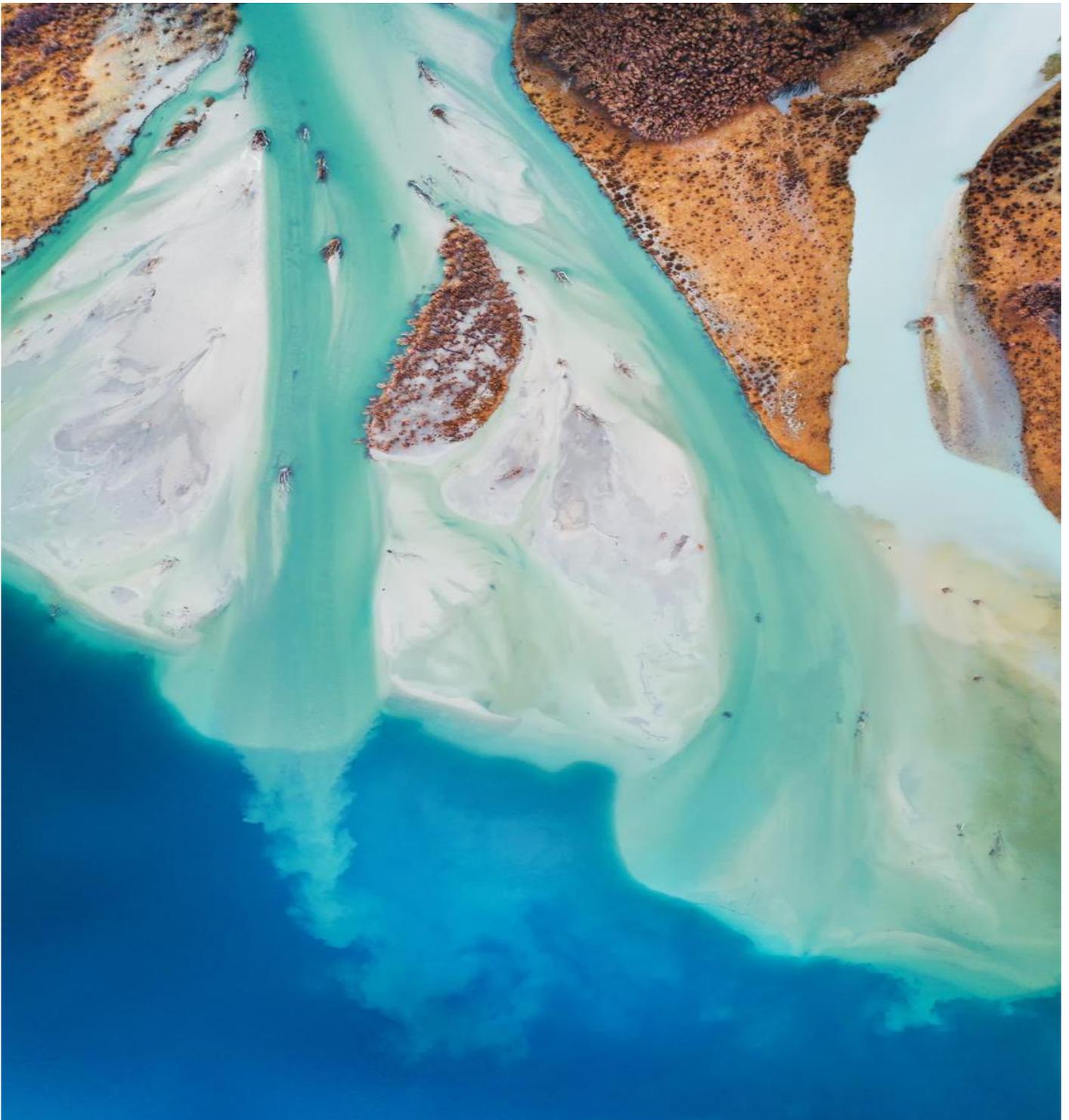


# CARTA MENSAL CA INDOSUEZ

FEVEREIRO DE 2021



## FEVEREIRO 2021

"Hoje em dia conhecemos o preço de tudo e o valor de nada" Oscar Wilde.

