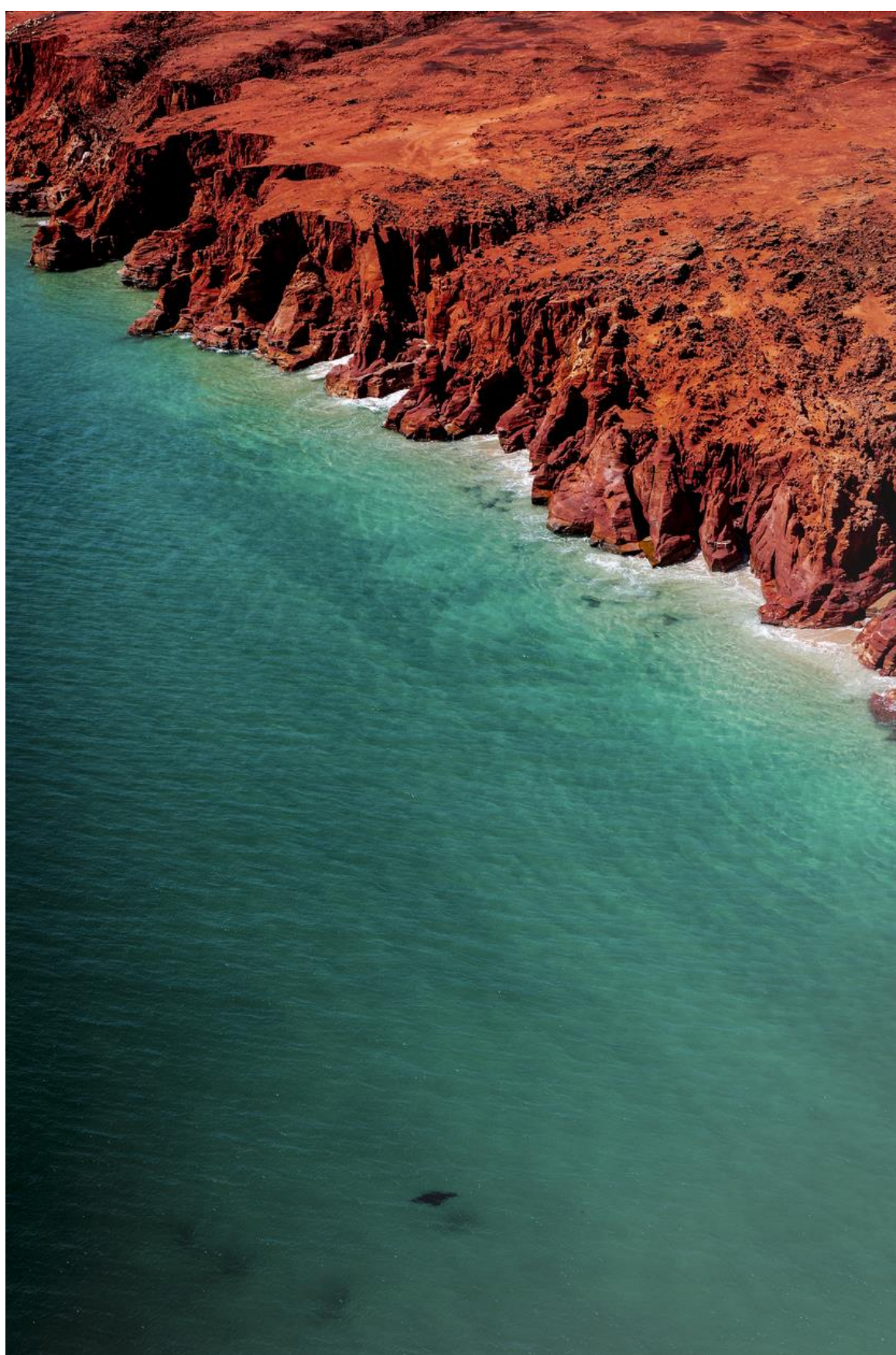


CARTA MENSAL CA INDOSUEZ

JULHO 2020



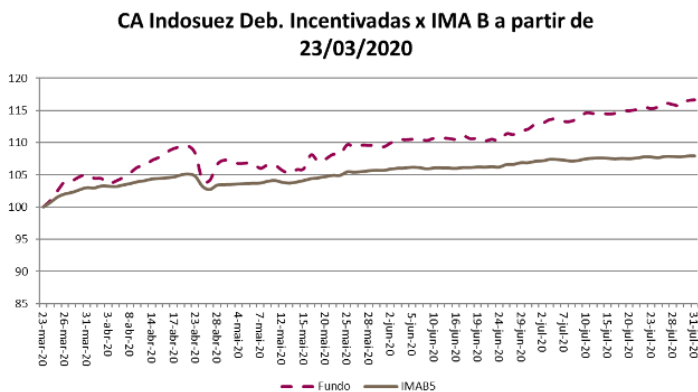
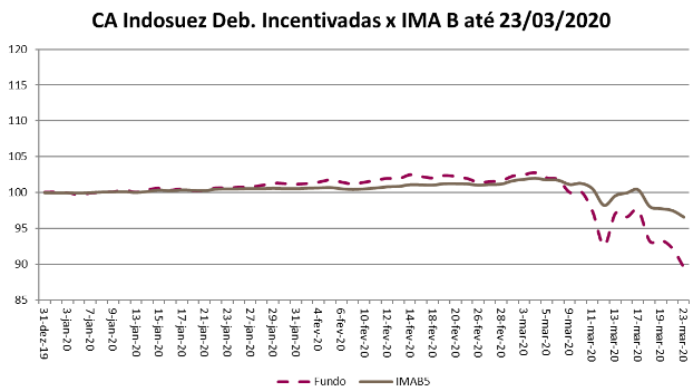
COMENTÁRIO DO GESTOR

“A ciência se compõe de erros que, por sua vez, são os passos até a verdade.”
(Jules Verne)

- O novo semestre iniciou confirmando uma melhora generalizada em relação à percepção de riscos nos principais mercados. No nosso último relatório mensal, abordamos que as incertezas atuais são muito menos preocupantes do que as incertezas do semestre passado. A maioria delas sempre fará parte do nosso dia a dia. No mercado externo, após ilustrar ganhos de 5,51% no mês de Julho, o índice S&P 500 já está positivo em 2020, subindo 1,25%. O movimento contribuiu para mais um mês de recuperação expressiva nos mercados locais, com o índice Bovespa valorizando 8,27%, agora com uma queda de 11,01% no ano, e o Real apresentando uma valorização de 4,68%, ainda com uma desvalorização de 22,91% frente ao dólar americano. O mercado de juros acompanhou a tendência e encerrou o período renovando patamares nunca observados antes, com uma redução de prêmios ao longo de toda estrutura a termo, principalmente os vértices mais longos.
- No mercado de crédito, observamos a mesma dinâmica positiva com os títulos ajustando a nova perspectiva de juros mais baixos por um horizonte maior de tempo. Apesar da liquidez ainda modesta, a forte comunicação do Banco Central em relação a uma atuação no mercado secundário de títulos privados está dando suporte para um movimento gradual e mais saudável.
