

CARTA MENSAL CA INDOSUEZ

NOVEMBRO DE 2020



NOVEMBRO 2020

"Navegar é preciso, viver não é preciso". Cneu Pompeu Magno, 106-48 A.c.

O resultado das eleições americanas associado às notícias positivas de avanço nos estudos das vacinas contra a Covid-19 resultaram na forte recuperação dos mercados globais. O Ibovespa acompanhou o movimento favorecido pelo retorno do fluxo de investidores estrangeiros motivado pela elevada condição de liquidez global. A bolsa brasileira registrou saldo positivo de capital externo superior a R\$ 30 bilhões no mês, sendo o melhor resultado mensal da série histórica e que garantiu ao Ibovespa o melhor desempenho em dólar dentre os principais índices globais. O dólar voltou ao patamar de R\$ 5,35 e a perspectiva de manutenção da Selic até o final do ano voltou a predominar, ainda que as projeções para a inflação continuem aumentando. O otimismo internacional ofuscou as preocupações com o cenário fiscal brasileiro que carece de medidas concretas e a expectativa é que passada as eleições municipais, o governo consiga concentrar esforços para avançar na agenda econômica.

O mercado local de Renda Fixa, assim como os demais mercados, manteve o padrão de alta volatilidade ao longo do mês. As incertezas em relação a condução da política fiscal e a escalada dos indicadores de inflação no curto prazo tendem a sustentar esse cenário. Esse foi um dos principais detratores de performance dos fundos. Em contra partida, após o movimento coordenado entre Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil, observamos um forte movimento de recuperação de preço nos títulos públicos e do Real. O mercado de crédito apresentou uma menor demanda por ativos. Observamos um arrefecimento tanto no mercado primário quanto no secundário. Seguimos preocupados com os possíveis ajustes técnicos em 2021 e permanecemos aproveitando as oportunidades para gerar o máximo de caixa e reduzir exposições com vencimentos mais longos.

Isto posto, as maiores contribuições positivas nos fundos em CDI, novamente, foram os papéis de instituições financeiras. Mesmo com a melhora dos prêmios na curva de juros nos últimos dias do mês, iremos seguir com a estratégia de proteger as oscilações dos vértices mais longos das taxas de juros,

neutralizando parte do impacto negativo desse movimento na precificação e apropriar exclusivamente os ganhos de prêmio de crédito. Esse movimento foi fundamental para redução da volatilidade das cotas ao longo dos últimos meses. Na estratégia em inflação, a redução das exposições mais longas e os seguros contratados para uma deterioração da curva de juros a partir de 2025 segue vencedora. Estamos, dessa forma, com uma menor exposição em juros reais e ficamos exclusivamente comprados em inflação.

Os fundos do CA Indosuez, de uma maneira geral, performaram acima dos seus respectivos objetivos. Conforme comentamos, com um CDI mensal de aproximadamente 0,15%, o cálculo relativo do percentual do benchmark perde cada vez mais a relevância na análise de desempenho, diferentemente do que ocorre no cálculo dos ativos.

Um dos grandes temas de 2020 foi investimentos com princípios de sustentabilidade ambiental, social e com governança. Desde o início, mantendo o DNA do CA Indosuez no mundo, tratamos do assunto com seriedade e com uma abordagem realista da inserção do tema na gestão dos fundos. Assim, fugimos da ideia de oportunismo. Mantendo o compromisso com tal dogma, decidimos realizar o total desinvestimento das dívidas de Copel Telecom nos fundos geridos pelo CA Indosuez. Independente da qualidade de crédito do novo controlador, a política de governança observada em outras empresas controladas pelo grupo vai de encontro com o que consideramos sustentável.