A esperança trazida pelas vacinas não superou o receio com a dinâmica de contágio que a pandemia segue sustentando. A postura do presidente Jair Bolsonaro, com medidas que remontam ao governo da ex-presidente Dilma Roussef, provocou forte aversão ao risco no mercado local. As ações de empresas estatais, juros futuros e câmbio sentiram o temor dos investidores com os rumos da economia brasileira. A maior desconfiança com o compromisso fiscal do governo e a alta dos combustíveis resultaram no aumento das apostas de correção mais firme da Selic. No exterior, o maior otimismo foi sustentado pela expectativa de aprovação do pacote de estímulos nos EUA somado ao resultado corporativo das empresas no quarto trimestre que confirmou a expectativa dos analistas na tese de recuperação da atividade. No entanto, o receio de redeflação impulsionou as taxas das Treasuries e reforçou o temor a respeito do processo de redução gradual da liquidez suportada pelos Bancos Centrais.

No mercado de crédito, o otimismo observado nos últimos meses segue ganhando corpo e impactando significativamente os prêmios dos títulos. Indo de encontro com as outras classes de ativos de renda fixa, entendemos que a retomada da demanda está pautada na busca por menor volatilidade no cenário atual. O movimento é coerente, porém há um ponto de equilíbrio delicado. Presenciamos esse movimento no período 2015/2018 e a correção durante 2019/2020. Já identificamos ativos que, dado o quadro de incertezas em relação a superação da pandemia e a retomada de crescimento x descontrole inflacionário, estão supervalorizados. Parte dessa distorção é gerada no mercado secundário com pouca liquidez. Em contra partida, ativos financeiros de grandes Bancos (ex.: Safra, Itaú, Bradesco, CEF, BNB, BTG) seguem preteridos. O prêmio de crédito em alguns vencimentos chegam a ser o dobro do CDI. O mais curioso, e vamos seguir insistindo nesse ponto, é os agentes de mercado não atentarem para o aumento de prêmio dos papéis emitidos em %/CDI com o movimento de deterioração da curva de juros. Como não há mudança de patamar no mercado secundário, a oportunidade só aumenta. A marginalização das Letras Financeiras Perpetuas também é um ponto importante de reflexão.

Nos fundos do CA Indosuez os grandes geradores de performance, na estratégia em CDI, foram, novamente, os títulos bancários. Também contribuíram os papéis da Usiminas, Movida, Cosan e Vix. Reduzimos, marginalmente, algumas dessas posições mantendo o nível de exposição compatível com os carregos dos fundos e suas respectivas liquidez. Do outro lado, a deterioração dos prêmios na curva de juros segue impactando 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 0,51% 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 in terno 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+1,21% a.a.
- CA Indosuez Agilité: CDI+1,75% a.a.
- CA Indosuez Previdência: CDI+1,10% a.a.
- CA Indosuez Vitesse: CDI+1,80% a.a.
- CA Indosuez Grand Vitesse: CDI+2,30% a.a.
- CA Indosuez Debentures Incentivadas: IPCA+2,96% a.a. x IMAB-5 de IPCA+1,09% 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.

# COMENTÁRIO DO GESTOR

---

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 cenário global evoluiu de forma relativamente positiva ao longo do mês de fevereiro. Do ponto de vista econômico, a maior parte dos indicadores apontam para uma continuidade da recuperação. O aperto nas restrições na Europa e em grande parte dos EUA nos meses anteriores acabaram tendo um impacto mais modesto do que se poderia esperar e, no geral, o mês foi de surpresas positivas em relação à atividade econômica nos países desenvolvidos. Possivelmente isso decorre do fato de que as economias estão mais adaptadas para lidar com a situação do que nos momentos iniciais da pandemia. Além disso, grande parte dos setores mais afetados tiveram uma recuperação modesta até agora e, portanto, partiram de uma base mais baixa.