- Os fundos do CA Indosuez apresentaram, novamente, uma performance acima da esperada capturando não só o movimento de prêmios de crédito como também da curva de juros.
 - CA Indosuez DI Master: 0,41% (213,22% CDI)
 - CA Indosuez Agilité: 0,81% (417,51% CDI)
 - CA Indosuez Previdência: 0,73% (377,07% CDI)
 - CA Indosuez Vitesse: 1,48% (762,65% CDI)
 - CA Indosuez Grand Vitesse: 1,07% (552,24% CDI)
 - CA Indosuez Debêntures Incentivadas: 4,07%
- Esse impacto foi percebido com mais intensidade nas letras financeiras, com destaques para os bancos BTG, Safra e Bradesco. Alguns emissores corporativos, como Usiminas, que estavam precificados próximos de CDI+4% a.a., começaram a negociar no patamar de CDI + 3% a.a. com volumes elevados. Reduzimos a exposição na companhia e aumentamos em Itaú com ativos com uma taxa de retorno próximo de CDI+2.35%a.a. Mesmo assim, em relação aos spreads dos ativos, ainda há um longo caminho para percorrer. Quanto aos benefícios das taxas futuras mais longas, começamos a considerar um esgotamento de prêmios e uma relação de risco x retorno assimétrica para os investidores. Corroborando todo trabalho executado pela área de análise de crédito, a Copel foi uma das poucas empresas a receber um upgrade por agência classificadora durante a crise. Agora a dívida da

