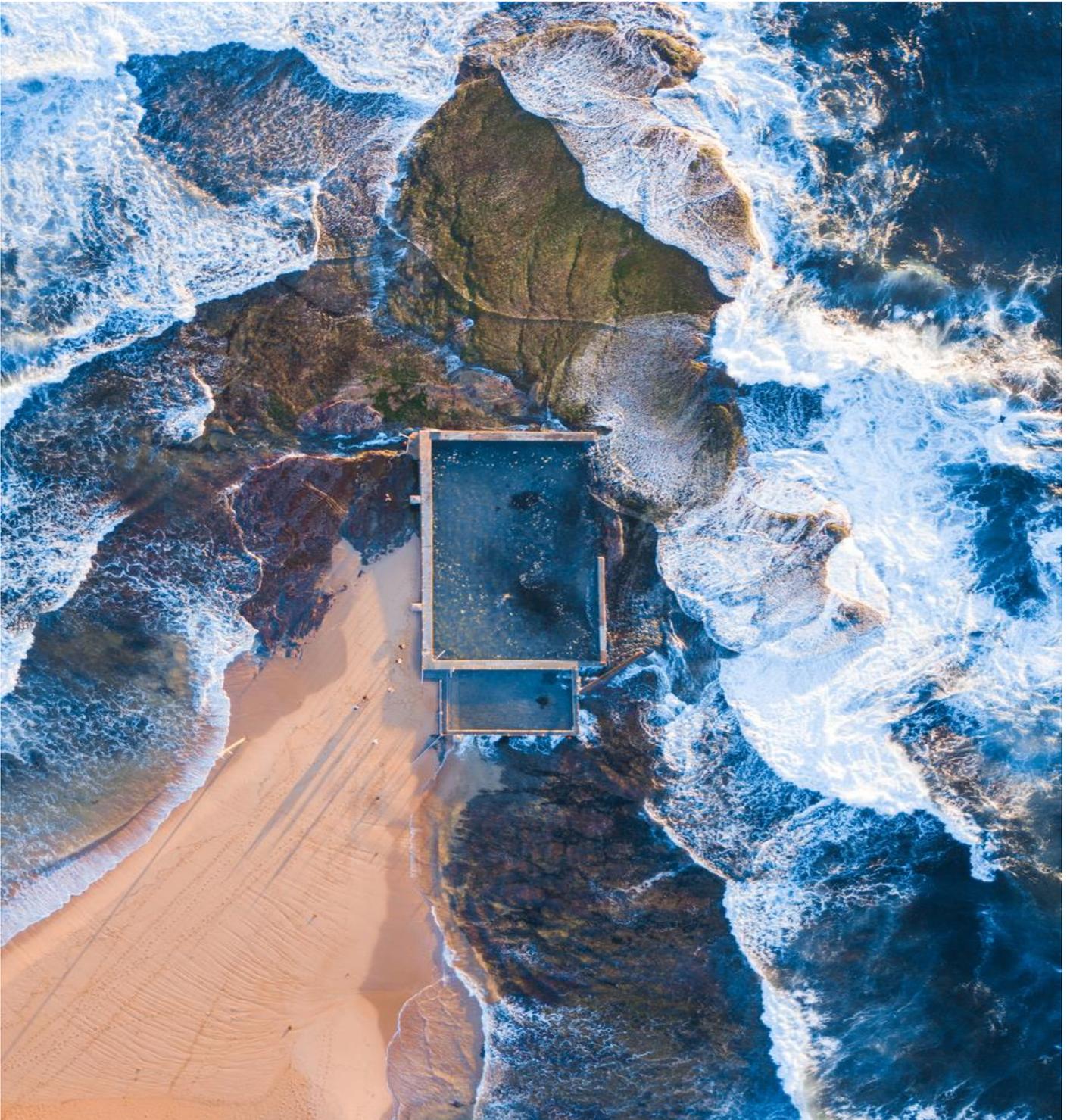


CARTA MENSAL CA INDOSUEZ

SETEMBRO DE 2020



SETEMBRO 2020

“O pessimista vê dificuldade em cada oportunidade; o otimista vê oportunidade em cada dificuldade”. Winston Churchill

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. No mercado acionário, o índice Bovespa acumulou perdas de 4,80% e fechou o trimestre em queda de 0,48%. No câmbio, o dólar terminou o mês acumulando alta de 2,08% frente ao Real.

