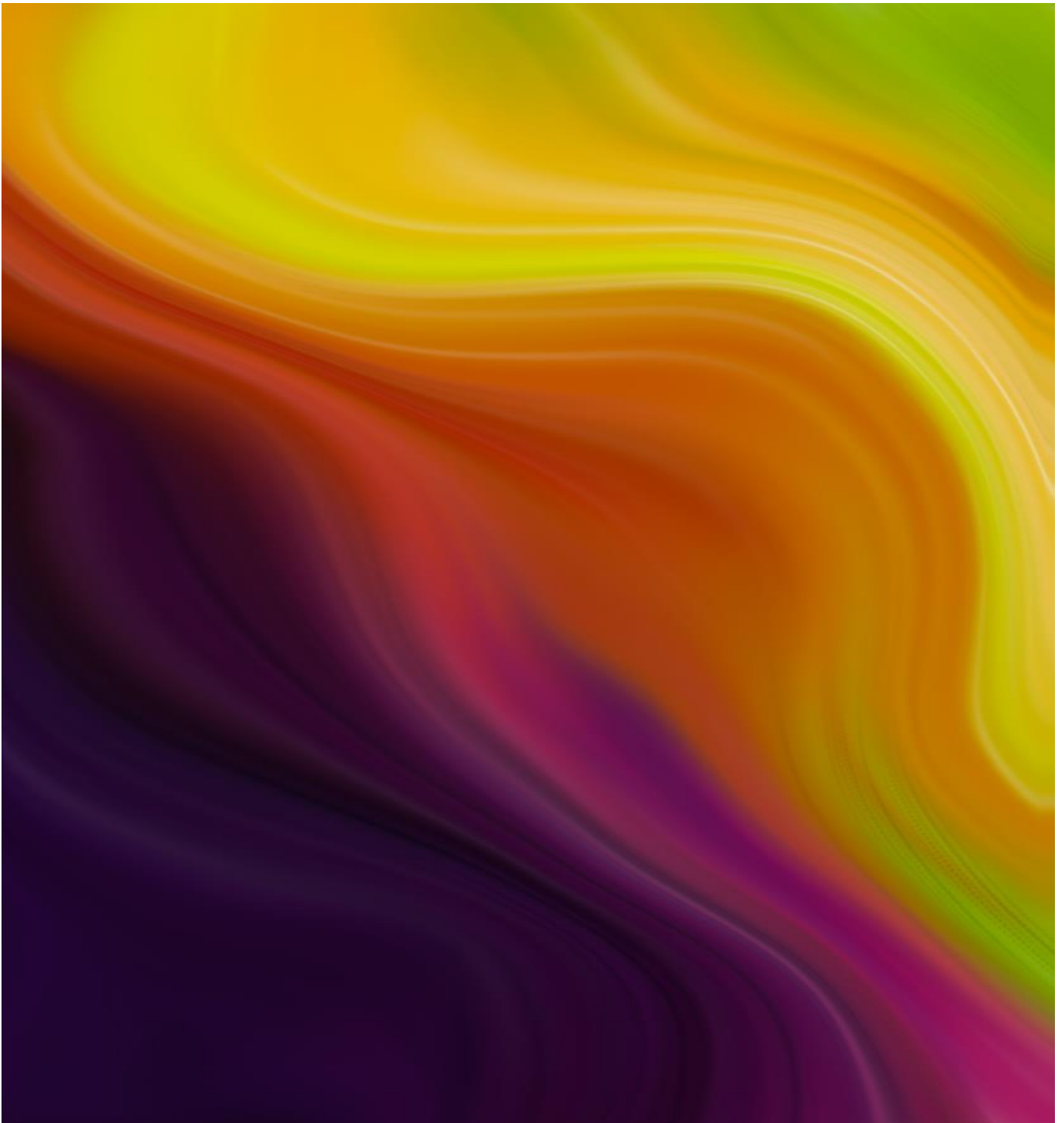


CARTA MENSAL CA INDOSUEZ

OUTUBRO DE 2020



OUTUBRO 2020

“No que diz respeito ao empenho, ao compromisso, ao esforço, à dedicação, não existe meio termo. Ou você faz uma coisa bem feita ou não faz.”. Ayrton Senna

O maior otimismo dos mercados, que prevaleceu durante a primeira quinzena do mês, sucumbiu à influência da maior aversão ao risco associada à expectativa em relação à eleição presidencial nos EUA e a evolução da pandemia nos países europeus. Na Europa, a última semana do mês foi marcada por novas medidas restritivas em algumas regiões que voltaram a ver os dados de contágio e ocupação de leitos crescerem. No Brasil, o cenário político também entrou em compasso de espera por conta do receio do governo de assumir posições que poderiam influenciar as eleições municipais. O Ibovespa, que chegou a acumular alta superior a 7% no mês, voltou aos níveis de 95 mil pontos, mesmo com um saldo positivo de fluxo de estrangeiros (R\$ 2,8 bi em outubro). Apesar da decisão do Banco Central de manter a Selic estável em 2% ao ano, as taxas futuras de juros subiram no mês ainda reagindo ao maior risco fiscal e alta nos dados da inflação corrente.

