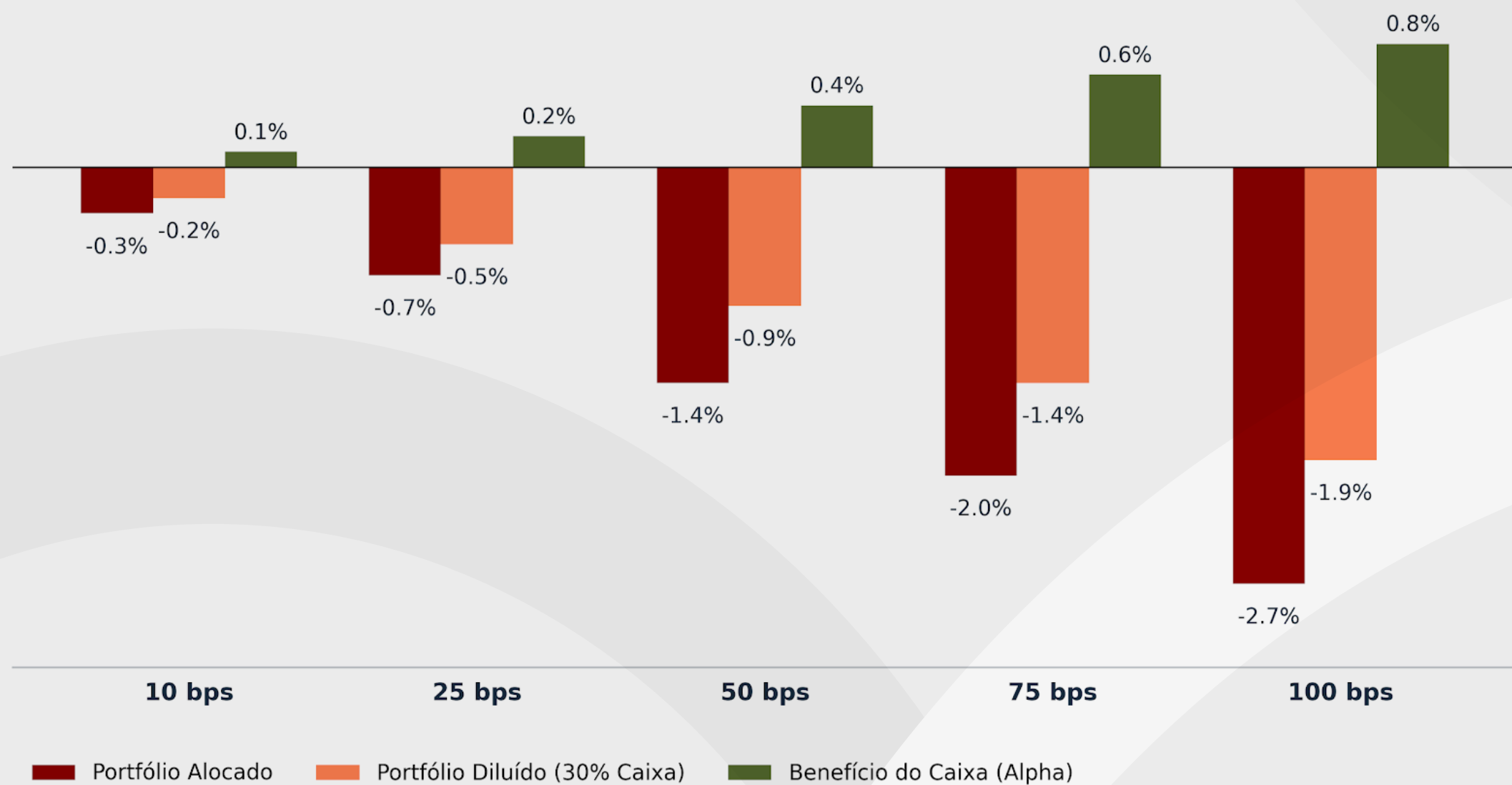
O custo nos primeiros meses, em termos absolutos, é reduzido. Entretanto, torna-se relevante com o passar do tempo, principalmente no caso de uma **classe de ativos bastante dependente do seu Beta e com baixa volatilidade, como é o Crédito mais líquido**.