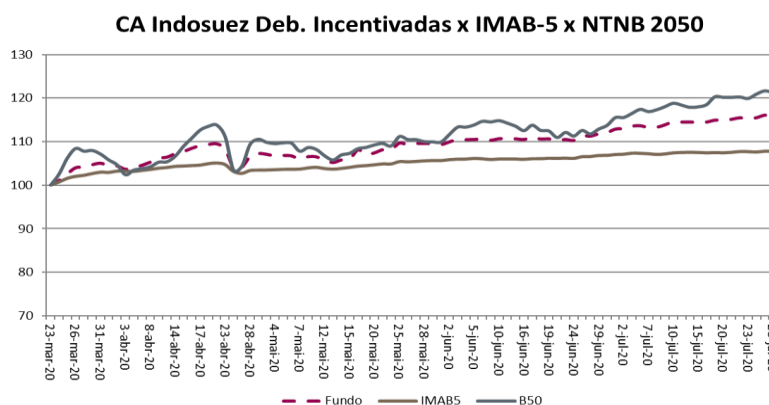
empresa é AA+ pela Fitch. Essa é uma das principais exposições de nossas carteiras.

- O grande destaque do mês foi o CA Indosuez Debêntures Incentivadas. O fundo já havia recuperado toda perda nominal, inclusive superado o CDI e, agora, superou o IMA-B5 em 2020. O fundo apresenta um retorno de 4,42% versus 4.19% do índice. O resultado foi fruto da manutenção da carteira investida, preservando todos os fundamentos e princípios que orientam a área de investimentos. Importante destacar que boa parte do retorno (vide o próprio IMA-B5) é fruto do movimento de Juros Reais, ainda existindo uma oportunidade em prêmio de crédito fenomenal.



- Sendo assim, como os preços dos títulos estão ajustando organicamente (sem a interferência do Banco Central), iniciamos o processo de redução do prazo médio das carteiras, desinvestindo de posições com vencimentos a partir de 2025 que já apresentaram uma boa recuperação em relação as marcações do mês de Março. Alocamos esses recursos em operações com prêmios de crédito muito semelhantes, mas com menor risco durante um processo de reversão de juros. Assim, os fundos verdadeiramente high grades 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 + 2,00%a.a.
 - CA Indosuez Previdência: CDI + 1,80%a.a.
 - CA Indosuez Vitesse: CDI + 2,30% a.a.
 - CA Indosuez Grand Vitesse: CDI + 2,40%a.a.
 - CA Indosuez Debêntures Incentivadas: IPCA+1.68% a.a. x IMAB-5 de IPCA+0.35% a.a. (para uma *duration* muito próxima).

- Nos últimos meses, compartilhamos experiências e aprendizados da crise (que ainda não acabou). Revisamos erros e acertos, reforçamos fundamentos e aprofundamos conceitos que foram superficialmente aprendidos. Dado o movimento expressivo do CA Indosuez Debêntures Incentivadas, vamos falar um pouco sobre ativos em inflação nessa carta.
- Ao longo dos últimos anos, presenciamos um movimento estruturado de redução de juros reais no Brasil. Isso significa que, a taxa de juros nominal (a Selic) descontada a inflação (o IPCA) está cada vez menor. Isso impactou diretamente a performance dos ativos indexados a inflação, gerando retornos elevados, constantes e com uma volatilidade suportável. Quanto maior o prazo, maior foi esse desempenho.
- O instrumento de investimento, que tem como principal objetivo a proteção contra inflação, antecipou um resultado de anos de juros reais em um curto espaço de tempo. Fazendo um paralelo prático, foi um movimento de preço muito parecido com o que observamos com os prêmios de crédito em 2018/2019. É fundamental para o investidor entender exatamente no que ele está investindo e obrigação do gestor explicar o que está acontecendo com a estratégia em momentos positivos. Acreditamos que a cada dia a proteção contra inflação é necessária e isso não significa que o investidor precisa ficar exposto em prazos longos. **Exposição a prazos longos significa maior risco em juros reais e não maior proteção contra inflação.** Quando observamos o comportamento da NTN-B com vencimento em 2050 nos últimos meses e o comportamento do IPCA isso fica claro.