O mercado local de Renda Fixa segue apresentando uma escalada dos prêmios de risco em compasso com o aumento da desconfiança em relação a condução da política fiscal. 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 acomodação de preço nos títulos públicos com vencimentos até 2024. O mercado de crédito, ao contrário do mês de setembro, apresentou uma maior demanda por ativos. Surpreendentemente, os papéis emitidos por instituições financeiras voltaram a ter procura e começando a impactar, na margem, positivamente os preços.

Isto posto, as maiores contribuições positivas nos fundos em CDI foram os papéis de instituições financeiras. Com a estratégia de proteger as oscilações dos vértices mais longos das taxas de juros, conseguimos neutralizar parte do impacto negativo desse movimento na precificação e apropriar exclusivamente os ganhos de prêmio de crédito. 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 0,16%, 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.

No relatório anterior comentamos a irracionalidade no mercado secundário de ativos emitidos em percentual do CDI (relembrando o exemplo: um título da Copel, uma das primeiras companhias a receber upgrade de agência classificadora de risco durante a pandemia, negociava a 160%/CDI, há algumas semanas, com uma taxa de juros projetada para o período de 3.15% a.a., o que significa um prêmio de crédito de 1.89%. Atualmente, o mesmo vencimento projeta uma taxa futura de juros de 4.15%a.a., gerando um prêmio de 2,50%a.a.). Esse movimento gera um incremento de taxa de retorno contratada (carrego) de todos os fundos alocados nesses ativos.

Esse é o grande motivo de seguirmos com uma taxa de retorno contratada (carrego) nos fundos tão elevada e ainda não apropriarmos devidamente nas nossas cotas a recuperação de preço observada em parte da indústria. Em ciclos de alta, para o perfil de estratégia, a melhor posição é sempre pós fixada.

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

- CA Indosuez DI Master: CDI+1,45% a.a.
- CA Indosuez Agilité: CDI+2,11% a.a.
- CA Indosuez Previdência: CDI+1,78% a.a.
- CA Indosuez Vitesse: CDI+2,17% a.a.
- CA Indosuez Grand Vitesse: CDI+2,50% a.a.
- CA Indosuez Debêntures Incentivadas: IPCA+2,93% a.a. x IMAB-5 de IPCA+0,67% a.a. (para uma *duration* muito próxima).

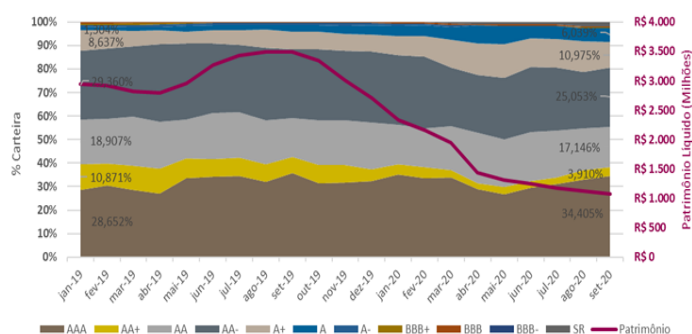
Reiteramos a visão de que o recente aumento de volatilidade deverá permanecer, principalmente no mercado local. Seguimos convictos com os preços nos ativos com vencimentos próximos de 2023, tanto pela ótica de curva de juros quanto do prêmio de crédito.

COMENTÁRIO DO GESTOR

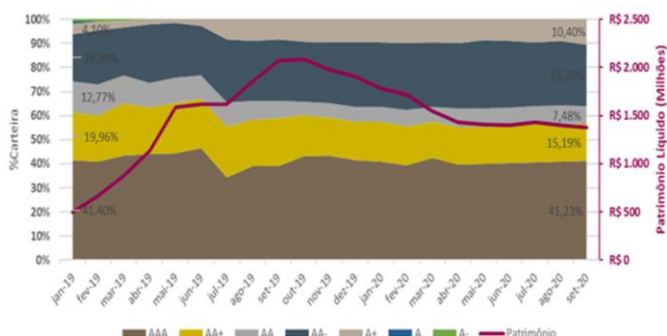
Importante destacar a evolução da qualidade da carteira de crédito ao longo dos últimos doze meses. Utilizando como exemplo os dois maiores fundos do CA Indosuez e analisando a evolução do patrimônio fica evidente a preferência da equipe em priorizar a qualidade da carteira (maior liquidez) durante a fase mais crítica de resgates.

