

CARTA MENSAL CA INDOSUEZ

JANEIRO DE 2021



JANEIRO 2021

"A luz é especialmente apreciada após a escuridão"
(Textos Judaicos).

O maior otimismo observado no final do ano sustentou fôlego somente até a primeira quinzena do mês de Janeiro, quando houve um maior fluxo de realização dos mercados diante dos desafios sobretudo em relação à pandemia e o cenário político. Mesmo com o início da vacinação no Brasil, o agravamento do contágio em algumas regiões e a adoção de maiores restrições elevaram a cautela dos mercados, impactando inclusive no temor de descontrole fiscal devido à possibilidade de prorrogação do auxílio emergencial somado à queda na arrecadação. Por isso as atenções se voltaram para a disputa das presidências da Câmara e do Senado, que influenciarão nas perspectivas em relação à agenda de reformas. Nem mesmo o relevante fluxo positivo de capital externo na bolsa brasileira no mês foi capaz de impedir o recuo de 3,3% do Ibovespa. Na busca por proteção, o dólar foi novamente impulsionado para níveis próximos de R\$ 5,50. O câmbio e a maior aversão ao risco pressionaram também as taxas de juros no mês em que o Banco Central decidiu manter a Selic estável em 2%, ainda que abrindo caminho para o início da normalização das condições monetárias.

No mercado de crédito observamos uma demanda crescente por ativos. No final de 2020 a procura por emissões corporativas no mercado secundário ganhou grande destaque, deixando uma lacuna na liquidez de emissões bancárias. Esse movimento, inclusive, foi um dos motivadores das instituições voltarem a acessar captações no exterior. Porém, na segunda metade do mês ocorreu um tímido movimento de procura por Letras Financeiras de Bancos de primeira linha com vencimentos mais longos. Tal evento vem ganhando força e impactando positivamente as estratégias em CDI. Nos fundos do CA Indosuez os grandes geradores de performance, nessa estratégia, foram os títulos bancários. Do outro lado, a deterioração dos prêmios na curva de juros impactou os ativos negativamente. Seguimos com uma estratégia de proteção com contratos de juros futuros com vencimento em 2025, exclusivamente para suavizar meses como o último.

Na estratégia em IPCA, o fundo Debentures Incentivadas segue se destacando. A política de proteção continua funcionando perfeitamente e a

carteira performou 0,80% acima do IMA-B5, mesmo com o movimento de abertura da curva de juros. A filosofia de preservar os melhores emissores e alocar preferencialmente em vértices mais curtos, aliada e visão macro do cenário interno mais desafiador para 2021, está trazendo ótimos resultados.

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

- CA Indosuez DI Master: CDI+1,00% a.a.
- CA Indosuez Agilité: CDI+1,65% a.a.
- CA Indosuez Previdência: CDI+1,00% a.a.
- CA Indosuez Vitesse: CDI+1,85% a.a.
- CA Indosuez Grand Vitesse: CDI+2,00% a.a.
- CA Indosuez Debêntures Incentivadas: IPCA+2,92% a.a. x IMAB-5 de IPCA+0,80% 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. 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

Depois de um começo de ano mais turbulento, em que preocupações com a pandemia e a recuperação ganharam força momentaneamente, os mercados financeiros internacionais se recuperaram no começo de fevereiro. Ao que tudo indica, voltamos à situação paradoxal que tem caracterizado o comportamento dos ativos financeiros já há um bom tempo: apesar de um cenário extremamente incerto e desafiador no curto prazo, os agentes se agarram na expectativa de que a pandemia será resolvida com as vacinas no médio prazo e que, até lá, as políticas macroeconômicas permanecerão extremamente expansionistas. Nesse contexto, o curto prazo perde importância e os agentes preferem “olhar para frente”. Momentos de correção são breves e rapidamente superados pela busca frenética por rendimentos gerada pelas políticas monetárias pra lá de frouxas.