- Comparando agora com o CA Indosuez Debêntures Incentivadas, comprovamos a contribuição desse movimento. No entanto, com o atual patamar de prêmio de crédito, é possível continuar protegido da inflação com uma taxa de retorno acima da média na renda fixa e sem correr riscos exagerados de juros longos. Ou seja, investindo de fato na proteção do valor monetário e não especulando juros longos. Dificilmente teremos outro movimento de prêmios de crédito como observamos em Março (há mitigadores para isso), porém a curva de juros segue vulnerável. Principalmente contra ruídos políticos e fiscais. Nunca correremos riscos assimétricos ou irresponsáveis por performance, mesmo esses riscos não se efetivando no curto prazo.
- Por fim, não menos importante, finalizamos o processo de constituição e iniciaremos no mês de agosto os dois novos produtos. São os fundos CA Indosuez Viseé e o CA Indosuez Horizon. A primeira novidade é o alinhamento com o investidor em relação ao retorno

esperado com o cenário de juros baixos. Os fundos possuem uma taxa de administração de 0,25% a.a. e uma taxa de performance de 20% sobre o que exceder o CDI. Assim, a remuneração do gestor é ligada com o retorno do investidor e o custo fixo é significativamente menor do que o praticado na indústria de fundos dedicados. Outro ponto é a estrutura de Multimercado ao contrário de Renda Fixa, mas com uma política de investimentos limitada à ativos de Renda Fixa. A mudança de classe permite que os fundos possam contratar seguros em momentos capturarem as oportunidades do mercado

de renda fixa crédito privado e sejam aptos a contratarem seguros em cenários adversos. Assim, poderemos reduzir significativamente a volatilidade em momentos adversos e concentrar o risco em prêmios de crédito.

- O CA Indosuez Viseé é um fundo com prazo de resgate de 15 dias e só poderá adquirir ativos de crédito privado com vencimentos até dois anos. A volatilidade anualizada limite será de 0,50%. Já o CA Indosuez Horizon é um fundo com prazo de resgate de 30 dias e só poderá adquirir ativos com vencimentos superiores a 2 anos. A volatilidade anualizada limite será de 1,00%. A qualidade de crédito e de gestão segue a mesma, adicionando na prática o início do processo de seleção de ativos incluindo a ótica de filosofia ESG na análise. Dessa forma, efetivamos boa parte do aprendizado dos últimos 12 meses e oferecemos produtos mais eficientes, transparentes e modernos.

Equipe de Gestão
CA Indosuez Wealth Management Brasil

COMENTÁRIO ECONÔMICO

- **GLOBAL** O cenário internacional continua marcado por influências divergentes. Por um lado, há sinais e expectativas positivos gerados pelo processo de retomada das economias e, com grande peso no curto prazo, pelas políticas de sustentação da demanda. Por outro lado, a incerteza sobre o futuro da pandemia, além das preocupações geopolíticas sugerem alguma cautela e potencial para a volatilidade nos próximos meses.

Em relação aos indicadores econômicos, a maioria continua apontando para uma retomada e para impactos menores do que boa parte do mercado temia. Destacaram-se mais uma vez os resultados dos PMIs, que seguiram em alta e estão agora, na vasta maioria dos países desenvolvidos, acima do limiar de 50 pontos. É um sinal de que a recuperação continua, apesar das incertezas. No entanto, os resultados do PIB no 2º trimestre nos EUA e na Europa mostraram um quadro devastador que certamente levará muito tempo até ser resolvido. Olhando para frente, a incerteza é muito grande. A ameaça do vírus segue influenciando o comportamento de famílias e empresas e é difícil prever a velocidade com que essa situação vai se alterar mesmo em regiões onde a pandemia já perdeu muita força. Além disso, em algumas regiões, alguns passos atrás no processo de flexibilização acabaram sendo necessários diante do crescimento dos casos, particularmente nos EUA.