A melhora na percepção sobre a economia mundial também é ajudada pela própria evolução da pandemia nos países desenvolvidos, onde caso, hospitalizações e mortes encontram-se agora em forte queda na maior parte deles. Se isso decorre das medidas restritivas ou de algum outro fator natural importa pouco para os mercados, especialmente dada a perspectiva de que em breve, ao menos na Europa e nos EUA, as campanhas de vacinação devem começar a gerar resultados palpáveis. Sinais nesse sentido já estão surgindo em Israel, país que vem liderando o processo de vacinação. A eficácia das vacinas no “mundo real” ainda precisa ser testada de fato e as novas variantes podem trazer surpresas negativas, mas, até segunda ordem, é razoável apostar em um grande impacto positivo sobre a pandemia em breve.

Mesmo diante dessa melhora do quadro, o nível elevado de ociosidade em praticamente todo o mundo ocidental sugere que as políticas macroeconômicas permanecerão bastante frouxas nesses países. Mais do que isso, o mercado já dá como praticamente certa a aprovação do novo pacote de estímulo fiscal nos EUA, no montante de US\$ 1,9 trilhão, que ajudará a estimular a demanda agregada e, indiretamente, a sustentar os preços de ativos.

Também compõe o quadro de melhora na situação atual e nas perspectivas de curto e médio prazo o comportamento das economias asiáticas, com destaque para a China. Nessa região o impacto da pandemia acabou sendo menor e ela está mais avançada no processo de recuperação. Embora alguns indicadores, como os índices PMIs, da China, mostrem uma desaceleração do processo de recuperação isso parece mais ser fruto do fato de que a ociosidade já não é mais tão grande do que o prenúncio de problemas

mais sérios mais à frente.

A recuperação das economias desenvolvidas e da Ásia, somada aos efeitos das políticas macroeconômicas frouxas, segue sustentando preços de commodities ao ponto de que, aqui e ali, começa a se discutir a possibilidade de um novo “super ciclo”. Talvez essa caracterização seja exagerada, mas diante das perspectivas atuais não vemos motivos para esperar uma reversão desse quadro no futuro próximo. Ao contrário, parece mais provável que ele continue nos próximos meses.

Como ocorre quase sempre nos mercados, a superação de um conjunto de preocupações leva ao surgimento de outras. Como já foi dito, “os mercados sobem escalando muros de preocupação”. No caso atual, os sinais de que a crise da pandemia está sendo aos poucos superada começam a gerar a próxima preocupação: inflação e, eventualmente, aperto das políticas monetárias. O ressurgimento da inflação como um tema relevante é natural nesse momento, mas provavelmente a preocupação é ainda prematura. As taxas de juros de médio e longo prazo nos EUA têm subido, mas o movimento e o patamar alcançado pelas taxas são modestos para os padrões normais da economia. Por enquanto, nossa opinião é de que esse movimento reflete muito mais a melhora das perspectivas, que contribuem para afastar cenários de estagnação secular, do que a possibilidade de uma disparada inflacionária. O que não significa que não possam trazer volatilidade para os mercados de ações e moedas. Até porque alguns ativos claramente têm tido um comportamento “exuberante” ao longo da crise e, portanto, estão tecnicamente vulneráveis a qualquer aperto mais intenso das condições financeiras.

No entanto, não há sinais de que o Fed e demais bancos centrais de países desenvolvidos estejam prestes a se mexer. Ao contrário, dada a mudança que o Fed fez na forma como opera o regime de meta de inflação informal, passando a falar em uma meta baseada em uma média, é provável que ele apenas assista uma eventual aceleração da inflação, desde de que modesta, sem reagir. Isso foi reforçado por declarações recentes do presidente do Fed que afirmou que não deseja ver um aperto das condições financeiras nesse momento. O mercado reagiu mal a essas declarações, talvez justamente pelo “vício” em medidas de estímulo, mas elas não apontam para uma mudança na política monetária no curto prazo.