Os fundos seguem com elevadas taxas de retornos contratadas, já considerando os ganhos recentes:

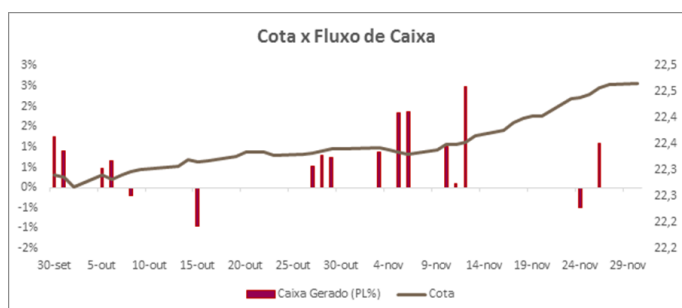
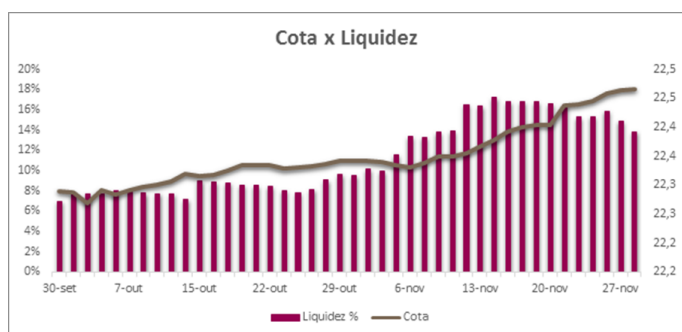
- CA Indosuez DI Master: CDI+1,15% a.a.
- CA Indosuez Agilité: CDI+2,19% a.a.
- CA Indosuez Previdência: CDI+1,76% a.a.
- CA Indosuez Vitesse: CDI+2,03% a.a.
- CA Indosuez Grand Vitesse: CDI+2,56% a.a.
- CA Indosuez Debêntures Incentivadas: IPCA+1,79% a.a. x IMAB-5 de IPCA+0,30% a.a. (para uma *duration* muito próxima).

Reiteramos a visão de que o recente aumento de volatilidade deverá permanecer, principalmente no mercado local. Seguimos convictos com os preços nos ativos com vencimentos próximos de 2023, tanto pela ótica de curva de juros quanto do prêmio de crédito.

COMENTÁRIO DO GESTOR

Esse mês iremos destacar o trabalho realizado de geração de caixa agregando retorno nas principais carteiras de fundos abertos. Ao contrário do que ocorreu no primeiro semestre de 2020, quando presenciamos um movimento irracional de vendas no mercado secundário, realizamos um significativo aumento de liquidez com uma excelente apropriação de resultado.

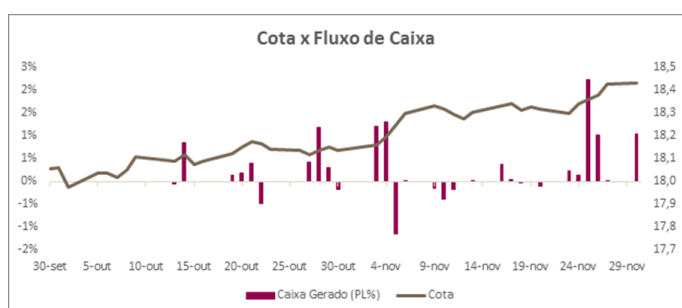
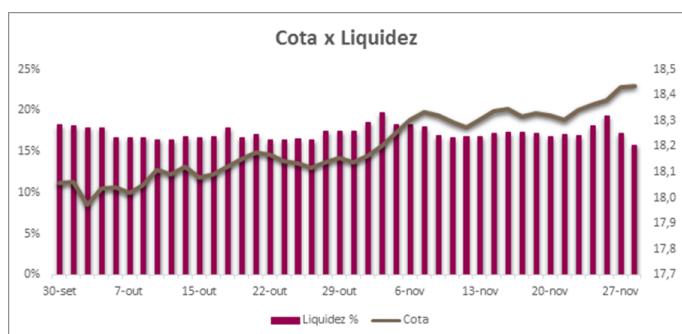
▪ Fundo CA INDOSUEZ VITESSE:



Nesse contexto a estratégia de preservar os ativos nas carteiras com vencimentos (e não duration) de até três anos e desinvestir dos papéis mais longos, que tendem a ter uma travessia mais complicada na próxima fase do ciclo de política monetária, segue apresentando um resultado positivo. Logo, nossos fundos estão em uma posição extremamente privilegiada, preservando a qualidade da carteira e com uma exposição passiva a taxa futura de juros, prontos para continuar apropriando os resultados atuais tanto nos juros nominais quanto nos prêmios de crédito.