Soma-se a esse quadro o bom comportamento das economias asiáticas e, em parte por conta disso, o nível elevado dos preços das commodities apesar de todos os problemas da economia global. Particularmente para um país como o Brasil, um grande produtor de commodities, com ligações comerciais importantes com a Ásia emergente e dependente de financiamento externo, este não deveria ser um cenário externo negativo, muito pelo contrário. O que sugere que boa parte do fraco desempenho dos ativos locais tem origem em situações específicas ao país.

Mas, voltando ao cenário global, janeiro foi marcado por um novo agravamento da situação da pandemia e a adoção de novas medidas de restrições em vários países. Isso coloca mais dúvidas sobre o comportamento das economias nesse e, talvez, no próximo trimestre. A deterioração das expectativas de curto prazo é mais ou menos generalizada, mas, entre os desenvolvidos, é mais marcante na Europa. Mas, apesar disso, o desempenho da atividade econômica no 4º trimestre do ano passado foi melhor do que o previsto na zona do euro (-0,7% na comparação trimestral vs. consenso de -2,7% em dezembro), o que junto com uma tendência de redução de casos de covid19 ajudou os mercados a superarem as preocupações de curto prazo. Além disso, apesar de um pouco melhor do que o esperado, o resultado não permite de forma alguma que se especule com uma possível reversão das atuais políticas macroeconômicas. Ao que tudo indica, incluindo a própria comunicação do BCE, as políticas permanecerão focadas em sustentar a demanda agregada por um longo período. Corroborando essa expectativa, também inexistem

sinais de problemas inflacionários na região. Evidentemente, um longo período de juros baixos inevitavelmente levanta temores e especulações sobre desequilíbrios e “bolhas” mais à frente, mas por enquanto nada disso parece ser motivo suficiente para que o BCE mude sua postura.

Nos EUA, a situação não é muito diferente. A piora da pandemia deve ter um impacto negativo sobre a economia no curto prazo, embora provavelmente com uma intensidade menor do que a verificada na Europa. Mas, por outro lado, o mercado de trabalho nos EUA permanece sendo um grande “calcanhar de Aquiles” da economia norte-americana, em uma extensão única ao menos entre os desenvolvidos. A expectativa de que a flexibilidade que caracteriza a economia dos EUA iria promover uma rápida recuperação claramente frustrou-se até aqui. Entre outros indicadores, os pedidos iniciais de auxílio desemprego refletem isso, mantendo-se em um patamar semanal 3 ou 4 vezes acima do que seria o “normal” para a economia norte-americana. O comportamento do mercado de trabalho é uma variável fundamental para o Fed, ainda mais em um cenário em que a inflação mantém-se absolutamente sob controle e, na verdade, até um pouco abaixo de sua meta. Isso não deixa muita dúvidas sobre a manutenção de uma política monetária bastante frouxa. Mas, para além disso, o mercado também espera a aprovação de um novo pacote de estímulos fiscais de US\$ 1,9 trilhões que está sendo negociado no Congresso.

Diante desse quadro, não chega a surpreender o surgimento de casos como o da GameStop que acabou gerando uma grande volatilidade ao longo de janeiro. Políticas frouxas estimulam o crédito e o apetite por risco. Na verdade, elas são adotadas em grande parte justamente por isso. Mas, por isso mesmo, elas também fazem com que correções bruscas de preços se tornem mais prováveis. No limite, essas oscilações podem criar o chamado “risco sistêmico”, o que chegou a ser temido nesse episódio em particular. No entanto, assim que ficou claro que não haveria um grande “contágio” a partir daquele episódio, a lógica da busca por rentabilidade novamente se impôs, provocando uma rápida recuperação dos mercados.

É provável que ao longo dos próximos meses assistiremos a outros episódios semelhantes e os investidores precisam estar preparados para isso.

Mas, até que tenhamos sinais de que a inflação está se tornando um problema ou de que exista uma “bolha” de preços de ativos prestes a estourar, é igualmente provável que as correções sejam seguidas de uma rápida recuperação conforme investidores “desesperados” por alguma rentabilidade veem as baixas como “bons pontos de entrada”. No jargão do mercado em inglês, os investidores parecem seguir muito propensos a “buy the dips” (comprar as quedas).