4.2. Benefício - Defesa contra abertura de *spreads*

No caso de materialização do evento de abertura de *spreads* previsto, a alocação parcial em caixa cumpre seu papel, defendendo o Portfólio, uma vez que o mesmo possui uma duration reduzida quando comparada à carteira totalmente alocada.

Gráfico 2: Benefício da Alocação em Caixa

Sensibilidade da Cota perante Diferentes Níveis de Estresse
(Abertura de *Spreads*)



Conforme esperado, o Portfólio Diluído atua para defender a cota no caso de abertura de *spreads*. Numa abertura de 100 bps, o Portfólio Alocado perderia 2,70%, enquanto o Portfólio Diluído cairia 1,89%, gerando um alfa de 0,81% com a estratégia de 30% de caixa (supondo que a posição de caixa fosse montada no dia anterior à abertura).

4.3. *Breakeven* no Tempo

Os impactos, positivo e negativo, avaliados de forma segregada não permitem tirar muitas conclusões, dado que duas variáveis estão mudando: nível de abertura de *spread* e o tempo de carregamento de caixa.

A melhor forma de avaliar esse problema é achando uma variável em função da outra. Calculando o *Breakeven* entre o custo e o benefício. Ou seja, **qual seria a abertura necessária de spread para compensar o custo de oportunidade de estar subalocado em crédito (menor carry)**.

A fórmula do *Breakeven* é derivada de forma simples a partir da Condição de Indiferença: igualdade das cotas dos dois Portfólios (Alocado e Diluído) após um choque no *spread*.

$$\text{Cota Alocado}_t \times (1 - D_A \times \Delta\text{Spread}) = \text{Cota Diluído}_t \times (1 - D_D \times \Delta\text{Spread})$$

Isolando ΔSpread :

$$\Delta\text{Spread} = \frac{\text{Cota Alocado}_t - \text{Cota Diluído}_t}{\text{Cota Alocado}_t \times D_A - \text{Cota Diluído}_t \times D_D}$$

Nesta equação, o **ΔSpread** é justamente o *Breakeven* necessário para igualar o custo da perda de *carry* com o benefício da defesa do caixa.

Gráfico 3: Breakeven por Período

Ajuste de Spread Necessário (Breakeven) versus Tempo
(Magnitude do estresse necessário para compensar o Cash Drag de 30% Caixa)



O Gráfico 3 demonstra de forma isolada a curva de *breakeven* para cada período de carregio do caixa. Por exemplo, **seria necessário uma abertura de 31 bps para compensar ter carregado 30% de Caixa durante 6 meses.** Somente acima deste ponto a estratégia passaria a ser vencedora.

A inclinação do custo de *breakeven* gera a necessidade de um bom timing de mercado. Caso contrário, rapidamente o custo da perda do carry se sobressai ao potencial ganho da estratégia de proteção.

Algo que torna a execução ainda mais complexa é o fato do gestor não precisar apenas ter o timing da redução de risco, mas também ter o *timing* da compra de ativos durante o momento de estresse para recompor a carteira. Ou seja, **para a estratégia ser interessante, é necessário acertar duas vezes, o momento de redução de risco e o momento da recomposição do mesmo.** Não é um cenário impossível, mas dadas as características específicas da classe já citadas anteriormente (dependência de Beta e baixa volatilidade), torna-se uma missão muito difícil.