Equipe de Gestão
CA Indosuez Wealth Management Brasil

■ Fundo CA INDOSUEZ VITESSE:



■ Fundo CA INDOSUEZ DEBÊNTURES INCENTIVADAS:



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.

GLOBAL

Outubro foi um mês de grande tensão para os mercados, preocupados com os rumos da política norte-americana e com o forte avanço de casos de covid19 no hemisfério norte, particularmente na Europa. Mas, no começo de novembro, boa parte dessas preocupações foram dissipadas, abrindo o caminho para um forte “rally” dos preços de ativos.

A recuperação econômica continuou nos trilhos na Ásia de uma forma geral e na China em particular. A economia do país continua em recuperação e, a essa altura, já opera bastante próxima da normalidade. Os indicadores mais recentes mostram que a China deve ser um dos poucos países a apresentarem variação do PIB positiva em 2020, o que é particularmente promissor para os mercados de commodities e, portanto, para a economia brasileira. Ao contrário do que foi visto na Europa e nos EUA, por enquanto a China, e maior parte do leste asiático, segue sem apresentar sinais de novas ondas de contágio. As dúvidas em relação ao comportamento da economia chinesa vão se deslocando para questões de médio e longo prazo. A crise da pandemia teve um forte impacto sobre o consumo e levou a um aumento da poupança das famílias. Esse movimento vai na contramão do necessário “rebalanceamento” da economia que depende fundamentalmente de um aumento da participação do consumo na demanda agregada. Mas, a persistência dessa e de outras questões não alteram o fato de que o desempenho econômico da China no curto prazo é uma boa notícia para a economia mundial ainda muito afetada pela crise da pandemia.

Na Europa, vários países foram obrigados a adotar novas medidas de restrição à circulação de pessoas em função do forte aumento na transmissão do vírus. Ainda que na maior parte dos países o impacto sobre os sistemas de saúde ou no número de mortes se mantenha inferior ao verificado na 1ª onda, as preocupações se justificam tendo em vista a incerteza sobre qual será o comportamento da pandemia daqui por diante. A forma como a 2ª onda na Europa começou, de maneira bastante sincronizada, parece confirmar a ideia de que o novo coronavírus tem um padrão sazonal. Se isso for verdade, o hemisfério norte terá longos meses de dificuldades pela frente, já que o pico das infecções respiratórias sazonais só ocorre no inverno.

A necessidade de novas medidas fortes de restrições

veio em má hora para a Europa, já que alguns indicadores sugeriam que a recuperação das economias no continente já vinha perdendo força mesmo antes desses novos problemas. Ainda que nossa expectativa seja de que o impacto desse novo quadro não deva ser tão dramático quanto o que se observou no 2º trimestre do ano, é certo que a maior parte dos países deve voltar a apresentar quedas fortes do PIB no 4º trimestre do ano. Além disso, no caso da Europa ainda há um outro foco de incerteza importante representado pelas negociações em torno do Brexit. Mais um “deadline” está se aproximando sem que um acordo tenha sido alcançado. Caso essa situação permaneça, um “hard exit” poderia trazer novos impactos negativos sobre o desempenho econômico e as expectativas da região no curto prazo.

No entanto, esses mesmos problemas e incertezas tem como contrapartida a expectativa de novos afrouxamentos de políticas fiscais e monetárias na região. O Banco Central da Inglaterra foi o primeiro a ser mover, ampliando seu programa de compra de ativos na última reunião em um montante que superou as expectativas dos agentes. Já o Banco Central Europeu tem sinalizado que tende a reavaliar (e ampliar) seus programas na reunião de dezembro.

No âmbito da política fiscal as coisas não devem ser muito diferentes. As objeções em favor de uma maior austeridade, que deram o tom da reação dos governos desde o fim do pior momento da crise do Euro anos atrás, foram solenemente ignoradas a partir da crise da pandemia e não há nenhum sinal de que a disposição dos governos tenha se alterado. A tendência continua sendo de que as autoridades fiscais e os parlamentos vão continuar avaliando que a crise atual é extraordinária e transitória, justificando, portanto, uma política fiscal bastante expansionista por um período razoável de tempo.