Em suma, a situação da economia global evoluiu favoravelmente a nosso ver e, se dependesse só dela, os mercados locais também deveriam ter tido uma performance mais positiva. Juros baixos, demanda em alta na Ásia, bons preços de commodities, tudo isso em tese favorece o Brasil. Se os reflexos não estão aparecendo no comportamento de nossos ativos, causas domésticas devem estar predominando.

## BRASIL

Ao contrário do cenário internacional, onde há um sentimento de alívio com a pandemia e motivos para algum otimismo, no Brasil as expectativas continuam em deterioração. Dois fatores contribuem para isso.

O primeiro é a evolução da pandemia que no Brasil, nesse momento, está indo na “contramão” do que se observa no exterior. Por aqui, vivemos o pior momento da pandemia e as preocupações são exacerbadas pelo surgimento e disseminação da variante que surgiu em Manaus. Embora não esteja claro o quanto ela tem contribuído para o agravamento da situação, que certamente também reflete o relaxamento do distanciamento social nos meses anteriores e a sequência de eventos que podem ter aumentado a transmissão do vírus (eleições, festas e carnaval), há sinais preocupantes que apontam para sua disseminação no território nacional. Também existem evidências de que essa variante é mais transmissível e, talvez, mais letal. Preocupa em especial a possibilidade de que o vírus tenha se tornado mais perigoso para os mais jovens, o que parece ser corroborado por relatos de médicos e autoridades. Se isso for confirmado, será uma péssima notícia tanto para a saúde pública quanto para a economia, já que aumentariam os riscos para o grosso da força de trabalho.

Ao mesmo tempo, o mercado também se depara com uma deterioração na percepção sobre a condução da política macroeconômica e o andamento das reformas. Nesse sentido, a decisão do Presidente Bolsonaro de trocar o comando da Petrobras em meio a uma polêmica sobre preços de combustíveis foi um divisor de águas. Para além da questão setorial, a atitude do governo teve impactos mais amplos sobre as expectativas porque, justamente no momento em que o

governo conseguiu reforçar sua posição no Congresso, ela soou como uma guinada populista.

O receio de que a agenda de reformas e o restabelecimento do regime fiscal estejam em risco vem uma má hora porque, com o agravamento da epidemia, é inevitável que novos gastos emergenciais sejam necessários. No mundo ideal, seria possível e desejável que esses gastos ficassem circunscritos no tempo e que fosse claro seu caráter extraordinário. Mas, o fantasma do populismo joga contra a capacidade do governo e do Congresso de conseguir preservar a credibilidade. Mais do que isso, do ponto de vista político, a postura do presidente mina sua própria equipe econômica e estimula atitudes e discursos pouco “fiscalmente responsáveis” por parte de sua própria base de apoio. Afinal, se o governo não se mostra duro na condução desse debate (o que inevitavelmente tem um custo político que precisa ser pago) por que os congressistas o fariam?

Não por coincidência, a tramitação da PEC Emergencial foi marcada por articulações visando reduzir as amarras fiscais e as medidas de ajuste que ajudariam a manter a credibilidade da política fiscal. Até agora, evitou-se o pior. No texto aprovado pelo Senado os gastos com o novo auxílio foram excluídos do teto, mas limitados a R\$ 44 bilhões, e a ideia de desvinculação dos gastos com saúde e educação foram descartadas. Por outro lado, por enquanto falhou a tentativa de se criar outros mecanismos que permitam “furar” o teto de gastos e a decretação de estado de calamidade por parte dos estados prevê algumas medidas de ajuste moderadas. Resta saber como serão os debates na Câmara dos Deputados, normalmente a casa onde apelos populistas encontram mais ressonância e a capacidade do governo de controlar sua base é mais limitada.