O impacto da desconfiança em relação a condução da política fiscal foi tão intenso que, após 18 anos, observamos um impacto negativo nos mercados 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.

Os fundos do CA Indosuez, de uma maneira geral, performaram próximo da estabilidade. 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.

Fazendo um paralelo do que estamos observando recentemente no mercado de LFT, o mercado está concentrando suas atenções em relação ao retorno pós fixado de curto prazo. De repente, boa parte dos gestores acordou querendo não ter mais ativos com estrutura pós fixada. A grande questão é que, mesmo sendo pós, há um prêmio sobre o ativo ao longo do tempo (ágio e deságio). Quando consideramos isso, o nível de taxa de retorno (carrego) contratado nesses papéis estão próximos dos patamares de Março de 2020.

Por quê? Porque a taxa de referência (percentual do CDI) oscilou discretamente, em compasso que a base (taxa de juros) subiu significativamente. Utilizando como 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.! Ao mesmo tempo, verificamos bancos sendo rebaixados no último mês (realizamos o desinvestimento no final de 2019) e que tiveram uma performance extremamente positiva nos últimos meses. Já vimos essa situação no passado. Jamais iremos corroborar preços incompatíveis com riscos, principalmente quando verificamos artificialidades com interesses estranhos.

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. Na estratégia em inflação, reduzimos as exposições mais longas e contratamos seguros para uma deterioração da curva de juros a partir de 2025. Com essa proteção reduzimos a exposição em juros reais e ficamos exclusivamente comprados em inflação. Essa é a grande variável para o trimestre.

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

- **CA Indosuez DI Master:** CDI+0,75% a.a.
- **CA Indosuez Agilité:** CDI+1,70% a.a.
- **CA Indosuez Previdência:** CDI+1,30% a.a.
- **CA Indosuez Vitesse:** CDI+1,85% a.a.
- **CA Indosuez Grand Vitesse:** CDI+1,90% a.a.
- **CA Indosuez Debêntures Incentivadas:** IPCA+2,27% a.a. x IMAB-5 de IPCA+0,49% a.a. (para uma duration muito próxima).

Ao contrário do passado, iniciamos um movimento mais rápido de desinvestimentos de ativos longos, mesmo com altíssima qualidade de crédito (ex.: Sabesp, Gerdau, Klabin, Usiminas), com o intuito de adequar as exposições dos fundos para o cenário atual, interno e externo.

COMENTÁRIO DO GESTOR

Entendemos 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, foi extremamente bem sucedida. 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

Setembro foi um mês bastante difícil para os mercados em quase todo o mundo, com uma clara deterioração na percepção de riscos em relação a vários temas importantes para os mercados. No lado positivo, a economia global segue em retomada e as políticas fiscais e monetárias continuam sustentando a demanda agregada e os mercados. Também permanece a promessa e a expectativa de que mais estímulos virão, caso necessários.

Mas, no geral, foi um mês de aumento de incertezas em vários fronts. Em relação à atividade economia global, a trajetória de recuperação parece ter perdido parte da força. Os dados sugerem que as economias na Ásia, e na China em especial, continuam tendo uma recuperação mais rápida e sólida. A situação ainda não é de total normalidade e os reflexos da crise ainda se fazem sentir no consumo e nos investimentos na China. Mas, tudo aponta para um crescimento modesto da economia chinesa em 2020, ao redor de 2,5%, um resultado bem melhor do que se poderia esperar no auge da epidemia no país.

Na Europa, a situação é um pouco mais preocupante. Os dados mais recentes sugerem uma perda de fôlego da recuperação, em particular no setor de serviços. Esse comportamento não chega a ser uma grande surpresa e já estava incorporado na maior parte dos cenários. Mas como isso está acontecendo em um momento em que quase todos os países da região estão enfrentando novas ondas de contágio por covid19, cujos impactos sobre o processo de retomada ainda são difíceis de prever, os riscos claramente aumentaram.

