

CARTA MENSAL CA INDOSUEZ

DEZEMBRO DE 2020



DEZEMBRO 2020

"O mundo não será salvo pelos caridosos, mas pelos eficientes." Roberto Campos, 1971-2001

Iniciamos o último relatório do ano anterior com a frase: "O ano de 2019 foi, decididamente, o mais emblemático para a indústria de fundos dedicados a Crédito Privado no Brasil". Naturalmente, podemos afirmar que 2020 foi o ano mais emblemático do século em diversos aspectos. Essa carta, seguindo o padrão de fechamento de ano, tem como objetivo uma rápida retrospectiva e reflexão dos últimos 12 meses.

O mês de março teve a intensidade de um ano completo. No mercado local, observamos a bolsa de valores ter os negócios interrompidos seis vezes ao longo de oito pregões. O índice Bovespa encerrou, após uma recuperação nos últimos dias, com uma queda de 29,90%, enquanto o real seguiu se desvalorizando e o IMA-B5 fechou em queda de 1,75%. O movimento de aversão a risco foi tão intenso que contaminou o mercado de crédito privado. O único mercado que apresentou uma recuperação de preço significativa foi o mercado de juros.

Estávamos vivendo uma crise sem precedentes. Escrevemos que uma das maiores semelhanças com as crises passadas é a sensação de que não irá passar nunca. A natureza da crise (saúde) e parte do tratamento (isolamentos e quarentenas) catalisam ainda mais os medos. A imprevisibilidade de quando poderemos retomar a rotina e quando a economia voltará a funcionar próximo da normalidade estimulam ainda mais a visão apocalíptica. O primeiro movimento de venda de ativos gerou um impacto de preço que, em um mercado fragilizado, empurrou a onda de que tudo irá quebrar e voltaremos a idade da pedra. E ninguém quer ser o indivíduo que "ficou para apagar a luz". Outra grande semelhança com crises passadas é que sabemos que irá passar. Mesmo com consequências e danos, as crises sempre passam. Nosso trabalho na ponta de gestão de investimentos é sempre estar vigilante para sua chegada, suportar a travessia e chegar do outro lado em uma posição privilegiada para os nossos investidores. Como sempre alertamos, estar atento aos ciclos.

Após um segundo trimestre extremamente positivo, impulsionado pela enchente de liquidez gerada pelos principais Bancos Centrais ao redor do mundo, o

primeiro semestre de 2020 encerrou com os mercados ilustrando uma forte recuperação e com melhores perspectivas em relação ao futuro da pandemia.

Assim, o novo semestre se iniciou com esperança. Algumas vacinas avançaram, alguns países começam uma flexibilização mais extensa e as mudanças nos hábitos dos indivíduos começam a surtir efeito. Acreditávamos que, dificilmente, teríamos uma solução definitiva ainda este ano. Mas a seguimos nos adaptando, coletiva e solidariamente, para sairmos mais fortes do outro lado. No CA Indosuez, fizemos a nossa parte com sacrifícios e esforços hercúleos. Todas as áreas, sem exceção, atuaram incansavelmente para ter certeza de que todo o trabalho executado estivesse validado, pensando diariamente em otimizações. Refletimos sobre as circunstâncias e iniciamos desenhos para um futuro de investimentos mais adequados, almejando um legado para as próximas gerações. As pessoas precisam ser boas, e não só parecerem boas.

Na sequência, houve uma melhora generalizada em relação a percepção de riscos nos principais mercados. No nosso último relatório mensal, abordamos que as incertezas atuais são muito menos preocupantes do que as incertezas do semestre passado. A maioria delas sempre fará parte do nosso dia a dia.