Equipe de Gestão
CA Indosuez Wealth Management Brasil

▪ Fundo CA INDOSUEZ DEBÊNTURES INCENTIVADAS:



GLOBAL

Ao longo dos últimos meses assistimos um fenômeno paradoxal no comportamento dos mercados, tanto no Brasil, quanto no resto do mundo. O agravamento da crise da pandemia, particularmente no hemisfério norte, piorou drasticamente as expectativas em relação à retomada da economia no 4º trimestre. A maior parte dos analistas preveem agora uma contração da economia do Zona do Euro e um resultado píffio, se não negativo, nos EUA. Essa perda de fôlego, ou mesmo reversão, do processo de recuperação das economias está relacionada com as medidas restritivas que foram novamente adotadas e, no caso dos EUA, pela possibilidade de uma redução súbita no estímulo fiscal pela falta de um acordo, até agora, em torno de um novo pacote fiscal.

No entanto, os mercados financeiros passaram por cima dessas e de outras preocupações. Ao contrário, o que se observa é um crescimento no apetite por risco, enfraquecimento do dólar, rotação setorial nos mercados acionários e uma melhora dos fluxos para emergentes. O que está por trás desse comportamento um tanto quanto surpreendente?

Como quase sempre, parece haver mais de um fator por trás desse fenômeno. Em primeiro lugar, cabe destacar que a reação das autoridades, particularmente as monetárias, foi a esperada. O Banco Central Europeu reagiu à deterioração do cenário incrementando significativamente seus estímulos, tanto em intensidade quanto em sua duração. Nos EUA, o Fed. vem dando sinais bastante claros de que está a postos para aumentar os estímulos, particularmente se a política fiscal se tornar mais restritiva.

O uso de políticas não convencionais, como o afrouxamento quantitativo ou mesmo o “forward guidance” (promessa de manter a taxa de juros baixa por um longo período) ainda é sujeito a controvérsias. Embora a maioria dos analistas considerem que essas políticas são úteis para evitar uma recessão mais profunda e/ou estimular a recuperação, aqui e ali ainda há ceticismo em relação aos seus impactos sobre a economia real e, principalmente, receios com relação a suas implicações de médio e longo prazo. No entanto, uma coisa parece clara desde quando essas políticas passaram a ser adotadas na Europa e nos EUA depois da grande recessão de 2009: a forte expansão do balanço dos bancos centrais tem um efeito enorme, e positivo, sobre os preços de ativos. Isso pode ser

compreendido de mais de uma maneira. Do ponto de vista, digamos, mais prático, essas políticas extremamente frouxas geram a chamada “busca pela rentabilidade”. Com taxas de juros reais negativas e liquidez abundante, os investidores ficam tentados, quando não forçados, a buscar ativos de risco para rentabilizar seus portfólios. Do ponto de vista fundamental, o preço de um ativo financeiro deve ser igual (em equilíbrio) ao fluxo de retornos esperados descontados a uma taxa de juros. Assim, uma queda nos fluxos, particularmente se percebida como temporária, pode ser mais do que compensada por uma queda na taxa de desconto usada pelo analista ou investidor. Essa é provavelmente parte da explicação do comportamento otimista dos mercados mesmo diante de um cenário pouco animador no curto prazo.

Outro componente importante nesse quadro foi o surgimento de notícias muito animadoras sobre o desenvolvimento das vacinas. Em um feito histórico, a ciência humana logrou desenvolver vacinas que têm se mostrado eficazes e seguras em um prazo que poucos especialistas acreditavam ser possível. O fato de que essas notícias chegaram no momento crucial de crescimento forte da 2ª onda na Europa (e da 3ª nos EUA) foi fundamental para os mercados. Com isso, apesar das dúvidas que ainda persistem sobre a velocidade com que as populações serão imunizadas, ou mesmo sobre os impactos das vacinas sobre a transmissão do vírus, o mercado pode olhar para o futuro de curto prazo vendo uma luz no fim do túnel que parece brilhar cada vez mais forte. Assim, cresce a convicção de que a piora nas condições da saúde pública, e seus impactos sobre a atividade econômica, será realmente transitória, o que reforça a capacidade das políticas macroeconômicas de sustentar preços de ativos.