Até aqui, essas “segundas ondas” têm gerado um impacto muito menor sobre os sistemas de saúde. Mas, parte disso pode ser fruto de mera defasagem. De qualquer forma, medidas de restrição de mobilidade e de atividades econômicas já começaram a ser adotadas em vários países. O mais provável é que essas restrições tenham um impacto muito menor sobre a atividade econômica do que foi observado no 2º trimestre. No entanto, é impossível descartar a hipótese de que eventualmente elas possam se tornar um problema mais sério para a recuperação. E, além das decisões de políticas públicas, o crescimento da percepção de risco pessoal nas populações provavelmente terão efeitos negativos sobre o consumo, particularmente no setor de serviços. As próximas semanas serão importantes para que fique mais claro o quão grave é a situação do ponto de vista da saúde pública, o que terá impactos sobre as expectativas em torno dos impactos econômicos.

Nos EUA, o processo de recuperação parece mais sólido no geral, em parte porque o país está um pouco atrasado (em termos da evolução da epidemia) em relação à Europa. Assim, o país parece ainda não ter alcançado o ponto em que as restrições e problemas enfrentados por alguns setores e atividades começam a prevalecer sobre o “repique” da atividade nos setores que estavam basicamente sendo impactados por medidas de restrição. É provável que a desaceleração da retomada também comece a ficar mais aparente nos dados norte-americanos, independente da evolução da pandemia ou mesmo da renovação dos impulsos fiscais.

Um ponto que preocupa em relação à economia dos EUA é o comportamento do mercado de trabalho. Normalmente, a flexibilidade do mercado de trabalho norte-americano faz com que, em um processo recessivo, tanto a deterioração quanto a recuperação do emprego ocorram de forma mais rápida quando comparadas com as outras economias desenvolvidas. Até aqui na crise da pandemia, esse padrão se confirmou apenas na velocidade da deterioração do emprego, com a recuperação tendo perdido muito fôlego nos últimos meses. Esse comportamento aumenta a urgência de novos estímulos fiscais no curto prazo, já que claramente a economia ainda não parece capaz de se sustentar com as próprias pernas.

Não por outro motivo, os mercados têm monitorado com muita atenção as negociações em torno do novo pacote de estímulos que vem sendo negociado entre governo e oposição. Essas negociações já se transformaram em uma novela, com diversos episódios de altas e baixas das expectativas do mercado. A última sinalização da Casa Branca, que pode vir a ser alterada, é de que o governo decidiu esperar o resultado das eleições antes de fechar um acordo, ainda que o Presidente Trump tenha mostrado disposição de aprovar alguns programas pontuais no meio tempo.

A crescente possibilidade de que um acordo não seja alcançado antes do processo eleitoral obviamente aumenta as preocupações do mercado. Não apenas porque isso significaria que a economia ficaria “descoberta” pelo menos por um período de tempo, mas também porque o processo eleitoral desse ano está cercado de incertezas próprias e pouco usuais. Já há algum tempo, os mercados vem demonstrando preocupação com a possibilidade de que uma eleição muito “apertada” provoque uma contestação dos resultados, na justiça e talvez mesmo nas ruas.

O próprio Presidente tem sido ambíguo em relação a como ele reagiria diante de uma derrota e as lembranças da disputa entre Bush e Gore na Florida assustam os mercados. Obviamente, a polarização política aumentou muito desde então e o crescimento esperado nos votos por correio podem dar o pretexto ideal para uma grande confusão durante a apuração. Mais do que um ou outro resultado, o cenário de uma eleição cujo resultado fique em suspenso por um tempo indeterminado é o pior pesadelo dos mercados. A decisão do governo de deixar a questão do pacote de estímulos para depois da eleição apenas aumenta esse temor.

Talvez não por outro motivo, o mercado tem absorvido bem, se não mesmo “comemorado”, o avanço do favoritismo do candidato democrata, o Vice-Presidente Joe Biden. Uma vitória mais folgada de Biden tornaria menos provável uma contestação do resultado, o que, no curto prazo, pode falar mais alto do que qualquer outra diferença entre os candidatos.