Cota Alacadot é a cota do fundo alocado 100% no Idex-CDI Geral no tempo t
DA é a duration do fundo alocado 100% no Idex-CDI Geral
Cota Diluídot é a cota do fundo diluído com 30% de caixa no tempo t
DD é a duration do fundo diluído com 30% de caixa
ASpread é a abertura de spread necessário para igualar o custo da perda de carry com o benefício da defesa do caixa

4.4. Breakeven x Histórico

Explorando um pouco mais a questão da baixa volatilidade da classe e o número reduzido de eventos negativos de grande magnitude, é possível adicionar a informação da ocorrência do *Breakeven* com base no histórico do índice IDEX-CDI Geral ex-*Distressed Companies*.

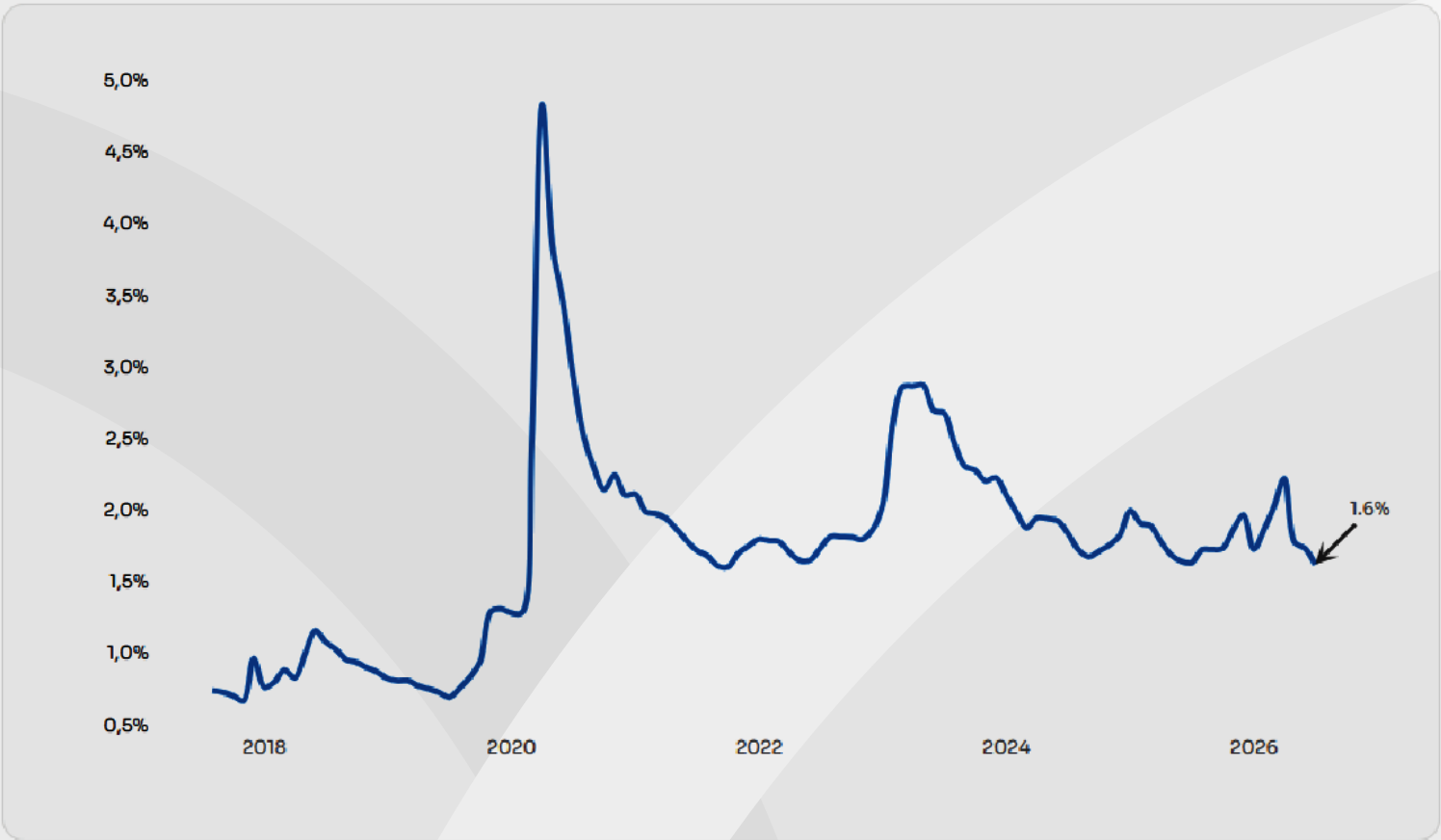
Foi utilizada a série mensal dos *spreads* conforme metodologia utilizada pela Idex Analytics. Utilizar a série com as exclusões (sem *distressed*) faz sentido, pois **a montagem de posição com caixa pressupõe uma defesa para abertura generalizada de spreads no mercado e não contra a deterioração de emissores específicos. A ocorrência de eventos de crédito em nomes específicos** leva a uma volatilidade no *yield* médio do índice, representando um movimento em que a estratégia de defesa não seria eficaz, caso isso não gerasse uma abertura de *spreads* generalizada.

