

CARTA MENSAL CA INDOSUEZ

AGOSTO DE 2020



COMENTÁRIO DO GESTOR

AGOSTO 2020

Memória (substantivo feminino): faculdade de conservar e lembrar estados de consciência passados e tudo quanto se ache associado aos mesmos.

Os mercados locais, no mês de agosto, apresentaram uma pausa no processo de recuperação observado nos últimos meses. Ao contrário do comportamento extremamente positivo dos mercados externos, o índice de da bolsa de valores apresentou uma desvalorização de 3,44% no período. O Real voltou a se desvalorizar perante o dólar, com a divisa americana ilustrando uma alta de 5,24%, cotada a R\$ 5,4945. No mercado de juros não foi diferente, com um movimento de reprecificação extremamente agudo, principalmente nos vértices mais longos.

No mercado de crédito, seguimos observando a mesma dinâmica positiva dos últimos meses, com os títulos tendo os prêmios ajustados à nova perspectiva de juros mais baixos por um horizonte maior de tempo. O Banco Central deu mais um passo em relação a uma atuação no mercado secundário de títulos privados, realizando um processo de homologação de todas as etapas operacionais.

Os fundos do CA Indosuez apresentaram comportamentos distintos. Nos fundos que acompanham o CDI tivemos uma discrepância na performance das Letras Financeiras em relação aos créditos corporativos. Isto porque o segundo apresentou uma dinâmica de redução de prêmios de crédito que compensou largamente o movimento de deterioração da curva de juros. Assim, as carteiras com perfil de liquidez de prazo mais curto não capturaram o mesmo ganho dos fundos com perfil mais longo. Nos fundos que acompanham o IMAB-5, mesmo com todo trabalho recente de redução de ativos mais longos, o impacto da piora da curva mais longa foi o maior detrator de desempenho.

Aproveitamos o caixa gerado com a venda dos ativos mais longos para atuar com mais intensidade no mercado primário, sempre com foco em ativos verdadeiramente high grades. Nos mandatos em CDI adquirimos debentures da B3 e da Cosan. Nos fundos em IPCA participamos da última emissão da Light, substituindo a posição anterior com um incremento de 0,50% a.a. de prêmio.

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

- CA Indosuez DI Master: CDI+0,80% a.a.
- CA Indosuez Agilité: CDI+1,90% a.a.
- CA Indosuez Previdência: CDI+1,70% a.a.
- CA Indosuez Vitesse: CDI+2,10% a.a.
- CA Indosuez Grand Vitesse: CDI+2,20% a.a.
- CA Indosuez Debêntures Incentivadas: IPCA+1.92% a.a. x IMAB-5 de IPCA+0.38% a.a. (para uma duration muito próxima).

Conforme abordamos na carta anterior, havia uma preocupação muito grande com o nível dos prêmios nos vértices mais longos, principalmente pelo cenário prospectivo fiscal e inflacionário. Infelizmente, o ajuste veio mais rápido do que o esperado. Essa é a importância de estar sempre preparado. A gestão de crédito privado não é análoga a gestão de outros ativos em relação à tomada de riscos. O foco principal sempre deve ser o fundamento.

A memória, nos últimos anos, vem sofrendo cada vez mais. Experiências equivocadas são esquecidas com facilidade em busca de explicações para correr riscos. Acertos pontuais são perpetuados e novos “gênios” sem passado se apresentam como grandes sábios. A famosa “carteirada” do retorno acima da média fundamentada com “eu sou muito bom” é conhecida. Mesmo assim, estamos vendo isso se repetir nos ativos de maior risco. O crédito privado, que foi a Geni (a do Chico Buarque) nos últimos exatos 12 meses, ressurgiu como uma fênix nas prateleiras. Casas correm para montar equipes e lançar fundos novos. O que esses fundos irão comprar? Exatamente os mesmos ativos que já estão nos fundos atuais de crédito.

Isso não apaga o que aconteceu com a classe nos momentos de escassez de liquidez e aversão ao risco. Os gestores que passaram por aquele momento e, com seriedade, fizeram o dever de casa, estão muito a frente

COMENTÁRIO DO GESTOR

dos outros. Isso sempre se confirma no longo prazo. O crédito privado se consolidou como um ativo de renda-fixa como acontece nos mercados mais maduros, não sendo uma peça exclusiva para fundos de nicho. Sendo assim, passamos a ter uma nova fonte de demanda, diferente da passada. Citamos, há muitos meses, o moto-contínuo que alimentava o fechamento dos prêmios das emissões: fundos captavam em plataforma, compravam papéis pressionando taxa, antecipavam o fluxo de retorno impactando as cotas e captavam ainda mais em plataformas. Agora, teremos uma demanda reprimida dos multimercados, trazendo um volume obsceno de recursos para a classe.