No caso dos emergentes em geral, e do Brasil em particular, esse processo acaba sendo reforçado por outros aspectos da conjuntura atual. As economias na Ásia, incluindo a China, mas não só ela, não estão sofrendo o mesmo impacto da covid. A recuperação e a normalização das economias por lá segue adiante e encontra-se em estágio avançado. Isso não só sustenta em alguma medida o crescimento global, mas tem uma influência muito marcante nos preços de commodities. Que, por sua vez, também costumam se beneficiar de um dólar um pouco mais fraco.

Para o Brasil em especial, a provável continuidade desse quadro nos próximos meses é bastante positiva. Como se sabe, a economia brasileira é bastante fechada e, portanto, tende a não depender tanto da demanda externa. Uma retração pontual da Europa ou uma desaceleração da economia dos EUA não ajudam, mas tem impactos relativamente limitados. Por outro lado, nossa economia e nossos mercados são profundamente afetados por preços de commodities e pela liquidez global.

Além disso, esse é um processo que chegue em excelente momento: com a aproximação do recesso parlamentar, é improvável que tenhamos avanços concretos e significativos nas reformas estruturais antes da volta dos trabalhos e da eleição das mesas diretoras do Congresso. A situação internacional, nesse sentido, acaba nos dando um pouco mais de fôlego para atravessar os próximos meses em que as dúvidas sobre o regime fiscal continuarão a persistir.

Evidentemente existem riscos que podem alterar a situação dos mercados nos próximos meses. A falta de um acordo sobre o novo pacote fiscal nos EUA é uma delas. As negociações do Brexit, que continuam difíceis, também pode piorar as perspectivas para a Europa (embora, provavelmente os impactos para a economia Global seriam limitados). E, finalmente, mas não menos importante, é importante que o processo de vacinação transcorra sem problemas, o que é esperado mas não garantido.

De qualquer forma, acreditamos que na ausência de algum choque negativo muito importante, a tendência de bom desempenho dos mercados globais deve continuar, ainda que como sempre o processo não deve ser de forma alguma linear. Caso essa expectativa se concretize, o cenário global pode se mostrar bastante positivo para a economia brasileira ao longo de 2021.

BRASIL

A perspectiva de um fim da crise da pandemia no médio prazo e a convicção cada vez mais forte de que as políticas macroeconômicas dos desenvolvidos permanecerão extremamente “frouxas” por um longo período de tempo teve impactos bastante positivos para a economia brasileira. Em especial, ela tem gerado uma melhora significativa nos fluxos de recursos para o país. Esse fluxo ajuda nossos mercados não apenas diretamente. Com ele, finalmente o mercado de câmbio começa a corrigir a desvalorização, para nós excessiva, do Real. A queda no dólar frente a nossa moeda, por sua vez, tranquiliza a parte do mercado que mostrava

desconforto com o repique inflacionário dos últimos meses, reforçando a interpretação do BC de que se trata de pressões transitórias decorrentes de ajustes de preços relativos. Conforme já mencionamos acima, ela também ajuda o mercado a ter um pouco mais de “calma” com a demora e o atraso no andamento das reformas.

Do ponto de vista da atividade econômica no curto prazo, os dados têm, no geral, confirmado a retomada da economia brasileira em ritmo melhor do que a maior parte do mercado esperava no começo da pandemia. O PIB do primeiro trimestre teve alta de 7,7% sobre o trimestre anterior, resultado que ficou um pouco abaixo do esperado pelo mercado mas que, somado à revisão na série histórica, é compatível com uma contração do PIB em 2020 entre -4% e -4,5%. Os indicadores disponíveis do 4º trimestre sugerem a continuidade da recuperação, embora em ritmo mais lento.

Mas, o grande desafio será a manutenção do crescimento a partir do 1º trimestre quando os estímulos fiscais, particularmente o auxílio emergencial, chegará ao fim. Soma-se a essa questão a possibilidade de que o recrudescimento da epidemia em algumas regiões do país provoque novos problemas para a economia.