A pandemia segue, portanto, no centro das preocupações. Mas, intensificaram-se também os sinais de que o processo é autolimitado e uma redução abrupta no contágio ocorre muito antes dos 70% frequentemente citados na imprensa e que vem de modelos simples de projeção. Na prática, o limiar de imunidade de rebanho parece ocorrer bem mais cedo. O controverso caso da Suécia é um exemplo disso, mas mesmo no Brasil estamos vendo essa situação ocorrer nas capitais do Norte e Nordeste, além do Rio de Janeiro. Aqui, assim como nos EUA, a pandemia avança por estados que foram por enquanto menos afetados. Com isso, vai ficando menos provável que novos “lockdowns” amplos e duradouros venham a ocorrer, o que afasta cenários que seriam realmente catastróficos do ponto de vista econômico. Mas, não necessariamente implica em uma retomada mais rápida das economias: tudo vai depender da reação das pessoas e das empresas à situação “pós pico”, o que ainda é muito incerto, mas, no mínimo, ainda será um grande entrave para determinados segmentos do setor de serviços, por exemplo.

Ao mesmo tempo, também crescem os sinais de que as políticas fiscais e monetárias têm contribuído para mitigar parte dos efeitos da crise. Os dados de consumo na Europa e nos EUA têm surpreendido positivamente e certamente são melhores do que se poderia esperar tendo em vista o impacto gigantesco da crise sobre o mercado de trabalho, particularmente no caso americano. E, como a inflação corrente e as expectativas de inflação permanecem muito bem-comportadas, há uma expectativa muito grande de

que novos estímulos podem ser oferecidos se forem necessários. Nos EUA em particular as negociações em torno de um novo pacote de estímulos fiscais parecem estar avançando e, acreditamos, um acordo entre governo e oposição deve ocorrer em breve. As promessas de apoio, ainda que com alguns alertas sobre as limitações dos instrumentos, também seguem frequentes na comunicação dos bancos centrais em praticamente todo o mundo.

Além das incertezas em relação à evolução e ao impacto da pandemia, também segue no radar a “guerra fria” entre China e EUA. Está cada vez mais claro que essas tensões farão “parte da paisagem” por muitos anos, talvez décadas. Mas, na questão central de curto prazo para os mercados, que é o risco de uma escalada protecionista, continuamos acreditando que o mais provável é que nenhum grande movimento deve ocorrer até as eleições norte-americanas. Depois disso, tudo pode acontecer, mesmo caso o candidato democrata saia vencedor. A retórica do partido em relação ao China não está muito menos negativa do que se escuta entre os republicanos, o que reforça a ideia de que as tensões não serão resolvidas tão cedo.

Tudo somado, vemos um cenário internacional recheado de riscos, mas que ainda pode se sustentar em alta em função de uma evolução positiva da pandemia e da retomada das atividades e das medidas de apoio por parte dos governos.

- **BRASIL** Apesar da situação ainda muito crítica no que diz respeito à pandemia, o cenário doméstico evoluiu positivamente em nossa opinião. A percepção do mercado sobre o impacto de curto prazo da crise melhorou, em linha com sinais menos negativos do que o esperado em vários indicadores. Conforme temos alertado desde o princípio da crise, havia motivos estruturais e conjunturais para se esperar que, ao menos em termos relativos, esse impacto fosse menor na economia brasileira do que na maior parte das economias avançadas ou alguns de nossos pares emergentes. Por isso, víamos com certa estranheza algumas projeções extremamente pessimistas produzidas por agentes privados ou mesmo organismos internacionais. Felizmente, o conjunto dos indicadores disponíveis parecem ter dado razão à nossa percepção o que já começou a se refletir nas expectativas coletadas pela pesquisa “Focus” do Banco Central.

Também vemos como positiva a evolução do cenário político. Depois de momentos de grande tensão, como o que foi provocado quando da saída do ex-ministro Sérgio Moro, a mudança de postura do governo e do Presidente Bolsonaro parecem ter produzido uma acomodação que é bem vista pelo mercado. Não só porque isso representa menos potencial de volatilidade e crises, mas, principalmente, porque tende a facilitar muito o avanço com as reformas e ajustes que serão necessários no período pós crise. É importante observar que a redução na temperatura política e as

negociações para a construção de uma base mais ampla no Congresso não tiveram grande custo político aparente para o presidente: ele não perdeu muito de sua base na sociedade e, além disso, algumas pesquisas parecem começar a apontar para uma ligeira recuperação de sua popularidade. A boa aceitação dessa nova postura na opinião pública reforça o estímulo para que o presidente se mantenha nesse curso.