O CA Indosuez segue reforçando a cada dia todos os processos de análise de crédito, monitoramento dos balanços e gestão de carteiras. Com um cenário de juros baixos por um longo horizonte de tempo, a visão de que o pior ficou para trás e que viveremos o melhor momento do crédito privado na indústria local é cada vez mais clara. Temos esse conforto baseado no trabalho realizado por todos os times: economia, análise, gestão e risco. Agradecemos a todos os investidores, alocadores e distribuidores a confiança depositada na equipe.

Equipe de Gestão
CA Indosuez Wealth Management Brasil

GLOBAL

A pandemia de covid19 continua sendo um foco importante de preocupação dos mercados, enquanto ainda avança com bastante força em várias regiões do mundo. Notadamente, em parte dos EUA, na maior parte da América Latina e na Índia casos e mortes ainda crescem de forma preocupante. Já na Ásia e na Europa, a preocupação está mais relacionada com uma possível segunda onda, preocupação que tende a aumentar com a chegada do inverno.

No caso da Europa, e em alguma medida nos EUA, existem sinais de uma queda significativa na mortalidade, que de resto foi desde sempre mais baixa na Ásia. Não está claro quais fatores estão por trás disso. O aumento no número de testes é certamente um deles, mas houve também uma mudança significativa no perfil demográfico dos infectados (a idade média dos infectados caiu significativamente nos EUA e em vários países da Europa, possivelmente uma consequência do relaxamento das medidas de quarentena) e significativa melhora no tratamento em relação aos primeiros meses da pandemia.

Mas, essas boas notícias não significam os fins dos problemas econômicos trazidos pelo vírus. Mesmo se o risco real para a saúde pública continue em queda, o comportamento dos consumidores, das empresas e dos governos tende a continuar bastante cauteloso nos próximos meses, afetando a recuperação de diversas atividades, em especial no setor de serviços.

A continuidade dos impactos negativos sobre algumas atividades se somará aos efeitos indiretos da recessão. Esses tendem a prejudicar a economia de forma ampla, atingindo em alguma medida quase a totalidade dos setores. Por conta disso, nossa expectativa é de que, após um repique forte, quase que em “V”, da atividade econômica nos primeiros meses após as medidas de reabertura e flexibilização, o processo de retomada perca fôlego. Isso já vem sendo observado na Europa e em breve deve começar a ficar evidente também nos EUA e no Brasil.

Mas, apesar disso, a atividade econômica está retomando nesse começo de semestre, sustentada por estímulos fiscais e pela reabertura das atividades. Na China, a economia se recuperou no 2º tri, e o crescimento do PIB deve ser positivo no ano como um todo. Na Europa, o impacto da crise foi bastante distinto entre os principais países, mas há uma trajetória de

recuperação em todos eles.

Nos EUA, a economia voltou a se recuperar a partir de maio, e nem mesmo o avanço da pandemia por alguns estados do Sul e da costa Oeste interrompeu esse processo. Embora o mercado de trabalho tenha sido fortemente impactado, medidas de apoio sustentaram o consumo e geraram uma expectativa positiva para setores industriais que devem se beneficiar da recomposição de estoques. No entanto, o possível atraso na aprovação do novo pacote fiscal nos EUA pode prejudicar a retomada a partir dos próximos meses.

Antecipando-se à necessidade de novos estímulos, o Fed promoveu recentemente uma mudança significativa em sua forma de atuação. Entre as medidas anunciadas no tradicional Simpósio de Jackson Hole destacam-se i) a adoção de uma meta de inflação média e ii) de uma meta assimétrica para o emprego (o Fed reagirá ao distanciamento do pleno emprego, mas não necessariamente ao baixo desemprego); e iii) revisão da resposta das autoridades a uma divergência entre inflação e emprego, o que na prática significa um maior ceticismo sobre a validade da “curva de Phillips”, que relaciona inflação e desemprego, no curto prazo. Trata-se de uma mudança histórica e significativa que tem o claro objetivo de reforçar a capacidade do Fed de estimular a economia através do “forward guidance”. A meta de inflação média dá credibilidade à promessa do Fed de manter a taxa de juros baixa por um longo período. Na prática, tende a fazer com que o mercado espera que o patamar atual prevaleça por muitos anos. A medida não é uma panaceia nem é livre de riscos. Em especial, ela pode criar um desafio grande para a comunicação do Fed quando a inflação voltar a ser um problema. No curto prazo, entretanto, ela representa um significativo afrouxamento das condições monetárias, beneficiando a retomada e os mercados acionários.

Mas, se a pandemia agora assusta um pouco menos os mercados, outros focos de tensão e incertezas permanecem bastante ativos. Os conflitos entre EUA e China voltaram a ganhar relevância com declarações do presidente Trump sobre seu desejo de reduzir as ligações econômicas entre os dois países. Essa retórica é particularmente preocupante para partes do mercado dados os sinais de que o presidente esboça alguma recuperação na corrida eleitoral. Embora o candidato democrata mantenha uma vantagem nas pesquisas, ela se reduziu recentemente para níveis em que a tradicio-

nal vantagem republicana no colégio eleitoral pode prevalecer. Em suma, a eleição encontra-se em aberto e será provavelmente mais competitiva do que uma rápida leitura das pesquisas atuais parece sugerir.