Gráfico 4: Spreads Idex-CDI Geral ex-Distressed Companies - Fonte: Idex Analytics - 15/07/2026

Spreads ex-distressed companies ⓘ

Mesmo spread de carregio, mas excluindo empresas em situação de estresse (*distressed*). Ajuda a enxergar o prêmio limpo, sem o ruído de casos pontuais.

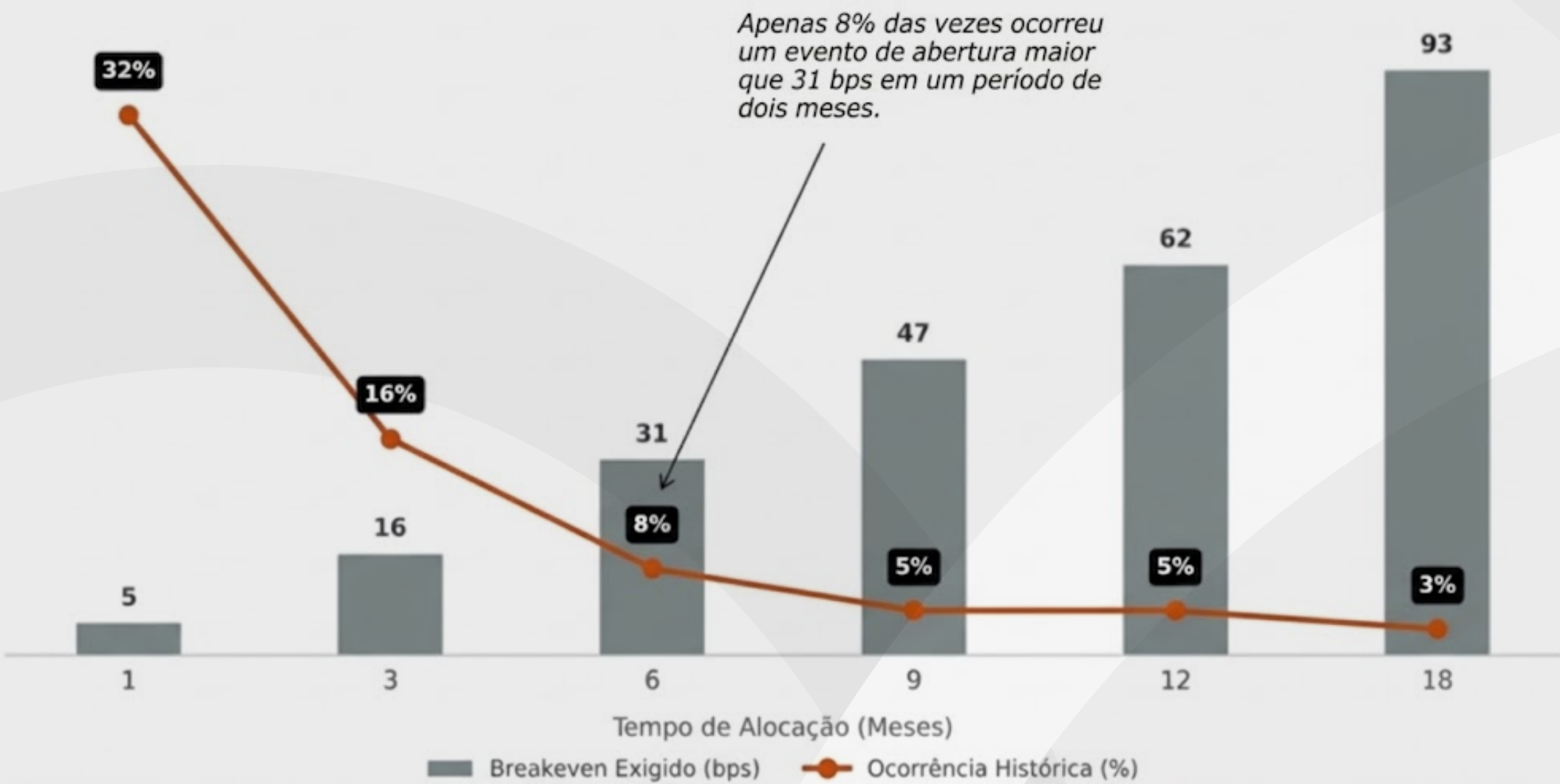
● Spread do Idex ex Distressed Companies



