

CARTA DO GESTOR Nº 7 – ABRIL DE 2020

Caros(as) investidores(as),

Nesta carta, comentaremos os resultados do mês de abril, abordaremos nossa visão de cenário internacional e local, e explicitaremos o posicionamento do nosso fundo ACE Capital FIC FIM (por meio do ACE Capital Master FIM) neste início de maio.

1- Resultados

O ACE Capital FIC FIM registrou ganho de +0,87% em abril (306% do CDI), +1,90% no acumulado no ano (146% do CDI) e +5,57% desde seu início em 30/09/2019 (217% do CDI).

A utilização de risco do fundo em abril seguiu ajustada a maior volatilidade dos ativos. Logo no início do mês, reduzimos o tamanho da posição direcional aplicada em juros nominais, que foi o maior risco alocado no final de março. Além da postura mais conservadora do Banco Central com relação à Selic, iniciamos o mês bem mais preocupados com a evolução do cenário político e, sobretudo, com a perspectiva de deterioração significativa da trajetória fiscal.

O portfólio do fundo ao longo de abril, visto de maneira agregada, foi majoritariamente composto por 3 posições: (1) comprado em dólar (vendido em real) e aplicado em juros nominais na parte intermediária da curva; (2) comprado em S&P e Nasdaq; e (3) comprado em uma carteira de ações na bolsa local (sobretudo de empresas exportadoras) e vendido no Ibovespa, com risco direcional ligeiramente comprado.

Entre as 4 estratégias principais que compõem o risco do fundo, renda variável (RV) foi a principal contribuição positiva no mês, com +91 bps. Desse resultado, a maior parte foi decorrente das posições compradas em S&P 500 e Nasdaq. A segunda maior contribuição positiva veio da estratégia de moedas (+30 bps), sobretudo pela posição comprada em dólar contra o real. O livro de Valor Relativo também gerou uma boa contribuição positiva no mês, com +27 bps.

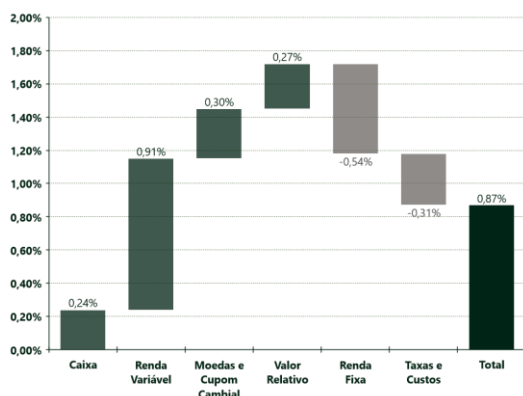
CARTA DO GESTOR Nº 7 – ABRIL DE 2020

Já as posições de renda fixa (nominal e inflação) registram perdas de -57 bps em abril.

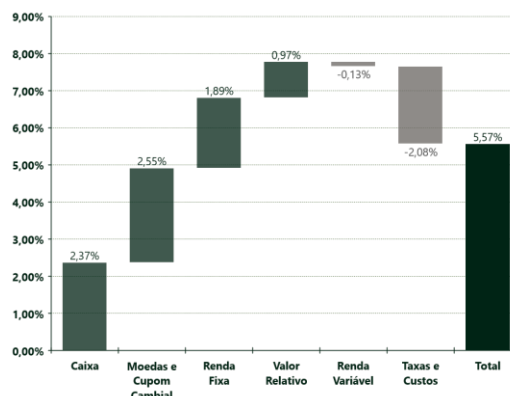
Resultados do Fundo por Estratégia

	Abr-20	Início
Renda Fixa	-0,54%	1,89%
Renda Variável	0,91%	-0,13%
Moedas e Cupom Cambial	0,30%	2,55%
Valor Relativo	0,27%	0,97%
Total de Valor Adicionado	0,94%	5,28%
Caixa	0,24%	2,37%
Taxas e Custos	-0,31%	-2,08%
ACE Capital FIC FIM	0,87%	5,57%

Atribuição - Abr-20



Atribuição - Início



O fundo tem trabalhado com um portfólio bastante balanceado, em razão da diversificação entre gestores e entre estratégias. Nestes momentos mais turbulentos e mais voláteis, a carteira segue com posições menores, porém temos focado muito a discussão na eficiência do portfólio, ou seja, na qualidade do risco alocado, sempre buscando consistência e recorrência de resultados.