Acreditamos que o mercado não tem um favorito muito claro nessa disputa. O presidente Trump, como um candidato republicano, tende a ser visto com simpatia por “Wall Street”. Mas, sua postura em relação à China causa alguma preocupação. Acreditamos que os impactos do resultado eleitoral terão impactos setoriais importantes, mas não tendem a gerar por si um movimento muito drástico de queda ou aumento no apetite por risco.

BRASIL

Também no Brasil observamos sinais de melhora no ritmo de propagação da pandemia. Ela ainda avança com relativa força no interior do Sudeste e nas regiões Sul e Centro Oeste, mas mesmo nesses locais o “pico” parece ter ficado para trás. Nas capitais mais atingidas, especialmente no NE e no Rio de Janeiro, o número de casos graves e mortes permanece baixo, mesmo com o relaxamento das medidas de restrição social. Repete-se aqui o cenário que vislumbramos para o restante da economia global: é possível que novos surtos levem a medidas de restrição localizadas e menos intensas, mas os riscos de um novo “fechamento” amplo são muito baixos a essa altura. No entanto, isso não significa necessariamente que a percepção de risco acompanhe essa mesma tendência no curto prazo. Ou seja, o medo do contágio deve continuar influenciando negativamente o comportamento de famílias, empresas e governos ainda por algum tempo.

Dito isso, o comportamento da economia até aqui foi satisfatório. A queda de 9,7% do PIB no segundo trimestre marcou o pior momento da crise e veio mais ou menos em linha com o esperado e compatível com uma contração da economia entre -5% e -6% em 2020. Apesar dessa projeção apontar para o pior resultado da história, ela é bem melhor do que alguns cenários que chegaram a ser desenhados por alguns analistas e instituições. Também do ponto de vista relativo é um resultado melhor na comparação com a maior parte dos nossos pares latino-americanos, o que também contraria visões excessivamente pessimistas sobre o país.

Conforme temos destacado algumas características estruturais e conjunturais ajudaram o país a sofrer um impacto menor do que se poderia temer nesse primeiro momento da crise. Mas, entre esses fatores certamente

se encontra a forte expansão de gastos que ajudou a sustentar o consumo, especialmente entre os mais pobres. Isso deixa em aberto duas questões: no curto prazo, como lidar com a possibilidade de retirada súbita desses estímulos e, no médio e longo prazo, como readequar a política fiscal de forma a tornar sustentável o maior endividamento do setor público.

Ambos os desafios são pertinentes e importantes. No curto prazo, é natural que essa situação gere uma maior pressão por gastos, o que já vem sendo observado. Consideramos que quase independentemente da vontade do governo, o sistema político tenderá a promover uma flexibilização adicional dos gastos no curto prazo. O que se pode fazer para equacionar os dois desafios é uma grande negociação que envolva ajustes e reformas de longo prazo em troca de uma maior flexibilidade no curto prazo. O quadro político ainda é incerto, mas vejo com bons olhos os sinais de que o governo planeja mover-se nessa direção. A aproximação com o “Centrão” e o fato do Congresso mostrar disposição para avançar com a agenda de reformas econômicas nos dão algum otimismo em relação à possibilidade de que seja possível avançar em vários temas importantes.

Ainda que tenhamos essa visão, é preciso reconhecer que os próximos meses serão decisivos para definir os rumos da questão fiscal no Brasil. Assim, o tema pode ainda ser motivo para muita volatilidade, com possíveis impactos negativos principalmente sobre a curva de juros e a taxa de câmbio. Serão meses delicados...

Dito isso, acreditamos que a inflação permanecerá baixa no curto e médio prazo, fechando o ano perto de 2%, o que permitirá ao Banco Central manter uma política monetária bastante expansionista. Se isso se confirmar, ganharemos algum tempo para avançar na questão fiscal. Por enquanto, nossa expectativa é de que a taxa Selic seja mantida em 2% por um longo período de tempo e que altas moderadas só serão plausíveis a partir do segundo semestre do próximo ano.

Em relação ao mercado de câmbio, seguimos acreditando que, em um cenário que não contemple o total descontrole fiscal, o patamar atual do câmbio real não se justifica e que a moeda brasileira tem espaço para se valorizar. O fato de que o patamar atual da taxa já está promovendo um rápido ajuste nas contas externas apenas reforça essa percepção. Mas, além da incerteza sobre os rumos da política fiscal, também pesa contra o real a percepção muito negativa sobre o país que se criou no exterior. É difícil dizer até quando

COMENTÁRIO ECONÔMICO

essa “nuvem negra” sobre o Brasil irá permanecer, mas por enquanto mantemos nossa avaliação de que há um certo “catastrofismo” na percepção sobre o país que provavelmente irá eventualmente se dissipar.

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 - Cholla Cactus Deserto do Arizona, EUA.

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.