A percepção generalizada de que o governo e, principalmente, o próprio presidente, hesita em adotar uma postura mais fiscalista e “pró mercado” teve um impacto considerável sobre o mercado de câmbio e juros. Isso, por sua vez, abala o discurso do Banco Central em relação à inflação corrente.

A continuidade da volatilidade no mercado cambial, somada à alta das commodities no exterior, coloca dúvidas sobre o caráter transitório das pressões recentes. Mesmo assumindo que a maior parte dessas pressões sejam mais fruto de mudanças de preços relativos do que excesso de demanda, o fato é que se a taxa de câmbio seguir se depreciando deve-se esperar a continuidade do processo ao menos no curto prazo. Adicionalmente, cabe ressaltar que o próprio Copom vem, há tempos, ressaltando o papel das reformas para reforçar a credibilidade da política fiscal e, indiretamente, permitir que a política monetária se mantenha tão expansionista quanto está nesse momento.

Diante dessa situação, parece-nos pouco provável a essa altura que o Copom assuma o risco de permanecer inerte. Manter a Selic inalterada na próxima reunião em meio a um clima tão ruim seria temerário porque as chances de o mercado passar a ver a autoridade monetária “atrás da curva” são muito grandes. Não defender a credibilidade da política monetária e do regime de metas de inflação diante do quadro atual traria poucos benefícios e grandes riscos. Assim, apesar da ociosidade da economia e da perspectiva de uma recuperação mais complicada no curto prazo, acreditamos que o Copom deve iniciar um ciclo de alta de juros já na próxima reunião. Tendo em vista a necessidade de reancorar as expectativas, acreditamos que o Copom deveria abrir esse ciclo com uma alta mais forte do que fraca, ao menos 50 pontos, talvez 75 pontos. Além disso, também acreditamos que todo o ciclo deve ser antecipado, ou seja, a taxa no fim do ano vai estar acima do que esperávamos até pouco tempo atrás. Se antes nossa expectativa era de que a Selic estaria em um patamar entre 3% a 3,5% no fim de 2021, agora acreditamos que ela deve alcançar algo entre 4,5% e 5%. Isso na ausência de novos choques negativos.

O aperto da política monetária terá repercussões negativas sobre a trajetória de recuperação da economia, mas isso tende a ser compensado, ao menos esse ano, por dois outros fatores. O primeiro deles é a já quase certa aprovação de um novo auxílio emergencial substancial, ainda que bem mais modesto do que o do ano passado. O segundo é que o resultado do PIB no 4º trimestre de 2020 surpreendeu positivamente e aumentou o chamado “carrego estatístico” para 2021. Assim, continuamos acreditando que é factível um crescimento do PIB de 3,5% ou até um pouco mais em 2021.

Para os mercados locais esse quadro todo é obviamente negativo e acreditamos que o momento é de se ter um pouco mais de cautela. Isso não significa adotar uma postura excessivamente conservadora, até porque os mercados acionários e de juros e câmbio já se ajustaram, em grande parte, a essa deterioração, o que limita o potencial de novas quedas. Além disso, com o ceticismo em relação ao país atingindo níveis muito elevados, não nos parece tão improvável que governo e congresso consigam gerar algumas notícias mais positivas que, na margem, podem ter um impacto positivo considerável.

A realidade raramente se comporta de forma linear e, em um país complexo como o Brasil, isso é ainda mais verdadeiro. O fato de que uma parte considerável de nossos problemas tenha origem na política também torna o futuro ainda mais incerto. Afinal, como dizia um famoso político mineiro, “a política é como as nuvens”. Hoje, é tentador completar essa metáfora com a observação de que, no momento, essas nuvens estão bem negras... Ainda assim, cedo ou tarde, o sol voltará a brilhar.

**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](mailto:brasilcomercialsp@ca-indosuez.com.br)

[www.ca-indosuez.com/brazil/pt/](http://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



© 2021, 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.