CARTA DO GESTOR Nº 7 – ABRIL DE 2020

2- Cenário

Internacional

Ao longo do mês de abril, (i) os governos intensificaram as doses de estímulos fiscal e monetário e (ii) a discussão da pandemia migrou de intensificação das medidas de isolamento social para estimativas de uma possível reabertura gradual das economias. Esses dois fatores explicam boa parte da recuperação que vimos nas principais bolsas globais.

Também vimos os primeiros impactos da pandemia sobre o “*hard data*” (dados de atividade econômica como produção industrial, vendas no varejo, PIB, etc), com forte contração do PIB do 1T20 na China, EUA e Europa. Talvez o dado mais marcante seja o de 30 milhões de novos pedidos de seguro desemprego nos EUA em apenas 6 semanas, consideravelmente maior que os 22,8 milhões de empregos criados entre o pior momento do mercado de trabalho após a crise financeira (fev/2010) e fev/2020.

Do lado monetário, os cortes de juros adicionais vieram dos países emergentes, que puderam ser mais agressivos após a relativa estabilização de suas moedas ao longo de abril. Esperamos que este movimento de relaxamento monetário tenha continuidade, principalmente naquelas economias nas quais o juro real ainda está alto. O elevado nível de ociosidade e as quedas recentes do petróleo são duas grandes forças desinflacionárias para todos os países. Nossa principal interpretação dos impactos econômicos do Covid-19 segue intacta: trata-se de um grande choque de demanda, com consequências recessivas e desinflacionárias.

A partir da segunda quinzena do mês, alguns países europeus começaram a liberar a reabertura de parte do comércio e será importante monitorar se ocorrerão novos surtos da doença. Os dados chineses não mostraram alta das infecções após a reabertura da economia, mas estes são tratados com grande ceticismo pelo resto do mundo. O que estamos observando nos dados de alta frequência da China é que a recuperação deve ser gradual, e a maneira cuidadosa com que os europeus estão conduzindo sua reabertura indica que

CARTA DO GESTOR Nº 7 – ABRIL DE 2020

lá também não veremos a atividade retomando com vigor em um primeiro momento.

Olhando à frente, seguimos trabalhando com o mesmo cenário do mês anterior: melhor desempenho relativo dos ativos americanos, em função da magnitude dos estímulos dados nos EUA (monetário e fiscal). Dito isso, ainda resta muita incerteza em relação à reativação das economias, principalmente no que diz respeito ao comportamento da doença, uma vez que as pessoas comecem a sair de suas casas e qual será a resposta das autoridades se tivermos uma nova onda de infecções.