Consideramos esse um ponto essencial e que, provavelmente, ainda não foi totalmente absorvido pelos investidores, em particular pelos estrangeiros. Nossa avaliação, e do mercado de uma forma geral, é de que a questão fiscal de médio e longo prazo é essencial para a manutenção da estabilidade macroeconômica e que avanços institucionais serão mais urgentes do que nunca para promover o crescimento daqui para a frente. Nada disso vai avançar sem a cooperação do Congresso. Felizmente, a nova fase na relação do governo com o Congresso e o sentido de urgência gerado pela crise do coronavírus tendem a facilitar muito as coisas.

Evidentemente, nada são favas contadas e reformas realmente profundas costumam ser complexas e demandar um grande tempo de maturação. A aprovação de uma reforma tributária ampla em 2020, por exemplo, é muito difícil. Mas, nossa percepção é de que o mercado pode ter alguns avanços para “comemorar” no curto prazo. Há uma agenda pré pandemia para ser votada que incluem medidas importantes no âmbito fiscal e regulatório e vemos, de forma geral, uma maioria de congressistas disposta a avançar com ela.

Em relação à política monetária, o Copom confirmou a expectativa majoritária do mercado e voltou a cortar a taxa Selic em 25 pontos base, para 2% ao ano, em sua reunião de agosto. A decisão em si não trouxe surpresas. Mas, o comunicado trouxe algumas mensagens importantes. O Copom deixou aberta a porta para novos estímulos, mas afirmou que novos afrouxamentos da política monetária, se necessários, devem ser implementados com “gradualismo adicional”. Como é improvável que o BC esteja considerando praticar cortes inferiores a 25 pontos percentuais, nossa interpretação dessa expressão é de que ela sugere que o Copom planeja não cortar a Selic na próxima reunião, deixando a decisão sobre a conveniência de novos cortes mais para a frente. Ao mesmo tempo, o Copom salientou a sua percepção de que as condições econômicas permanecerão demandando uma política bastante expansionista por um longo período de tempo.

Acreditamos ser mais provável que o ciclo de queda da Selic tenha sido encerrado em agosto. Daqui até a próxima reunião nossa expectativa é de que a recuperação econômica se consolide e, se isso ocorrer, a potência da política monetária tende a aumentar. Nesse caso, novos cortes podem se tornar desnecessários, além de mais arriscados. Ao mesmo tempo, mantemos a visão de que a inflação deve seguir não sendo uma restrição relevante por muito tempo, pelo menos até a segunda metade do ano que vem.

Já no mercado de câmbio a volatilidade continua elevada e o real desvalorizado em termos reais, na nossa opinião. Os fluxos seguem sendo influenciados pela visão bastante negativa – exageradamente negativa, em nossa opinião – sobre a situação política e econômica do país. A isso se soma a redução adicional dos diferenciais de juros e uma busca maior por proteção cambial para criar um ambiente desfavorável ao real. Embora seja difícil precisar quando os “fundamentos” irão prevalecer – e lembrando sempre que mesmo isso depende da evolução da questão fiscal de médio e longo prazo – acreditamos que o quadro atual de taxa distorcida gera algumas oportunidades para os investidores locais. Não por outro motivo, lançamos recentemente um fundo com exposição ao índice Bovespa em dólares.

O momento permanece incerto e a crise que vivemos é, sem dúvidas, quase sem precedentes. Ainda assim, mantemos uma visão construtiva sobre os mercados e ativos locais. Certamente, a assimetria dos riscos e retornos já não é mais tão favorável quanto em alguns meses atrás e o momento atual demanda mais seletividade na escolha de instrumentos e ativos e disciplina na diversificação das carteiras. Mas, acreditamos que, apesar dos riscos, ainda há um bom potencial de valorização em muitos ativos no Brasil, sejam em instrumentos de dívida ou nas ações.

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.