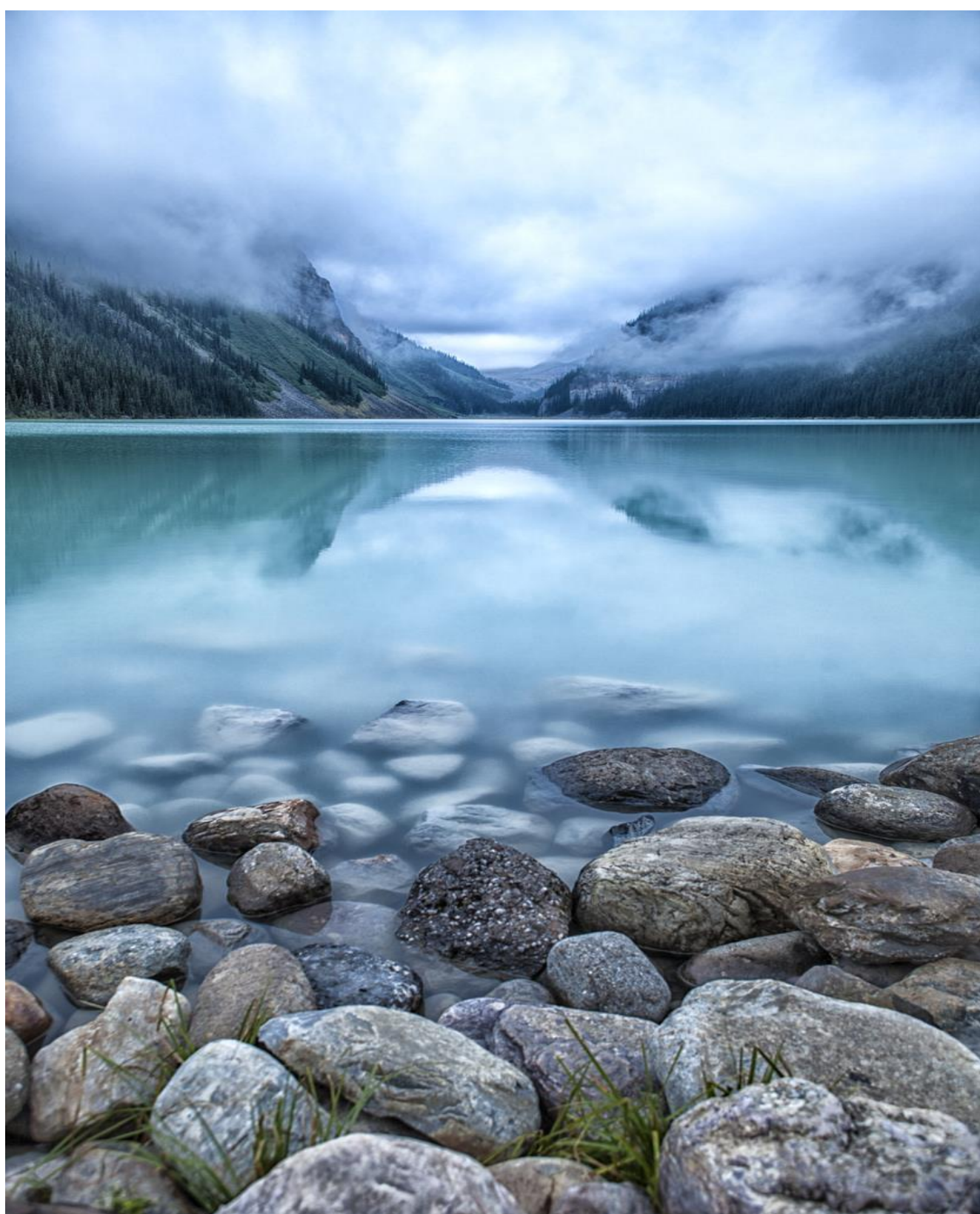


CARTA MENSAL CA INDOSUEZ

JUNHO 2020



COMENTÁRIO DO GESTOR

*“Valeu a pena? Tudo vale a pena
Se a alma não é pequena.
Quem quer passar além do Bojador
Tem que passar além da dor.
Deus ao mar o perigo e o abismo deu,
Mas nele é que espelhou o céu.”*
(Fernando Pessoa)