De qualquer forma, Joe Biden representa uma ala moderada do partido e não é visto como uma grande ameaça. Haverá, certamente, repercussões setoriais caso sua vitória se concretize. O mercado espera, por exemplo, um grande impulso para novas tecnologias voltadas à “descarbonização” da economia e, no geral, um ambiente mais favorável ao setor de tecnologia de uma forma geral. Também se espera uma mudança no tom no relacionamento com a China e, para além disso, uma postura diferente diante das instituições multilaterais. Por outro lado, o mercado também espera mudanças tributárias e regulatórias que podem ter consequências negativas, com impactos setoriais potencialmente heterogêneos. Tudo somado, a reação inicial do mercado provavelmente vai ser mais marcada pela tranquilidade (ou não) do processo do que pelo seu próprio resultado.

Esse quadro internacional de grandes incertezas e riscos deve continuar ao longo do mês de outubro, enquanto os investidores aguardam os acontecimentos que podem sinalizar qual será o desfecho de todas essas preocupações. Até que a situação fique mais clara em torno desses temas, será importante estar preparado para um período de volatilidade. Mais uma vez, manter uma alocação balanceada e diversificada será a melhor estratégia.

BRASIL

Também no Brasil o mês de setembro foi marcado por um aumento na percepção de riscos do mercado, tanto pelas já mencionadas preocupações com o cenário externo, quanto por motivos domésticos, especialmente ligados à questão fiscal e política.

Do ponto de vista da atividade econômica, o desempenho de curto prazo da economia brasileira continua surpreendendo positivamente. Os dados têm confirmado nossa tese de que fatores conjunturais e estruturais iriam ajudar o país a atravessar os modelos mais críticos da crise da pandemia. De fato, vai se cristalizando a expectativa de uma contração em torno de -5% em 2020 e uma recuperação (essa bem mais incerteza) em torno de 3,5% em 2021. Entre os sinais positivos, os desempenhos da produção industrial, do comércio exterior, do agronegócio, da construção civil e das vendas do comércio varejista têm sido bastante bons, dentro do que se poderia esperar.

Além disso, embora parte desses bons resultados, especialmente quando se trata do consumo, estejam claramente relacionados com o auxílio emergencial, os dados sugerem que as famílias brasileiras aumentaram significativamente sua taxa de poupança durante os meses mais complicados da pandemia. Isso tenderá a ajudar a suavizar os impactos da eventual retirada dos estímulos e auxílios. A retomada da economia também deve se beneficiar de um movimento de recomposição de estoques nos próximos meses. E, até segunda ordem, espera-se também a manutenção de uma política monetária expansionista que gradualmente irá ganhar “tração” conforme a economia for se normalizando.

Esse cenário relativamente benigno obviamente não está livre de riscos e os acontecimentos do mês passado deixaram isso muito claro. A desastrosa tentativa do governo de tirar do papel o programa “Renda Cidadã” mostrou que setores do governo, incluindo o próprio presidente, seguem desconfortáveis em adotar as medidas necessárias para restabelecer o regime fiscal. Essas medidas certamente serão impopulares e/ou esbarrarão em resistências de grupos de interesses. Mas, elas são essenciais para a sustentabilidade do teto de gastos e, portanto, de toda a estratégia fiscal de médio e longo prazo. Mesmo se o governo abandonar suas intenções de aumentar alguns gastos, como com programas sociais, sem esses ajustes e reformas será uma mera questão de tempo para a criação de uma crise fiscal mais intensa que, no limite, ameaçaria gravemente a estabilidade macroeconômica. Caso o teto seja rompido em algum momento, talvez já em 2021, medidas automáticas de ajuste serão disparadas. Mas, nesse caso, serão grandes as chances de que a pressão política pelo fim do teto acabem sendo eventualmente bem sucedidas.

As preocupações do mercado com o tema são absolutamente justificáveis e racionais.

No médio prazo, a manutenção da estabilidade econômica, incluindo a estabilidade de preços, é fundamental para o desenvolvimento do país. Assim, vários sinais antecedentes de problemas graves têm se intensificado: a volatilidade da taxa de câmbio e a fraqueza do real, a forte inclinação da curva de juros e, mais recentemente, a abertura de “prêmios” nas LFTs são alguns deles.