O gráfico abaixo retrata de maneira conjunta a informação do Breakeven por período, adicionando a variável do histórico de ocorrência de uma abertura de spread no Idex-CDI Geral (ex-*Distressed*) de intensidade igual ou maior que o valor do *Breakeven*.

De modo a simplificar a análise dos resultados, o histórico de abertura nos spreads é calculado observando a variação dos *yields* em um período de dois meses. **A ideia é tentar estimar o cenário em que o caixa foi carregado por N meses (custo definido) e o evento para o qual a posição defensiva foi montada ocorresse nos dois meses seguintes.** A janela de dois meses foi utilizada pois reflete de maneira satisfatória o período de abertura mais aguda dos eventos de créditos ocorridos historicamente, ao mesmo tempo em que não distorce de maneira relevante a conta do *Breakeven*, principalmente para períodos mais longos.

Gráfico 5: Breakeven e Histórico de Ocorrência



De forma a deixar mais clara a interpretação do gráfico, exemplifico um ponto (6 meses): seria necessária uma abertura de 31 bps no *spread* do Idex-CDI Geral (ex-*Distressed*) para compensar o carregamento de 30% de caixa por um período de 6 meses e, olhando o histórico do índice, em apenas 8% das janelas de dois meses houve uma abertura maior ou igual a 31 bps. Ou seja, **considerando o histórico e as premissas, a estratégia de carregar 30% de caixa por 6 meses foi vencedora em apenas 8% das vezes.**

Quando avaliamos a curva de necessidade de abertura junto ao histórico de ocorrências (de uma abertura maior ou igual ocorrer), o nível de dificuldade da estratégia fica mais latente. **À medida que o tempo passa, o evento necessário para justificar o caixa torna-se estatisticamente mais improvável.**

Dentro desse escopo há mais um agravante: **parte relevante dos eventos históricos ocorreram de forma inesperada** (notadamente Covid e a fraude das Lojas Americanas), ou seja, não teriam como ser antecipadas, impedindo a montagem da posição de caixa a priori.

Por fim, **o mercado de crédito mais líquido tem passado por um forte desenvolvimento nos últimos anos, com melhoras nos mercados primário e secundário e novos participantes, o que contribui de certa forma para uma redução de ineficiências**, gerando maior dificuldade para este tipo de estratégia.