- O primeiro semestre de 2020 encerrou com os mercados ilustrando uma forte recuperação e com melhores perspectivas em relação ao futuro da pandemia. O novo semestre se inicia com esperança. Algumas vacinas avançam, alguns países começam uma flexibilização mais extensa e as mudanças nos hábitos dos indivíduos começam a surtir efeito. Dificilmente, teremos uma solução definitiva ainda este ano. Mas a vida continua e 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.
- No mercado local, acompanhando a dinâmica externa, o Índice Bovespa apresentou uma variação de 8,76% no mês, reduzindo as perdas no ano para -17,80%. A curva de juros também apresentou um comportamento positivo, principalmente nos vértices mais longos. A referência que utilizamos para nossas exposições, o contrato com vencimento em janeiro/23, encerrou o mês com uma taxa de 4,03%a.a. ante 4,22% do mês anterior. O Real foi na contra mão dos mercados e apresentou uma desvalorização de 2,46% no período, com o dólar cotado a R\$5,4676.
- O grande destaque positivo, finalmente, foi o mercado de crédito local. Após um primeiro trimestre dramático, com deterioração de preços e uma redução generalizada da estratégia na indústria de fundos, observamos o retorno de demanda por ativos privados. Emissores como Copel, Usiminas, Cemig, Bradesco e Itaú contribuíram positivamente em todos os fundos. Podemos atribuir, para uma parcela razoável desse movimento, a iminência da atuação do Banco Central na compra de títulos no mercado secundário. Mesmo não sendo obrigatória, mitigará, em boa parte, o risco de observarmos outro movimento irracional de preços – como ocorrido nos meses de Março e Abril. Com isso, verificamos uma melhora nos prêmios de crédito, ainda muito distante do que entendemos que seja o compatível para a qualidade de risco que possuímos em nossos portfolios. Isto posto, parte das antigas incertezas foram dissipadas e, considerando as novas incertezas, podemos definir que nossos fundos estão fundamentalmente preparados para capturar totalmente o retorno de preços à normalidade.
- Ao longo do ano, depuramos as carteiras (no processo de geração de caixa) encerrando e

reduzindo posições em setores que podem sofrer com a extensão da crise (varejo, shoppings, serviços e FIDCs) e concentrando, mais ainda, em setores tradicionais e resilientes (saneamento, concessões rodoviárias, energia elétrica, bancos de primeira linha). Preservamos as *durations* (prazo de exposição dos ativos) e as taxas de retorno contratadas nos fundos (carregos). Assim temos fundos verdadeiramente *high grades* com elevadas taxas de retornos contratadas (liquidas de despesas), mesmo após os ganhos dos últimos meses, de:

- CA Indosuez DI Master: CDI + 1,10% a.a.
 - CA Indosuez Agilité: CDI + 2,20%a.a.
 - CA Indosuez Previdência: CDI + 1,80%a.a.
 - CA Indosuez Vitesse: CDI + 2,43% a.a.
 - CA Indosuez Grand Vitesse: CDI + 2,50%a.a.
 - CA Indosuez Debêntures Incentivadas: IPCA+1,49%a.a. x IMAB-5 de IPCA+0,33%a.a. (para mesma *duration*).
- Importante reforçar, conforme abordamos em relatórios passados, que boa parte da recuperação ocorrida ainda é fruto do movimento da curva de juros. Assim, temos um semestre de oportunidades jamais observadas na indústria de fundos. Os prêmios de crédito tendem a convergir, como os outros ativos já o fizeram, para um novo equilíbrio de preço. A chave para isso é a qualidade da carteira. E esse sempre foi o foco principal do CA Indosuez.
 - Nesse contexto, o melhor exemplo é o CA Indosuez Debêntures Incentivadas. No último trimestre apresentou uma variação de 7,50%, recuperando o patamar de retorno positivo no ano. Ainda assim, há todo o diferencial de spread de crédito para recuperar, com um prêmio de 1,16%a.a. líquido de todas as despesas. Para exemplificar, no final do primeiro semestre de 2019 (ano que o fundo rentabilizou 14,39%), os prêmios de crédito em ativos de debentures incentivadas eram próximos de 0,50%a.a. O cenário prospectivo, considerando os riscos da estratégia, nunca foi tão interessante.
 - Com a taxa juros em 2,25% a.a., e com potencial de uma maior redução, é natural o questionamento em relação à renda-fixa. Porém, o que temos no mercado local é o retorno ao velho normal e não o tão repetido new normal. Na última década, o mercado brasileiro de RF vivenciou um longo período de baixa volatilidade e redução de queda da taxa Selic. Agora, temos um cenário mais desafiador de um ambiente que precisou amadurecer tardiamente. Acontece que, justamente por termos uma taxa menor, a renda-fixa tende a ganhar maior relevância ao apresentar uma relação risco x retorno, quando bem gerida, muito positiva. Abordamos nos últimos relatórios algumas reflexões sobre essa evolução. Fizemos isso pautados na vasta experiência da equipe de investimentos. Agora, vamos compartilhar parte da execução desse trabalho.
 - Lançaremos nas próximas semanas dois fundos novos, ambos dedicados à ativos de crédito privado high grade. Eles possuirão uma taxa de administração

expressivamente menor que a média da indústria de fundos e serão distinguidos 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 terá como limitador títulos com vencimentos de até dois anos e o mais arrojado contará com uma carteira de títulos com vencimentos acima de dois anos. Dessa forma alinharemos, 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.

- Mantendo o pioneirismo na estratégia, iniciamos a inserção na área de análise de crédito dos principais parâmetros de modelagem e seleção de ativos com foco em critérios ASG - Ambientais, Sociais e de Governança (em inglês ESG - Environmental, Social, and Governance). Introduziremos essa filosofia em um produto já existente, com títulos já selecionados e investidos. Além disso, implementaremos o processo de gestão mais ativa em proteções com derivativos para evitar impactos negativos nos movimentos da estrutura a termo da curva de juros. Assim, quando ocorrer um cenário de reversão da taxa básica de juros, estaremos preparados para evitar perdas e otimizar os investimentos dos nossos clientes.
- Essa é, por enquanto, a forma na qual o CA Indosuez está colocando em prática parte do aprendizado e das reflexões vivenciadas no primeiro semestre de 2020. Com a recuperação de todos os fundos e com um cenário mais claro de que esse movimento seguirá por um período razoável, é fundamental traçarmos os próximos passos e como podemos contribuir para as próximas gerações. Comprovamos nossa resiliência e mantivemos nossa responsabilidade com o patrimônio dos investidores. A recuperação está vindo e ganhará mais força nos próximos meses.
- Gostaríamos de agradecer, sempre como equipe, toda a confiança depositada no nosso trabalho. Esse foi, e sempre será, o principal incentivo para todos nós, principalmente nos momentos de maior dificuldade, pessoais e profissionais. Nosso muito obrigado.

Equipe de Gestão
CA Indosuez Wealth Management Brasil

COMENTÁRIO ECONÔMICO

- **GLOBAL** Os mercados internacionais passaram o mês de junho dividido entre as influências positivas geradas pelos sinais de recuperação das economias e as políticas de sustentação da demanda, e pelo efeito negativo dos receios de que uma segunda onda, ou a continuação da primeira em alguns países, possa ameaçar o processo de recuperação das economias. Por enquanto, o mercado vem encontrando motivos suficientes para sustentar um relativo otimismo, mas, como o principal risco macroeconômico global está relacionado com a incerta evolução da epidemia, o cenário ainda é extremamente incerto.