Nos EUA, o quadro econômico parece menos negativo. Ao contrário da Europa, a economia vinha dando sinais positivos até a deterioração do quadro da epidemia. É provável que o impacto do crescimento do número de casos, hospitalizações e mortes tenham algum reflexo no desempenho da economia no 4º trimestre, mas acreditamos que o impacto será mais modesto do que na Europa. Primeiro, porque a resposta dos governos locais tende a continuar sendo bastante heterogêneas e, por enquanto, as novas restrições sendo impostas são relativamente modestas.

Ainda assim, devemos ver uma desaceleração do crescimento, tanto em função do avanço da covid, quanto pela falta de um acordo em torno de um novo pacote de estímulos fiscais.

O mercado absorveu bem, até aqui, o resultado das eleições nos EUA. Embora o Presidente Trump conteste o resultado, parece bastante improvável que a eleição do candidato democrata seja revertida na justiça. Ao mesmo tempo, embora a situação no Senado ainda dependa de resultados no estado Geórgia, é também bastante provável que os democratas não irão controlar a casa. Além disso, os democratas perderam posições na Câmara dos Deputados e vão contar com uma maioria mais apertada. Em suma, a “onda azul” não se confirmou e a perspectiva é de dificuldades para a administração Biden implantar sua agenda legislativa.

Trata-se de um cenário positivo para o mercado. A expectativa é de que o governo Biden seja mais previsível e menos agressivo em sua política externa, o que reduz os riscos de novas escaladas protecionistas na relação com a China. Já os componentes da agenda doméstica que são vistos como negativos para os mercados, como a possibilidade de altas de impostos ou mudanças regulatórias, ficam menos ameaçadores com a provável ausência de controle sobre o Senado. No curto prazo, restam dúvidas sobre o novo pacote de estímulo. A tendência é de que seja possível aprovar um acordo mais modesto do que vinha sendo negociado, em torno de US\$ 1 trilhão. Mas, a disputa judicial e retórica em torno do resultado da eleição presidencial pode acabar dificultando e atrasando o processo. Isso seria ruim do ponto de vista do comportamento da economia real nos próximos meses. No entanto, espera-se que nesse caso o Fed volte a oferecer novos estímulos, o que é favorável para os preços de ativos, ao menos no curto prazo.

Em relação ao risco representado pela pandemia no médio prazo, a notícia sobre os resultados preliminares da vacina da Pfizer é bastante promissora. Evidentemente, ainda existem grandes dúvidas sobre quais serão seus impactos sobre a epidemia: a vacina irá impedir a infecção e a transmissão da doença ou apenas impedir o desenvolvimento de sintomas? Por quanto tempo ela será efetiva? Qual será sua eficácia em idosos e outros grupos de risco? Finalmente, os desafios logísticos para realizar a imunização em massa não serão nada triviais, particularmente no caso de vacinas que necessitam ser mantidas em temperaturas muito baixas.

Apesar dessas incertezas, é inegável que do ponto de vista dos mercados a notícia dá uma luz no fim do túnel em um momento particularmente delicado dada a situação na Europa e nos EUA. Somada aos resultados das eleições presidenciais e da perspectiva de novos estímulos monetários e fiscais nos países desenvolvidos, cria-se um quadro favorável a uma redução na aversão ao risco que tende a beneficiar particularmente os mercados emergentes.

BRASIL

A economia brasileira continua apresentando bons sinais de recuperação. Os dados do terceiro trimestre apontam para uma forte retomada da atividade e os primeiros sinais do 4º trimestre também parecem positivos. A essa altura, acreditamos que a contração do PIB em 2020 deve ficar por volta de -4,5%, um resultado bem melhor do que a maior parte do mercado esperava nos piores momentos da crise da pandemia. Uma boa parte desse comportamento deve-se ao impacto do auxílio emergencial e outras políticas de manutenção de postos de trabalho, o que gera dúvidas sobre a manutenção do crescimento a partir do 1º trimestre do próximo ano.

Uma desaceleração do ritmo de crescimento no começo do ano que vem nos parece bastante provável, mas a manutenção desse quadro no restante do ano dependerá da capacidade da política monetária de compensar uma boa parte dos efeitos da retirada dos estímulos fiscais. Em um cenário positivo, em que as incertezas fiscais e em relação ao cenário global vão aos poucos se dissipando, acreditamos que a política monetária tenderia a ganhar potência. Por outro lado, em um cenário em que os ajustes e reformas continuam a ser postergados e o governo adota algum tipo de “populismo fiscal” que ameace a sustentação do teto de gastos, a tendência seria de aperto das condições financeiras da economia e de novas pressões sobre a taxa de câmbio e a curva de juros.