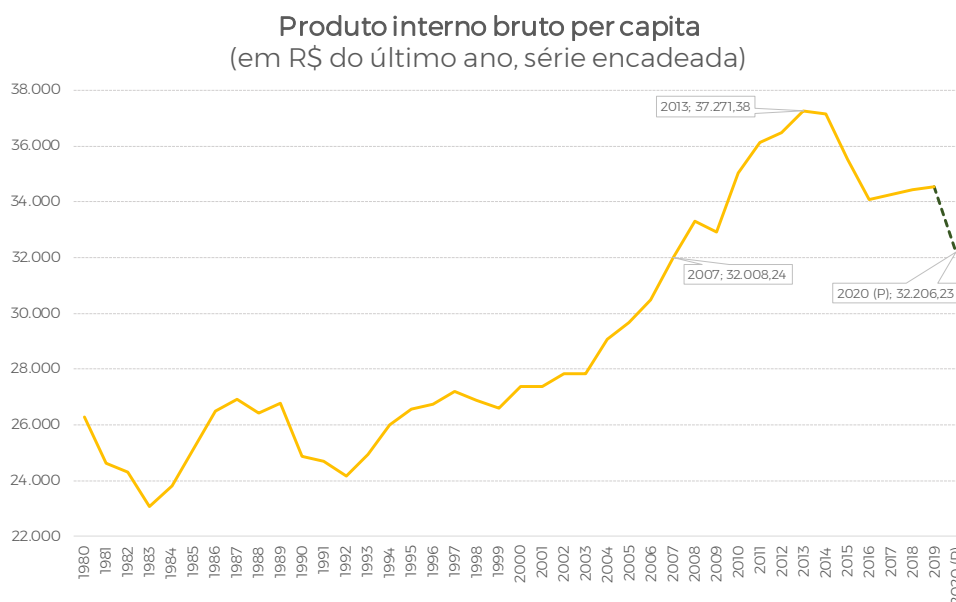
Brasil

Crise dentro da crise. O Brasil talvez seja o único lugar do mundo que foi capaz de criar, neste momento, “uma crise dentro da crise”. Se não bastassem todos os problemas e desafios da pandemia, geramos uma crise política na qual todos os poderes estão em algum tipo de conflito. Não há liderança do poder executivo, que continua operando de maneira extremamente atabalhoada (exceção feita à equipe econômica); o Congresso, aproveitando-se da desordem, se comporta de maneira oportunista nas questões fiscais; o STF segue com o seu “ativismo judicial”, isso de acordo com seu próprio presidente, Dias Toffoli (segundo veiculado pela imprensa); e os Governadores dos principais Estados fazem uso político explícito da pandemia, já mirando as eleições de 2022. Tudo isso apimentado pela saída do agora ex-ministro Sergio Moro, que acusou o presidente de interferência na Polícia Federal. Em resumo, esse não parece ser um ambiente auspicioso para a continuidade das reformas.

A mais perda das décadas. Tem ficado um pouco mais clara a magnitude das consequências econômicas das medidas de combate a pandemia - isolamento social e gastos emergenciais. Temos vivenciado sucessivas revisões negativas do cenário macroeconômico, com PIB e inflação sendo revisados para baixo (seguindo a lógica de choque de demanda, com consequências recessivas e desinflacionárias) e o déficit primário sendo revisado para cima.

CARTA DO GESTOR Nº 7 – ABRIL DE 2020

Atualmente, projetamos contração de 6% para o PIB de 2020 e um crescimento próximo a 3% no ano que vem. Como esses números denotam, acreditamos em uma recuperação bastante lenta do nível de atividade doméstica. A melhor maneira de entendermos a dimensão dessa contração projetada para 2020 é por meio do nosso PIB per capita: confirmada essa queda bastante acentuada do nosso PIB em 2020, isso nos levará ao que temos chamado de “a mais perdida das décadas” (ref. 2 - entrevista para matéria divulgada no jornal O Globo). Em nível, o nosso PIB per capita deverá encerrar 2020 no mesmo patamar de 2007 (ver gráfico abaixo).



Fontes: IBGE e BCB. Elaboração: ACE Capital.

Desemprego para o alto e avante. Apesar das medidas de combate à crise e o nível de estímulo monetário já em curso, na nossa visão, o dano causado pela quarentena sobre a economia doméstica será grande e de lenta reversão. Em especial, o mercado de trabalho deve sofrer um grande baque, com a taxa de desemprego subindo para algo entre 15 e 20% nos próximos meses.

Perspectivas fiscais de “cabeça para baixo”. Em relação aos números fiscais, nosso otimismo expresso com a trajetória futura da dívida/PIB em nossa carta de outubro/19, virou de cabeça para baixo. Ao longo do mês novas medidas de combate à epidemia com impacto fiscal foram sendo adotadas. Atualmente projetamos um déficit primário na casa de 9% do PIB em 2020

CARTA DO GESTOR Nº 7 – ABRIL DE 2020

com a dívida bruta sobre o PIB ultrapassando a casa de 90%. Porém, acreditamos que atualmente o risco é que esse número seja pior. Consideramos, em nossas contas, que as medidas adotadas sejam encerradas nos prazos previstos. Entretanto, há a possibilidade que o governo opte por fazer o *phase out* de algumas delas (em especial as medidas de apoio aos trabalhadores, como o “*coronavoucher*”), estendendo o prazo da concessão de alguns benefícios por mais alguns meses. De todo modo, continua sendo nossa visão que os gastos e auxílios concedidos para combater o impacto imediato da crise são menos preocupantes, desde que permaneçam restritos ao ano de 2020. A partir de 2021, nossa visão é que seria fundamental que o teto dos gastos voltasse a ser cumprido de maneira integral, de modo a preservar a solvência fiscal do país no médio e no longo prazo. Entretanto, a cada semana que passa esse cenário parece ficar menos provável, com as pressões políticas em prol de um afrouxamento fiscal mais forte e mais permanente crescendo dentro do congresso e até em alguns setores do governo.