No que tange aos indicadores econômicos, a maioria deles tem vindo com surpresas positivas em relação às expectativas. Destacam-se os resultados dos PMIs, que são pesquisas realizadas junto a gerentes de compras, e que tradicionalmente funcionam relativamente bem para prever a evolução de curto prazo das economias. Os PMIs dos setores industriais e de serviços superaram as expectativas nas principais economias do mundo, embora com um predomínio da melhora dos componentes relativos às expectativas e resultados ainda baixos nos índices de condições atuais.

No que diz respeito à inflação, ela continua extremamente baixa em nível global, o que tende a manter os Bancos Centrais em uma posição confortável para praticar políticas monetárias e de crédito bastante relaxadas. Ao mesmo tempo, o mercado não espera que um processo deflacionário se instaure. Isso é importante já que, diante da recessão e de taxas de juros nominais próximas (ou até mesmo abaixo) de zero, uma deflação sustentada poderia ser um grande problema ao elevar as taxas de juros reais. As condições são, portanto, favoráveis a que os BCs continuem focados em combater os efeitos da pandemia sobre a atividade. Em particular, eles continuaram, ao longo de junho, a implementar as medidas não convencionais anunciadas anteriormente. Como em muitos casos tratam-se de instrumentos novos, a demora na implementação não chega a surpreender. Mas, aos poucos as iniciativas vão saindo do plano. Em junho, destacou-se a ampliação do programa de compra de ativos de crédito privado no mercado primário e secundário por parte do Fed, um instrumento que vem se mostrando bastante eficaz para estabilizar os mercados por lá.

As coisas tendem no geral a ser mais lentas na condução da política fiscal. Também aqui a tendência por enquanto, na vasta maioria dos países, tem sido de ampliação das medidas de sustentação da demanda. Nos EUA, espera-se um novo pacote fiscal para julho, que pode alcançar US\$ 1 trilhão. Tanto a política fiscal quanto a monetária tenderão a ter suas potências aumentadas nos próximos meses, tanto pela implementação gradual das medidas, quanto pelo fato de que a reação da economia a elas provavelmente será melhor em um ambiente de recuperação.

Sem dúvidas, as políticas macroeconômicas e, principalmente, as mensagens claras de disposição de se fazer “tudo que for necessário” seguem sendo um fator importante para a sustentação dos mercados. O que obviamente traz preocupações de médio e, principalmente, longo prazo. De fato, são evidentes os riscos de que as intervenções nos mercados por parte dos BCs gerem distorções e problemas mais à frente. No âmbito fiscal, o crescimento das dívidas ameaça o crescimento mais à frente. No entanto, no curto prazo ao menos a preocupação central deve continuar sendo a trajetória de recuperação da atividade econômica. Sendo assim, o principal risco de curto prazo continua sendo a evolução da pandemia de covid19.

Em relação a isso, as incertezas permanecem muito elevadas. O quadro global ainda é de uma tendência geral de flexibilização das restrições e quarentenas. No entanto, em vários países ou regiões, passos atrás também têm ocorrido conforme surgem sinais de segunda onda ou intensificação da primeira, como ocorre nos EUA. Acreditamos que novos “lockdowns” nacionais nos países mais relevantes sejam improváveis. Mas, a combinação de retrocessos no processo de abertura de regiões importantes, especialmente nos EUA onde a epidemia avança agora com força em estados populosos e economicamente relevantes como Flórida, Texas e Califórnia pode colocar em xeque o bom humor do mercado.

Mas, a pandemia segue mostrando uma evolução por vezes curiosa. Chamaram a nossa atenção dois “fatos estilizados” que podem ser relevantes. O primeiro é que os novos surtos importantes e preocupantes têm ocorrido quase que exclusivamente em regiões que foram pouco afetadas na primeira onda, enquanto o quadro permanece mais tranquilo nos epicentros apesar da redução nas restrições à mobilidade e à atividade econômica. Isso está ocorrendo mesmo com os estudos de prevalência indicando níveis muito inferiores a maior parte das estimativas sobre quando limiar em que a “imunidade de rebanho” deveria surgir. E é um padrão que se repete, grosso modo, no Brasil, onde a epidemia agora avança no interior, no Centro-Oeste e no Sul. Nos estados e regiões mais afetados até agora, como várias capitais no Norte, Nordeste, no Rio de Janeiro e em São Paulo a epidemia parece estar em uma trajetória declinante.