Por outro lado, é importante também observar alguns sinais mais positivos. Em primeiro lugar, foi sintomática a reação rápida, no meio político e no mercado, diante da possibilidade de uma solução “heterodoxa” para o financiamento do “Renda Cidadã”. Essa reação mostra um quadro bastante diferente do observado quando o Brasil embarcou em uma política fiscal insustentável ao longo do governo Dilma. Naquela ocasião, por anos, o mercado pouco reagiu aos sinais de alerta. A reação imediata dessa vez mostra que há muito pouca complacência e, espera-se, o governo tenha entendido o recado.

Outro sinal relativamente tranquilizador veio de algumas lideranças do congresso, que saíram em defesa das reformas e demonstraram disposição para apaziguar as relações complicadas com o Ministro da Economia, Paulo Guedes. Por mais que tudo isso não afaste os riscos de forma alguma, são sinais de que nossa avaliação de que o atual Congresso conta com uma maioria disposta a aprovar as reformas necessárias segue sendo válida.

Diante desse impasse, a solução encontrada pelo Presidente Bolsonaro mais uma vez emulou o presidente dos EUA: decidiu não decidir e adiou as discussões para depois das eleições. Fica para o mercado interpretar o que isso significa: os mais otimistas dirão que o adiamento mostra que o governo vai adotar as medidas “impopulares” depois que elas não influenciarem mais as eleições locais. Já os pessimistas dirão que é só mais um episódio, de muitos outros, em que o Presidente evitou se envolver pessoalmente com “bolas divididas”, preferindo tentar encontrar uma forma de passar o desgaste para outros agentes políticos. Se for isso, dificilmente vai funcionar.

Nossa avaliação é de que esse é o tema decisivo para a evolução do cenário doméstico em 2021 e nos próximos anos. Sem credibilidade na política fiscal, será difícil sustentar a política monetária expansionista por muito tempo. Os recentes sinais de stress no mercado de LFTs refletem em parte essa situação. Também acreditamos que, por mais que existam motivos para acreditar que o Congresso está disposto a avançar com vários temas importantes da agenda econômica, a

liderança do presidente nesse processo será decisiva. É improvável que o Congresso assuma por si só o peso das decisões, até porque está claro que o Presidente é, ou deveria ser, o principal interessado no avanço dessa agenda. Essa é a questão central, que consideramos muito mais importante e decisiva do que a situação do Ministro Paulo Guedes, para citar uma das preocupações secundárias do mercado. Infelizmente, a credibilidade foi abalada e, a julgar pelo adiamento das decisões sobre o Renda Cidadã, o quadro não deve mudar muito ao longo do próximo mês.

O mal estar do mercado com a questão fiscal acaba reforçando também a preocupação do mercado com as pressões inflacionárias sendo observadas nos IGPs e, em menor intensidade, nos índices de preços ao consumidor. Acreditamos que a interpretação do Banco Central, de que essas pressões são transitórias e não requerem uma reação da política monetária, segue válida. No entanto, se as dúvidas em relação ao regime fiscal continuarem a se intensificar, a situação pode mudar. Primeiro, porque é possível que isso renove a pressão contra o real, criando pressões adicionais. E, depois, porque esse processo pode levar à desencorajem das expectativas de inflação de médio e longo prazo.

Nosso cenário base permanece moderadamente otimista e calcado na expectativa de que, eventualmente, governo e Congresso irão encontrar um caminho para restabelecer a credibilidade. Poucos atores têm interesse em um desfecho diferente e certamente a oposição não tem força para barrar o processo. Resta saber se o presidente irá compreender a gravidade da situação e a necessidade de que ele assuma a liderança do processo de negociação das reformas, o que inevitável envolverá desagradar alguns grupos. Seria o caminho racional e, no médio prazo, o mais vantajoso também para seu projeto político. Mas, provavelmente não teremos sinais mais claros sobre qual será o desfecho disso tudo ao longo do próximo mês. Assim como nos EUA, outubro promete ser um mês de ansiedade e preocupações enquanto os investidores buscam ler nas entrelinhas o que acontece depois das eleições.

Vladimir Vale, CFA
Economista-Chefe
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 - Piscina de Mona Valley

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.