No que diz respeito à inflação, os dados recentes continuam trazendo algum desconforto. As pressões inflacionárias claramente decorrem, por enquanto, da forte desvalorização cambial que ocorreu ao longo do ano. Daí o forte descompasso entre os índices de preços no atacado e os preços ao consumidor. Essas pressões refletem mudanças de preços relativos e pouco, ou nada, tem a ver com excesso de demanda.

Sendo assim, ainda que os índices devam ficar mais pressionados no curto prazo enquanto esses ajustes se transmitem pelas cadeias de preços, não se deve esperar que a inflação se propague indefinidamente ao longo do tempo. Isso só irá ocorrer quando a economia estiver apresentando baixa ociosidade (o que está muito longe) ou se a taxa de câmbio continuar sob constante pressão altista. A nosso ver, só haveria motivos para se esperar isso caso o mercado comece a considerar como provável que o controle sobre a política fiscal seja totalmente perdido. Esse é um risco real, até porque a sustentação do regime fiscal depende da adoção de uma série de reformas e ajustes. Mantido o atual rumo, há poucas dúvidas de que o teto de gastos será rompido e, eventualmente, se tornará politicamente insustentável.

Mas, a perspectiva de mais estímulos nas economias desenvolvidas tende a nos dar algum fôlego no curto prazo e, em nossa avaliação, as condições para avanços na agenda de reformas continuam dadas pela maioria de centro-direita do Congresso. Resta saber como o presidente irá agir passado o período eleitoral. Para que a agenda possa avançar, será necessário um engajamento maior nas negociações com o Congresso e uma disposição a arcar com o custo político de medidas pouco populares ou que desagradam grupos de interesses poderosos. Até aqui, o presidente Jair Bolsonaro tem evitado entrar em “bolas divididas”, o que gerou um clima de ceticismo em boa parte do mercado.

A tentação do populismo fiscal é grande, particularmente quando alguns dados sugerem que o auxílio emergencial foi crucial para a recuperação da popularidade presidencial nas últimas pesquisas. No entanto, o episódio da tentativa de criação do “Renda Cidadã”, que provocou uma forte reação negativa no mercado e no Congresso, mostra que existe atualmente pouca complacência com desvios das regras fiscais. Nessas condições, é improvável que apenas o incremento de programas sociais possa ser suficiente para sustentar a popularidade do presidente em níveis confortáveis para a disputa da reeleição. 2022 está muito longe e as condições macroeconômicas podem se deteriorar drasticamente daqui até lá caso o regime fiscal seja abandonado.

A necessidade de apoio no Congresso e no judiciário tem promovido um processo de “normalização” do governo que tende a aumentar a capacidade do governo de conduzir sua agenda econômica. O resultado das eleições nos EUA tende a exercer pressão semelhante, enfraquecendo os setores mais radicais do

governo e criando mais espaço para um governo de coalizão. Assim, acreditamos que as condições para que vários avanços institucionais importantes ocorram continuam dadas, como ficou visível mais uma vez com a recente aprovação da independência do Banco Central no Senado.

As dúvidas sobre o andamento das reformas não devem se dissipar tão cedo. Está claro que nada de mais significativo de e avançar até o fim das eleições locais, o que deixaria pouco tempo hábil até o recesso parlamentar. Ou seja, apenas no começo de 2021, após a eleição das mesas diretoras do Congresso é que ficará claro qual o apetite do governo em relação às reformas. Por conta disso, foi providencial a melhora no ambiente externo após as eleições norte-americanas. Ganhamos algum tempo precioso.

Apesar das dúvidas sobre a sustentabilidade do regime fiscal no médio e longo prazo, acreditamos que o Banco Central terá condições para continuar com seu “forward guidance” nos próximos meses. Na ausência de uma deterioração muito intensa da taxa de câmbio, a interpretação de que as pressões inflacionárias são transitórias deve continuar prevalecendo e, assim, não deve ocorrer nenhum movimento de alta da taxa nos próximos meses. Acreditamos que se a economia continuar em trajetória de recuperação, um leve aumento na taxa possa ser necessário antes do fim de 2021, mas nesse caso tratar-se-ia de um movimento preventivo com vistas a evitar um ajuste mais forte no período seguinte.

Em relação à taxa de câmbio, continuamos acreditando que ela continua desvalorizada em termos reais. Assim, nos cenários em que não há um descontrole fiscal sendo antecipado pelo mercado, a tendência é de valorização da moeda. No curto prazo, o espaço para essa valorização é limitado pela incerteza em relação às reformas e ajustes. Mas, em nosso cenário básico, acreditamos que a taxa de câmbio pode encerrar 2020 em torno de R\$ 5,2 e 2021 em torno de R\$ 5,00.

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.