Outro desenvolvimento surpreendente até agora é o comportamento “descompassado” entre as trajetórias de casos e mortes nos EUA. Apesar de uma forte aceleração nos casos, as mortes continuam em trajetória declinante. Vários fatores podem explicar isso e eles no geral não são excludentes. Pode ser, como muitos esperam, que se trate apenas de uma questão de defasagem temporal entre as infecções e as mortes. No entanto, a nova aceleração dos casos começou por volta do dia 10 de junho e, portanto, já se passaram mais de três semanas. Se a queda nas mortes não for revertida em breve, essa tese perderá força. Outras explicações possíveis são: aumento no número de testes, melhorias nos tratamentos e

mudança no perfil demográfico das populações (particularmente em relação à idade dos infectados).

É cedo para tirar conclusões definitivas sobre a evolução da epidemia e seus impactos sobre as economias, mas em ambos os casos existem sinais que permitem um otimismo relativo. As incertezas e, portanto, a volatilidade, permanecem muito elevadas. Dada à recuperação dos preços dos ativos, a assimetria dos mercados de risco também já não é mais tão favorável. Ainda assim, mantemos no momento uma visão mais construtiva sobre o processo de recuperação da economia global, com reflexos positivos sobre os mercados locais.

- **BRASIL** Os mercados locais acompanharam o cabo de guerra entre reabertura e estímulos de um lado e temores em relação à pandemia de outro. A doença chegou mais tarde ao Brasil e, portanto, estamos um pouco atrasados em relação a seus impactos, mas a trajetória por enquanto parece emular parte do que se vê no exterior.

Com relação à pandemia, o país vem se mantendo na triste posição de país com maior número de mortes diárias. No entanto, existem também por aqui alguns sinais de melhora. Nas áreas mais afetadas do país, especialmente em algumas capitais do Norte e Nordeste, assim como no Rio de Janeiro e, em menor intensidade, em São Paulo, há um recuo no número de óbitos e hospitalizações, sugerindo que o pico foi ultrapassado, mesmo com a gradual reabertura das economias e aumento da mobilidade. A doença se espalha agora pelas regiões onde ainda fez relativamente poucas vítimas: o interior dos estados, as regiões Sul e Centro-Oeste e alguns estados grandes como Bahia e Minas Gerais. Assim, a curva nacional de mortes tem se mantido em um platô bastante estável já há bastante tempo, mas as curvas locais mostram picos se formando. Isso mesmo em alguns locais onde, sabe-se, a adesão às regras de distanciamento social foi bastante baixa. O comportamento não tem sido exponencial por muito tempo, mesmo onde as condições pareciam propícias para que fosse. Ao mesmo tempo, é preciso também ter em conta que, em todos esses locais onde após uma onda forte a reabertura tem ocorrido com relativo sucesso, a vida ainda está longe da completa normalidade e não está claro se a situação mais tranquila irá se manter conforme a retomada avance.

Do ponto de vista dos indicadores econômicos, a maior parte dos principais dados disponíveis referem-se ao mês de abril e mostram o que deve ser o que deve ser o momento mais agudo da crise. O IBC-Br, proxy do PIB calculado pelo Banco Central, apontou contração de -9,73% na comparação de abril de 2020 com o mês anterior. Essa contração ocorreu após uma redução de -6,16% no mês de março. No acumulado de 2020, o IBC-Br teve queda de -4,15%. O resultado é, obviamente, dramático. Mas, o consenso do mercado apontava para algo ainda pior, -10,2%. Já no caso das vendas no varejo brasileiro, os resultados foram piores do que a expectativa do mercado. As vendas recuaram 16,8% em abril na comparação com o mês anterior, mesmo resultado da comparação com abril de 2019, e que ficou abaixo da expectativa do mercado de queda de -12,1%. Considerando o comércio varejista ampliado, que inclui vendas de

veículos e peças e de material de construção teve recuo de -17,5% em relação a março de 2020, após queda de -13,7% no mês anterior. Todos os dez setores investigados tiveram resultados negativos na comparação com março de 2020. Os dados da produção industrial, esses já referentes ao mês de maio, mostram o começo da retomada. Houve alta de 7% em maio na comparação com abril, interrompendo dois meses de resultados negativos consecutivos, em linha com o esperado pelo mercado.