Isso olhando para o ocidente. Na Ásia, o quadro é de mais de consolidação da recuperação. Com a exceção do Japão, que assistiu alguma deterioração da pandemia, a maior parte da região segue com uma situação invejável do ponto de vista da saúde pública, um quadro que tem favorecido a recuperação das economias. A essa altura não é um exagero dizer que elas estão operando muito próximas da normalidade. Conforme já mencionamos acima, esse é um desenvolvimento muito positivo para a economia brasileira, por seus efeitos diretos e indiretos.

Tudo somado, continuamos vendo um cenário externo que, a despeito das incertezas, é francamente favorável aos ativos brasileiros de uma forma geral. Se isso não está se materializando nos preços dos ativos, acreditamos que as causas sejam primordialmente domésticas.

BRASIL

A recuperação da economia brasileira começa a dar sinais de desaceleração sob o peso do fim do auxílio emergencial, ao menos temporariamente, e também da piora da pandemia no país. Sinais nesse sentido vieram com os resultados mais recentes das vendas no varejo e também da pesquisa mensal de serviços do IBGE. No entanto, o resultado do IBC-Br, que apontou alta de 0,6% em dezembro e um resultado acumulado em 12 meses de -4,05%, e alguns outros indicadores mais contemporâneos sugerem que o PIB do primeiro trimestre não de ficar no terreno negativo. O impacto da piora da pandemia, a exemplo do que está se verificando na Europa, deve ser limitado por alguns fatores. Primeiro, os efeitos sobre diferentes setores da economia deve continuar heterogêneo e com os mesmos “perdedores” da 1ª onda – os serviços prestados às famílias sendo o grande exemplo. Esses setores também tiveram uma recuperação bem mais modesta desde o pior momento da crise no ano passado e, portanto, partem de uma base bastante baixa. Além disso, a economia teve tempo de se adaptar e, em alguns casos ao menos, encontrar soluções que limitam os efeitos negativos de eventuais restrições.

Dito isso, o fim do auxílio emergencial e a necessidade imperiosa de se conter gastos sinaliza um impulso fiscal negativo importante no começo de 2021. Isso já era esperado há algum tempo e não chega a ser novidade. O que complica o caso é que a desaceleração da economia está ocorrendo agora em um contexto de pressões inflacionárias de curto prazo e muita incerteza sobre os rumos da política fiscal. Ambos os fenômenos atuam no sentido de apertar as condições financeiras da economia, reduzindo o potencial da política monetária de ajudar a economia a absorver esse impacto negativo sobre a demanda agregada.

No que diz respeito à inflação, continuamos acreditando que as pressões recentes tem pouco a ver com excesso de demanda e, portanto, no geral não podem ser atribuídas a um suposto erro de política monetária, ao menos não diretamente. Trata-se de um fenômeno provocado pela combinação da desvalorização cambial, preços elevados de commodities e mudanças de padrões de consumo das famílias. É possível argumentar, de forma indireta, que parte da desvalorização cambial está associada ao nível baixo demais (?) da taxa Selic. Mas, esse é um efeito de segunda ordem. É improvável que a situação do mercado de câmbio fosse muito diferente em qualquer cenário plausível sobre a condução da política monetária. Afinal, temos poucas dúvidas de que a crise da pandemia requeria de qualquer forma uma resposta na forma de uma política monetária bastante expansionista, incluindo taxas de juros reais negativas.

Mas, as pressões inflacionárias de curto prazo, transitórias ou não, foram suficientes para que o Copom abonasse seu “forward guidance” na reunião de janeiro, anunciando a volta da condução normal da política no âmbito do regime de metas de inflação. Uma parte considerável do mercado considerou que essa retirada sinalizava para uma alta de juros já na próxima reunião.

Embora uma alta em março seja possível, acreditamos que o cenário é muito complexo e que o BC tem bons motivos para adiar pelo menos um pouco sua decisão. Por um lado, a autoridade monetária provavelmente errou ao adotar o “forward guidance” em um contexto em que a política monetária não estava limitada pelo limite da política monetária tradicional – taxa de juros nominal zero. Isso implica em alguma perda de credibilidade e, talvez, aumenta as chances de que o BC procure evitar ser percebido como estando “atrás da curva”.