5. Alocação Oportunística e Alinhamentos

Apesar desse estudo atuar no sentido de demonstrar a dificuldade em fazer uma alocação tática defensiva (redução de risco, aumentando caixa), o mesmo não necessariamente é válido para o lado direito da cauda.

Observar que a abertura de *spreads* se deu por um problema técnico (muitas vezes fluxo) e não por um problema estrutural no risco das empresas é mais simples de ser atestado após o fato (a abertura em si), mas difícil de ser previsto com a eficiência temporal necessária.

Para situações de estresse no mercado de crédito, advindas de um problema técnico e não de uma piora generalizada do risco de crédito das empresas, a alternativa superior à proteção via caixa é a alocação de "dinheiro novo" em forma de **Alocação Oportunística**. Neste caso, o cotista poderia aportar novos recursos no fundo para se aproveitar dessa disfuncionalidade momentânea e se apropriar de um potencial fechamento dos *spreads*.

Para que essa estratégia funcione, **é necessário um alinhamento muito forte entre cotista e gestor**, o que é mais razoável de se prever no caso de um fundo exclusivo. Duas características do cotista são imprescindíveis:

1 - Comportamento Contracíclico: necessidade de aportar em momentos em que o mercado de crédito estará estressado, indo contra o "senso comum" de redução de risco. É o ato de investir quando o holofote negativo da mídia e do mercado está pairando pesadamente sobre a classe de crédito.

2 - Agilidade: É necessário ter agilidade operacional e decisória para aumentar a alocação de risco exatamente quando necessário. Eventuais atrasos podem comprometer o timing para se apropriar do fechamento de *spreads*.

6. Conclusão

A análise dos dados e das dinâmicas de mercado apresentadas ao longo deste estudo demonstra que a **elevação substancial do caixa em um fundo exclusivo de crédito como mecanismo de defesa mostra-se uma estratégia de baixa eficiência**. O custo de oportunidade, refletido na perda contínua de carry, atua como um dreno invisível que exige uma magnitude de estresse de mercado e uma **precisão de *timing* raramente alcançáveis de forma consistente**.

A matemática do *breakeven* expõe um desafio ainda maior: o sucesso dessa tática não depende apenas do acerto no momento de reduzir o risco (exposição ao caixa), mas exige uma precisão dupla, incluindo o acerto no momento da recompra dos ativos. Como demonstrado, a probabilidade estatística de que esse movimento se pague, dado o histórico de comportamentos do índice Idex-CDI Geral (ex-*Distressed*), é reduzida, **tornando a proteção via caixa uma "apólice de seguro" excessivamente cara e estatisticamente desfavorável**.

Por outro lado, a estratégia de se aproveitar de momentos de abertura generalizada de *spreads* pode ser muito eficaz através de uma **Alocação Oportunística** com "dinheiro novo". Contudo, para que essa estratégia seja plenamente eficaz, é necessário um **forte comprometimento do Cotista**, através da capacidade em manter um comportamento contracíclico e da agilidade decisória para converter momentos de estresse em oportunidades de alocação.

A alocação oportunística possui maior previsibilidade na renda fixa. Em outras classes de ativos, a tese de reversão à média depende do timing do mercado para evitar value traps enquanto, na renda fixa, os instrumentos possuem maturidade definida de forma que mesmo que a marcação a mercado não melhore, é possível carregar o ativo e capturar o excesso de retorno do prêmio de estresse.

Em última análise, a busca por um alfa extra no crédito líquido brasileiro reside menos na tentativa de antecipar fluxos ou eventos inesperados e mais na prontidão para atuar quando o mercado, por razões técnicas, precificar ativos com prêmios desproporcionais ao risco real.



REAL GRANDEZA

Fundação de Previdência e Assistência Social

Diretoria de Investimentos

gin@frg.com.br

Rio de Janeiro, setembro de 2026