Acreditamos que os dados a partir daí comecem a mostrar uma retomada gradual da economia, cuja intensidade é bastante imprevisível até porque depende fundamentalmente do próprio comportamento da epidemia. Mas, a trajetória de reabertura gradual, ainda que com retrocessos localizados, provavelmente irá se manter.

Ao mesmo tempo, a inflação, embora um pouco acima do esperada na maior parte dos índices recentemente divulgados, segue mostrando não ser uma restrição importante para a condução da política monetária no curto prazo. O debate dentro do Banco Central se dá em torno da ideia de que há um limite inferior para a queda da taxa Selic, a partir do qual os efeitos de reduções podem ser contra produtivos, e também com relação a uma possível alta da taxa estrutural ou neutra. Isso ficou claro no comunicado e na ata da última reunião do Banco Central e sinaliza para um espaço cada vez menor para novos cortes. Acreditamos que, com a próxima reunião ocorrendo em agosto, se a retomada de atividades prosseguir, é possível que o Banco Central acabe considerando ser pouco prudente oferecer um novo estímulo. Alternativamente, a não ser que uma surpresa negativa grande ocorra, é pouco provável um corte de juros maior que 25 pontos base na próxima reunião.

A retomada da atividade deve aumentar a potência dos estímulos monetários e fiscais ao longo do tempo, lembrando que apenas uma fração desses últimos já foram implementados. Ao mesmo tempo, o Banco Central voltou a salientar em sua comunicação que a aprovação de reformas pode ser importante para consolidar e até mesmo aprofundar o movimento de queda das taxas de juros. Nesse contexto, diante da possibilidade crescente, a nosso ver, de algumas reformas e ajustes importantes serem aprovadas mais à frente, o Banco Central pode ficar também tentado a aguardar os acontecimentos nessa área.

Na política, nossa percepção é de que o ambiente segue conturbado pelas investigações em torno de pessoas próximas ao presidente. Mas, ao mesmo tempo, prosseguiram bem as negociações com os partidos no Congresso. Esse fato tem permitido que a agenda legislativa permanecesse relativamente blindada do desgaste do governo, não havendo nenhum movimento mais sério entre os parlamentares que poderia representar uma ameaça ao mandato do presidente, ou mesmo disposição para criar CPIs ou obstruir os trabalhos legislativos.

A aproximação com o Centrão também está provocando uma mudança na postura do presidente, que abandonou o tom mais agressivo em suas aparições públicas. Não por coincidência, a nosso ver, essa postura ocorreu ao mesmo tempo em que o

Congresso conseguiu finalmente votar o novo marco legal do saneamento. Também se intensificaram os sinais de perda de influência da chamada “ala ideológica” do governo.

A retomada das reformas e o debate sobre os ajustes necessários para manter a estabilidade frente ao aumento no endividamento provocado pela pandemia continuam sendo o foco principal de nossas atenções no cenário doméstico. Felizmente, acreditamos que o pragmatismo que o governo vem adotando tenderá a ter bons resultados. Se isso se concretizar, os incentivos para a manutenção de um governo de coalizão podem até se intensificar com o tempo.

Acreditamos que esse movimento político ainda não foi devidamente compreendido pelos investidores, particularmente os estrangeiros, que mantem uma cautela provavelmente excessiva diante do noticiário bastante negativo em relação ao país. Seguimos acreditando que esse excesso de conservadorismo gera algumas boas oportunidades nos mercados locais, mesmo considerando os riscos e a recuperação já ocorrida nos preços dos ativos.

*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

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.