O terceiro trimestre encerrou com um aumento expressivo de aversão ao risco e, conseqüentemente, de volatilidade. A deterioração do quadro externo, somado à piora expressiva de percepção do quadro fiscal local, potencializou o movimento de alta na curva de juros pelo segundo mês consecutivo. O impacto da desconfiança em relação a condução da política fiscal foi tão intenso que, após 18 anos, observamos um impacto negativo no mercado de Letras Financeiras do Tesouro. Boa parte dos fundos da classe DI, mesmo sem crédito privado, apresentou desempenho negativo. Esse evento corrobora o ponto que insistimos nos últimos meses sobre o impacto de ágios/deságios em um quadro de discrepância entre juros curtos extremamente baixos e uma curva futura muito inclinada. Esse foi um dos principais detratores de performance dos fundos de renda fixa. O mercado de crédito, após um longo período de recuperação, voltou a apresentar um quadro mais delicado de liquidez. Começamos a observar um volume crescente de vendas no mercado secundário de títulos. No mercado de crédito, observamos a mesma dinâmica positiva com os títulos ajustando a nova perspectiva de juros mais baixos por um horizonte maior de tempo.

COMENTÁRIO DO GESTOR

Apesar da liquidez ainda modesta, a forte comunicação do Banco Central em relação a uma atuação no mercado secundário de títulos privados está dando suporte para um movimento gradual e mais saudável.

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. O mercado local de Renda Fixa, assim como os demais mercados, manteve o padrão de alta volatilidade ao longo do ano. As incertezas em relação a condução da política fiscal e a escalada os 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 meses do ano, 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.

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, realizamos 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.

Mirando a evolução e otimização de produtos de renda fixa com foco em crédito privado, lançamos dois fundos novos, ambos dedicados à ativos de crédito privado high grade. Eles possuem uma taxa de administração expressivamente menor que a média da indústria de fundos e distinguem pela volatilidade limite esperada. A melhor forma de definir essa variável é restringindo a exposição em termos de duration dos ativos. Sendo assim, o mais conservador tem como limitador títulos com vencimentos de até dois anos e o mais arrojado conta com uma carteira de títulos com vencimentos acima de dois anos. Dessa forma alinhamos, definitivamente, o risco de crédito com a expectativa de exposição em duration – preservando a diligência e o risco de crédito dos demais fundos. Controles e processos rígidos sempre serão os alicerces da gestão. Entendemos que esse é um dos caminhos naturais para indústria de fundos e, após a normalização de preços dos ativos, será uma das melhores formas de transparência de gestão de riscos.

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

- CA Indosuez DI Master: CDI+0,95% a.a.
- CA Indosuez Agilité: CDI+2,00% a.a.
- CA Indosuez Previdência: CDI+1,60% a.a.
- CA Indosuez Vitesse: CDI+1,96% a.a.
- CA Indosuez Grand Vitesse: CDI+2,15% a.a.
- CA Indosuez Debêntures Incentivadas: IPCA+2,64% a.a. x IMAB-5 de IPCA+0,62% a.a. (para uma *duration* muito próxima).

COMENTÁRIO DO GESTOR

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.

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

GLOBAL

O descompasso entre a economia real e o comportamento dos mercados financeiro entre os internacionais continuaram mostrando os sinais de descompasso nos últimos 30 dias.

Por um lado temos uma clara deterioração da pandemia de COVID19 na Europa e nos EUA que, certamente, terá reflexos negativos sobre o desempenho de curto prazo das economias desenvolvidas, além das turbulências políticas norte-americanas.

Mas, por outro, o mercado segue convicto de que as políticas macroeconômicas tendem a se tornar cada vez mais “frouxas” e permanecerem assim por um período longo e indeterminado. Isso, somado à esperança e ou expectativa de que o surgimento das vacinas possa resolver a maior parte dos problemas relacionados à pandemia tem favorecido que investidores olhem para a frente e descontem quase que totalmente as dificuldades atuais.

Além dos efeitos anestésicos da liquidez abundante, os mercados também se beneficiam da mais ou menos contínua recuperação das economias na Ásia, que por sua vez contribui para a sustentação dos preços das commodities e melhorando as perspectivas para grande parte das economias emergentes, incluindo o Brasil.