Não tem inflação. Projetamos taxa de inflação medida pela IPCA de 1,90% em 2020 e 3% em 2021. Vale ressaltar que, além do patamar bastante confortável, a inflação subjacente seguirá com qualidade muito boa, com os núcleos de inflação de serviços e industrial bem comportados e em nível baixo. Com a forte recessão projetada para esse ano e a volta gradual da atividade ao longo do ano que vem, o hiato do produto deverá permanecer aberto por bastante tempo, garantindo o ambiente de inflação baixa no horizonte relevante.

Selic tem que cair mais – não resolve, mas ajuda, e o cenário permite. O cenário de inflação muito baixa e contração grande do PIB esse ano seguida de uma recuperação gradual no ano que vem nos leva a crer que há espaço para cortes adicionais da Selic nos próximos meses, em direção a ~2,0%. Entretanto, o receio já exposto pelo Banco Central em relação à efetividade de cortes adicionais da Selic, o comportamento negativo recente das variáveis financeiras as quais ele dá importância, em especial a taxa de câmbio e a parte longa da curva de juros, e o cenário de deterioração fiscal devem levar a autoridade monetária a manter o ritmo de cortes em 50 bps.

O Brasil tem que ficar mais barato em dólares. Juros historicamente baixos, ambiente político conturbado, perspectiva de recuperação mais lenta da

CARTA DO GESTOR Nº 7 – ABRIL DE 2020

atividade (pior diferencial de crescimento com o resto do mundo) nos levam a crer que teremos uma taxa de câmbio ainda mais depreciada (ref. 3).

Conclusão. Cenário local mudou muito e temos que trabalhar diante dessa nova realidade.

3- Posicionamento

Na última carta, havíamos dito que o gestor de recursos estava sob um grande dilema: o que iria prevalecer sobre os preços dos ativos? Os efeitos econômicos do isolamento, que levaram a maior “parada brusca” da economia global já registrada desde a crise de 1929; OU os estímulos econômicos (monetário e fiscal) sem precedentes? Em abril, prevaleceu o segundo, ajudado por notícias de tentativas de redução do isolamento nas próximas semanas nos países desenvolvidos. Esse primeiro movimento de recuperação/descompressão das bolsas foi mais generalizado, porém, para frente, nossa visão é que haverá maior diferenciação entre ativos e regiões.

De maneira bastante resumida, o portfólio do fundo hoje, visto de maneira agregada, é composto por: (i) posição comprada em dólar (contra o real e o euro); (ii) comprado em bolsas norte-americanas (S&P e Nasdaq); (iii) posição *long&short* na bolsa local (carteira de empresas mais defensivas e exportadoras contra o índice); (iv) aplicado em juros. A seguir, detalhamos o posicionamento dentro das nossas 4 estratégias principais.

Renda Fixa. Tem havido um importante fechamento de juros globais. Mais recentemente, há um movimento quase sincronizado de fechamento de juros nos países emergentes. No cenário doméstico, seguimos o processo de revisões significativas para baixo de PIB e de inflação. Por isso, temos posição aplicada na parte intermediária da curva de juros local, mas com tamanho ajustado a elevada volatilidade recente desse mercado.

Renda Variável. O fundo carrega duas posições principais. Uma posição direcional comprada em S&P 500 e no Nasdaq. Seguimos acreditando que a magnitude das respostas do governo norte-americano do ponto de vista monetário e fiscal tem sido estrondosa e a economia dos EUA é a mais bem preparada para retomar a normalidade quando for possível. Ademais, estamos

CARTA DO GESTOR Nº 7 – ABRIL DE 2020

bem mais preocupados com o tamanho das cicatrizes que a crise vai deixar na economia brasileira. A segunda estratégia dentro de renda variável é um *long&short* no mercado local, ou seja, temos uma posição comprada em uma carteira de ações (composta por empresas exportadoras e papéis de empresas que vemos valor) e vendida no índice.

Moedas. Temos mantido uma posição comprada em dólar, sobretudo contra o real, mas também contra o euro. Além das questões idiossincráticas que expressamos em nosso cenário, há razões para acreditarmos e um cenário de manutenção de um dólar global mais forte.