O grande trunfo para manter a economia em recuperação em 2021 deve vir da política monetária expansionista, que deve continuar ao longo de todo ano. Mas, uma Selic baixa só será efetiva para sustentar o crescimento se houver confiança, particularmente no que diz respeito à questão fiscal. Se a expectativa em torno do restabelecimento do regime fiscal e das reformas se deteriorar, a tendência é de que a curva de juros ganhe inclinação e a alta das taxas de juros mais longas acabem gerando um aperto das condições financeiras.

Portanto, muito vai depender do que vai acontecer no Congresso. Com a proximidade do recesso e a eleição das mesas apenas em fevereiro, deveremos ter um período em que poucos sinais sobre o que vai acontecer estarão disponíveis. Como o cenário global parece ajudar, a tendência é que apesar das dúvidas o mercado dê ao Brasil o “benefício da dúvida” nesse momento. Mas, será preciso dar sinais claros e concretos de avanços o quanto antes em 2021.

Em relação, à inflação e política monetária, o IPCA de novembro manteve-se em patamar elevado. No entanto, também se manteve a concentração das pressões em alguns grupos específicos de preços, particularmente alimentos. Essas altas estão bastante relacionadas com a desvalorização cambial ocorrida ao longo do ano, não havendo nenhum sinal de que elas decorrem de um excesso de demanda. Sendo assim, a interpretação do Banco Central de que se trata de um fenômeno transitório continua válida.

Ainda assim, o Copom, em sua última reunião, alterou o tom de seu comunicado. Além de retirar a menção a um possível estímulo monetário adicional, o documento também sinalizou a possibilidade de retirada do “forward guidance” em um futuro não muito distante. Com isso o documento teve um claro tom mais conservador. Apesar disso, a mudança foi bem recebida pelo mercado. A sinalização de que o Banco Central está vigilante em relação à inflação reforçou um pouco sua credibilidade. Com isso, embora as taxas curtas tenham até reagido em alta no dia seguinte à reunião, ocorreu o contrário com as longas. Do nosso ponto de vista, o movimento parece compatível com nosso cenário base que prevê um ajuste modesto e preventivo da Selic em algum momento no 2º semestre de 2021.

Em suma, apesar de todos os pesares, a melhora do cenário internacional deve continuar ajudando os ativos domésticos e dá ao país algum tempo para avançar na agenda de ajustes e reformas. Mantemos um viés positivo para os ativos brasileiros, incluindo a taxa de câmbio para os próximos meses. Mas, até que o quadro político fique mais claro, esse otimismo de curto prazo precisa ser ponderado com os riscos de médio e longo prazo.

Vladimir Vale, CFA
Economista-Chefe
Equipe de Gestão e Análise de Crédito
CA Indosuez Wealth Management Brasil

Para saber mais:
+55 (11) 3896-6379
brasilcomercialsp@ca-indosuez.com.br
www.ca-indosuez.com/brazil/pt/

Leia o formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. a rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e da taxa de saída, em caso de opção pelo pagamento antecipado. fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito – fgc. as informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes



© 2020, CA Indosuez Wealth Management, Todos os direitos reservados

Foto: iStock

Este relatório foi preparado por CA Indosuez Wealth Management, através de fontes de informações que acreditamos serem confiáveis. Este relatório, o qual é uma comunicação meramente comercial, é preparada apenas com o objetivo informativo. Nada neste relatório deveria ser considerado como constituição de investimentos, jurídicos, contábeis ou fiscais e você deverá ser aconselhado por consultores independentes. Não é de intenção e não deveria ser considerado como uma oferta, convite, solicitação ou recomendação para comprar ou vender qualquer instrumento financeiro descrito aqui, nem é de intenção formar uma base por crédito ou outra avaliação, e é preparado com a intenção para uso somente por investidores profissionais. CA Indosuez Wealth Management não está agindo com capacidade fiduciária para você no que diz respeito este relatório. O CA Indosuez Wealth Management pode, a qualquer momento, parar de produzir ou atualizar este relatório. Nem todas as estratégias são apropriadas para todas as vezes. Rentabilidade passada não significa necessariamente um guia de boa performance futura. O preço, valor da renda de qualquer ativo financeiro mencionado neste relatório pode cair como subir e você poderá sofrer perdas se investir neles. Gestores independentes deverão ser consultados.