Mas, quando olhamos para a situação da Europa, a diferença entre as perspectivas de curto prazo e o comportamento dos mercados é marcante. O crescimento explosivos de casos em vários países e os receios relacionados ao surgimento de variantes do vírus devem fazer com que restrições significativas sejam mantidas por um período mais longo, o que muito provavelmente levará grande parte do continente à beira de uma nova recessão. O impacto econômico imediato deve ser menor do que o observado no pior momento do ano passado, já que as economias estão agora mais adaptadas ao “novo normal” e os setores mais afetados, em especial os serviços, não haviam se recuperado totalmente e partem de uma base mais baixa. Obviamente, o novo tranco que esses setores terão de enfrentar ameaça a sobrevivência de inúmeras empresas, particularmente médias e pequenas, aumentando o riscos de médio e longo prazo, tanto em relação ao crescimento quanto à desigualdade. No entanto, no curto prazo isso é amortecido pelas ações do BCE e das autoridades fiscais, levando ao já mencionado descompasso entre o comportamento dos mercados financeiros e as economias reais.

Nos EUA o quadro não é muito diferente, ainda que as perspectivas de crescimento de curto prazo sejam melhores. Apesar da piora na situação da pandemia, a maior parte dos indicadores, a começar pelas pesquisas PMIs, sugere que a recuperação continua apesar dos pesares. A grande decepção até aqui é o comportamento do mercado de trabalho, que vinha se recuperando muito lentamente, mas que voltou a mostrar sinais de piora em dezembro.

Em cima das incertezas provocadas pela Covid19, tivemos ainda os eventos do dia 6 de janeiro. A invasão do Capitólio e suas consequências apontam para um aumento ainda maior na polarização e na radicalização da política americana, provavelmente com repercussões por anos a fio. Além disso, o “expurgo” promovido pelas redes sociais e as ações mais ou menos sincronizadas contra redes alternativas devem colocar mais “lenha na fogueira” nas discussões sobre concentração de mercado e políticas antitruste no setor. Em situações normais, poderíamos esperar que os mercados vissem tudo isso como algo que aumenta os riscos e a volatilidade. Na prática, a perspectiva de novos afrouxamentos da política fiscal no curto prazo criados pela conquista do Senado pelos democratas acabou falando mais alto.

De forma quase intuitiva, é evidente que essa situação é insustentável no longo prazo. Preços de ativos não podem se descolar dos fundamentos por muito tempo – isso se chama “bolha” e seus desfechos são “desagradáveis”. Também é de se esperar que em algum momento o acúmulo de dívidas no setor público e/ou o crescimento explosivo do tamanho do balanço dos bancos centrais tenham eventualmente consequências negativas. Além do já mencionado risco de surgimento de bolhas, evidentemente em algum momento a inflação pode se tornar um problema.

Dito isso, por mais aparentemente razoáveis sejam essas objeções às atuais políticas, o fato é que, de um ponto de vista pragmático, desde a crise financeira de 2008 a experiência de quem tentou antecipar a crise final das políticas estimulativas e do juros real negativo não foi das melhores. Não há sinais de inflação na economia global e tampouco é razoável supor que bancos centrais estejam prestes a tentar “furar bolhas” por aí. Finalmente, nem todas as possíveis trajetórias apontam para um ajuste na forma de grande crise financeira ou inflacionária, por mais desconfortável e desconcertante que sejam as política ultra-estimulativas adotadas nos últimos anos.

É possível desconfiar que isso tudo seja o equivalente a dançar no deck do Titanic, só porque a banda segue tocando. Mas, é importante lembrar quem já quer se lançar ao mar que a água está bem fria. Até agora, a maioria de quem antecipou o naufrágio acabou morrendo de hipotermia pelo caminho...

BRASIL

A maior parte dos indicadores recentes tem confirmado a boa recuperação da economia brasileira até aqui. Os dados do Caged e a pesquisa mensal de serviços são alguns dos sinais nesse sentido. A economia brasileira deve ter fechado 2020 com uma contração um pouco maior do que -4%, bem melhor do que a maior parte dos analistas previa no auge da crise. O formato da recuperação até agora também gera um carregamento estatístico importante para 2021, ajudando a sustentar expectativas de crescimento ao redor ou mesmo superior a 3,5% em 2021.

Mas, o grande teste para a economia ainda está por vir. A partir do 1º trimestre é provavelmente que vejamos uma redução no nível de estímulo fiscal, seja pelo fim do “orçamento de guerra”, seja pela eliminação (ou redução) dos auxílios emergenciais.