Valor Relativo. A estratégia de valor relativo está comprada em bolsa americana e bolsas asiáticas, aplicado em juros nos EUA e no Brasil e vendido em Real e Ibovespa. O objetivo desse portfólio é expressar uma visão mais construtiva com EUA e Ásia e pessimista com o cenário local. As posições em renda fixa se encaixam no equilíbrio do portfólio e ajudam a contrapor o otimismo das posições compradas em bolsas mesmo num cenário contracionista e desinflacionário. Esse portfólio tende a se beneficiar em um ambiente de alta liquidez e sem riscos inflacionários e/ou também numa diferenciação negativa dos ativos brasileiros frente aos seus pares emergentes.

Referências

Ref. 1- <https://oglobo.globo.com/economia/decada-perdida-pandemia-fara-brasil-ter-pior-desempenho-em-120-anos-com-ameaca-ao-futuro-dos-jovens-24408351>

Ref. 2- <https://www.seudinheiro.com/2020/bolsa-dolar/comprada-em-dolar-ace-capital-ve-impeachment-como-melhor-cenario-para-o-pais/>

CARTA DO GESTOR Nº 7 – ABRIL DE 2020

Fundo: ACE Capital FIC FIM

Objetivo: o fundo tem como objetivo, mediante a aplicação preponderante em cotas do Fundo Master, atingir rentabilidade acima do CDI, buscando oportunidades em taxas de juros, moedas, renda variável e derivativos diversos, tanto no mercado local quanto internacional, observada a política de investimento do Fundo.

Características:

- Tipo Anbima: Multimercados Livre
- Data de Início: 30/09/2019
- Público Alvo: Investidores em Geral
- Taxa de Administração: 2% a.a. com o Fundo Master (máx. de 2,20% a.a.)
- Taxa de Performance: 20% sobre o que exceder o CDI
- Mínimo para aplicação Inicial*: R\$ 10 mil
- Mínimo para Aplicação Adicional e Resgate: R\$ 5 mil
- Saldo Mínimo: R\$ 10 mil
- Cotização de Aplicações: D+0
- Cotização de Resgate: D+30, com liquidação no dia útil seguinte
- Classificação Tributária: Longo Prazo
- Administrador: Intrag DTVM
- Custodiante: Itaú Unibanco
- Auditor: PWC

* Valores podem ser diferentes, caso a aplicação não seja realizada por conta e ordem.



As informações contidas nessa apresentação têm caráter meramente informativo e estão sujeitas a mudança sem qualquer tipo de notificação prévia. Este documento não constitui uma oferta de serviço pela ACE Capital e é para uso exclusivo de seu destinatário, não devendo ser utilizado para quaisquer outros fins. A ACE Capital utiliza informações de fontes que acredita serem confiáveis, mas não se responsabiliza pela exatidão de quaisquer das informações assim obtidas e utilizadas neste documento, as quais não foram independentemente verificadas. Além disso, as informações e expectativas sob o cenário da economia brasileira e global foram analisadas até a data de envio deste material, sendo que eventuais fatores econômicos futuros podem não ter sido previstos e, consequentemente, considerados para esta análise fornecida pela ACE Capital. Fundos de investimento que utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimentos podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo, caso o fundo de investimento adote estratégia com derivativos para fins de alavancagem. As informações constantes nesta apresentação estão em consonância com os Regulamentos, Formulários de Referência, se houver, Lâmina de Informações Essenciais, se houver, porém não os substituem. Para avaliação da performance de quaisquer fundos de investimentos, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses. Os fundos de investimento multimercados com renda variável e os fundos de investimento em ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de investimento não contam com garantia da ACE Capital, do administrador, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos (FGC). Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do Regulamento, de eventual Lâmina de Informações Essenciais, se houver, e do Formulário de Informações Complementares, se houver, dos fundos de investimento em que deseja aplicar. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Este documento não constitui uma opinião ou recomendação, legal ou de qualquer outra natureza, por parte da ACE Capital, e não leva em consideração a situação particular de qualquer investidor. A utilização das informações aqui contidas se dará exclusivamente por conta e risco de seu usuário. Antes de tomar qualquer decisão acerca de seus investimentos, a ACE Capital recomenda ao interessado que consulte seu próprio consultor legal.