Por outro lado, conforme já mencionamos, existem poucas dúvidas de que a economia passará por uma desaceleração no 1º trimestre. Tampouco é possível descartar a hipótese de que essa fraqueza se estenda para todo o 1º semestre. Uma alta de juros nessas circunstâncias pode acabar intensificando essa tendência. Também é bastante possível que um movimento nesse sentido acabe minando os objetivos da própria política monetária. Não estamos ainda em “dominância fiscal”, situação que tornaria a política monetária impotente ou, no limite, contra produtiva. Mas, isso não está muito distante...

No limite, a manutenção da estabilidade macroeconômica não pode depender exclusivamente da política monetária. A própria situação atual demonstra isso: é bem mais plausível que a fraqueza da moeda brasileira decorra das dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida do que do nível da taxa Selic. Essa interpretação, diga-se, não é alheia à visão do próprio Banco Central, cujos diretores, com razão, não perdem uma oportunidade de salientar a necessidade de ajustes e reformas fiscais para garantir a estabilidade e o crescimento. E, infelizmente, é improvável que tenhamos uma visão muito mais clara sobre o andamento das reformas no curto prazo. Nesse clima de grande incerteza, acreditamos que o mais provável é que o Copom opte por aguardar um pouco mais antes de tomar sua decisão. De uma forma geral, continuamos acreditando que um ajuste modesto da taxa de juros deve ocorrer em 2021, o que se alterou foi principalmente a possibilidade de um ajuste ocorrendo mais cedo do que imaginávamos.

O resultado das eleições na Câmara dos Deputados e no Senado não foram suficientes para dissipar as dúvidas do mercado. Por um lado, a vitória do Centrão aumentou a força do governo no Congresso e deu um novo empurrão em direção à volta do “presidencialismo de coalisão”. Nesse sentido, mudanças ministeriais para consolidar essa nova situação já estão ocorrendo. Resta saber o que quer o governo com sua nova maioria: apenas uma proteção do mandato presidencial ou um arranjo visando as eleições de 2022 ou ele deseja realmente usar sua força para avançar na agenda econômica? Não temos ainda uma resposta clara a essa questão.

Por um lado, o mercado tem demonstrado pouca disposição à complacência nesse assunto. Cada notícia que aponta na direção do populismo fiscal é recebida com renovadas pressões sobre a taxa de câmbio e

sobre a taxa de juros. Esse comportamento deveria ter um forte efeito “dissuasivo” naqueles que pensam que os problemas podem ser “empurrados com a barriga” por um longo tempo. Mas, isso depende da leitura política ser feita pelo governo. Da mesma forma, é possível considerar que, diante do ceticismo generalizado com o Brasil, por parte de investidores locais e estrangeiros, qualquer notícia mais positiva sobre as reformas e o ajuste fiscal terá um efeito grande sobre o mercado. Afinal, os preços dos ativos brasileiros, a começar da taxa de câmbio, já “descontam” um cenário bastante negativo, situação que já vem desde o ano passado e que ainda não se alterou.

Os fatos, em sua maior parte, empurram o governo na direção correta, o que é em alguma medida positivo. Mas, ao mesmo tempo, a troca do comando na Câmara reduziu as chances de que o Congresso continue buscando um grande protagonismo. O grupo que ganhou o controle da casa é menos comprometido com a ideia de independência ou mesmo com a agenda econômica em si. O seu comportamento dependerá fundamentalmente da forma como o governo conduzir a situação. Se a prioridade à agenda econômica for mais do que uma tentativa de acalmar os agentes econômicos, as reformas podem ter avanços significativos ao longo dos próximos meses. Mas, ficou bem menos provável que isso ocorra sem que o governo “banque” o avanço da agenda.

Em resumo, continuamos em um cenário altamente incerto e com riscos que parecem relativamente simétricos. Não é uma conjuntura que parece muito propícia à adoção de posições direcionais. Ao contrário, uma boa diversificação e cautela na medida certa continuam sendo fundamentais.

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.