Além disso, também no Brasil vivemos um momento de recrudescimento da pandemia, com uma situação muito preocupante em Manaus, onde uma nova variante do vírus, aparentemente mais infecciosa foi recentemente descoberta. Os impactos econômicos de novas restrições tendem a ser modestos, mas eles certamente não vão ajudar nesse momento delicado de redução de estímulos.

Fossem outras circunstâncias domésticas, o vento a favor provocado pela abundância de liquidez em escala global certamente estimularia o fluxo para o chamado “kit Brasil”. Não é o que estamos vendo. Embora o mercado acionário tenha conseguido por enquanto manter-se em patamares relativamente elevados, o ano começou com renovadas pressões sobre a taxa de câmbio e a curva de juros.

No que diz respeito à curva de juros, a inflação corrente segue sendo uma fonte de desconforto. O IPCA de 2020 fechou o ano acima do ponto central da meta de inflação, refletindo o ajuste de preços relativos provocado pela pandemia e, principalmente, pela desvalorização cambial. O Banco Central tem razão quando aponta que tais pressões não decorrem de um excesso de demanda ou de uma política monetária relativamente frouxa. Ao menos por enquanto, parece ser esse o caso. No entanto, a capacidade dessa

interpretação acalmar os agentes é abalada a cada novo sinal de fraqueza da taxa de câmbio. Soma-se a isso o fato de que a inflação acumulada em 12 meses deve seguir em alta até a metade do ano e temos um quadro favorável para que parte considerável do mercado questione a capacidade do BC de manter sua política monetária por um longo período, conforme ainda indica a sinalização recente.

A desvalorização cambial por sua vez parece ter a ver com os fundamentos do balanço de pagamentos, que segue mostrando uma posição confortável e até com certa tendência de melhora. Claramente também não está respondendo ao cenário externo que, na verdade, deveria estar favorecendo a recuperação do real.

Acreditamos, como já sabem aqueles têm lido nossas cartas e comentários, que tanto os sinais de nervosismo no mercado de juros quanto a fraqueza do real refletem a deterioração das expectativas em relação à questão fiscal e ao quadro político.

Aqui, duas constatações são necessárias a primeira é que o governo segue sem dar sinais concretos de que a agenda econômica será priorizada e que os custos políticos das reformas e ajustes serão “bancados”. Ao contrário, os sinais têm sido no sentido contrário, como no caso recente da demissão do presidente do BB.

O segundo fator que aumenta as desconfianças do mercado sobre as reformas é o acirramento da disputa pela presidência da Câmara. Ainda que nenhum dos candidatos seja frontalmente hostil às reformas, uma disputa mais acalorada aumenta as incertezas e os riscos. Como ficarão as relações entre governo e congresso, seja qual for o vencedor? A verdade é que ninguém sabe, o que alimenta os temores.

Na ausência de uma sinalização clara de avanços nas reformas, a tendência é de deterioração das expectativas o que pressiona o câmbio e a taxa de juros e aumenta a desconfiança em relação à condução da política monetária. No limite o Banco Central pode acabar sendo obrigado a ajustar a política mais cedo, e de forma mais intensa, do que ele hoje antecipa.

É tentador, diante de tudo, apostar que a deterioração prosseguirá. No entanto, cabe lembrar que as idas e vindas da política são muitas vezes surpreendentes. Política é como nuvem, já dizia uma conhecida liderança mineira. No caso em questão, é de se esperar que o setor privado exerça grande pressão para que as coisas tomem um rumo melhor.

COMENTÁRIO ECONÔMICO

A maioria de centro-direita continua aparentemente disposta a debater uma agenda econômica positiva. E mesmo a postura do presidente é passível de mudança, a depender das condições.

De qualquer forma, o fato é de que os próximos meses podem ser decisivos e imprevisíveis. Por um lado, a paciência dos mercados com o Brasil parece estar se esgotando. Por outro lado, dado a “defasagem” em alguns dos nossos ativos (a começar da moeda), não será preciso apresentar muita coisa para que ocorra uma forte recuperação dos fluxos e dos preços dos ativos locais.

O momento requer prudência e uma boa dose de cautela. Mas a diversificação, mais do que uma aposta direcional, seja positiva ou negativa, parece ser a ordem do dia.

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.