

CARTA DO GESTOR Nº 5 – FEVEREIRO DE 2020

Caros(as) investidores(as),

Nesta carta, abordaremos nossa visão de cenário internacional e local, tentando explicar nossa opinião sobre os efeitos e consequências do coronavírus (Covid-19). Como de costume, falaremos ao final sobre o posicionamento do nosso fundo ACE Capital FIC FIM (por meio do ACE Capital Master FIM) ao longo de fevereiro e como o portfólio do fundo está construído neste início de março.

1- Cenário

Internacional

O ano de 2020 começou com a perspectiva de recuperação da atividade econômica global em função dos estímulos monetários providos pelos Bancos Centrais ao redor do mundo e pela diminuição da incerteza em relação à guerra comercial após a assinatura da “Fase 1” entre EUA e China.

Este cenário sofreu o primeiro abalo com o aparecimento da epidemia do coronavírus (Covid-19) na China durante a segunda metade de janeiro, que vamos chamar de “estágio 1”. Para tentar conter a epidemia, o governo chinês estendeu o feriado do Ano Novo Lunar e adiou ainda mais a reabertura de empresas consideradas “não-essenciais”, principalmente na província de Hubei, epicentro da epidemia. Inicialmente, esperava-se que tais medidas teriam impacto concentrado na atividade do primeiro trimestre da China, com repercussões apenas moderadas sobre o resto do mundo. Neste cenário, veríamos alguma destruição de PIB no 1T20, mas uma rápida retomada nos trimestres subsequentes, voltando à tendência de crescimento anterior.

Entretanto, a partir do dia 20 de fevereiro entramos no que vamos chamar de “estágio 2”, quando mais casos começaram a aparecer fora da China – inicialmente na Coreia do Sul e, posteriormente, na Itália, se espalhando pelo resto da Europa. Neste novo estágio da epidemia o potencial impacto negativo sobre a economia global é muito maior, principalmente se os países

CARTA DO GESTOR Nº 5 – FEVEREIRO DE 2020

ocidentais tiverem que tomar as mesmas medidas extremas que foram tomadas na China para conter o vírus, quarentenas e paralisação de atividades “não-essenciais”. Além do impacto direto sobre o setor de serviços (menos viagens, idas a restaurantes, cinemas etc.), mesmo as regiões ainda não afetadas pelo vírus podem sofrer por meio da interrupção das cadeias de produção.

Adicionalmente, a piora dos ativos financeiros gerou um aperto significativo das condições financeiras, o que terá impacto sobre os dados de atividade. Apenas para ilustrar, entre 20/fev e o final do mês, a queda de valor de mercado das bolsas globais foi superior a US\$ 8 trilhões. A incerteza sobre o real impacto da epidemia e a queda das bolsas também impactam a confiança dos agentes econômicos, gerando mais um efeito contracionista sobre a atividade.

Ainda não se pode dizer onde será o “fundo do poço”, mas esperamos que tanto a política monetária quanto a fiscal sejam utilizadas pelos países que possuem espaço para tentar amenizar os efeitos deste choque exógeno sobre o crescimento global – os sinais recentes foram bem fortes nessa direção. No dia 28/fev o Banco Central americano já indicou ao menos um corte de 25bp na reunião do dia 18/mar, com grande chance de uma atuação mais agressiva (até mesmo um corte em reunião extraordinária não é descartável). O banco central chinês também já está atuando, tendo cortado já em fevereiro. O mercado já precifica cortes na Austrália e Canadá em suas próximas reuniões, ambas na primeira semana de março. Em resumo, um novo ciclo de afrouxamento monetário liderado pelas economias desenvolvidas terá início e deverá ser seguido por algumas economias emergentes.

Do lado fiscal, seria muito positivo um estímulo da Alemanha. É o país que mais tem espaço fiscal e já vinha mostrando dados de atividade muito fracos mesmo antes do impacto negativo do coronavírus. E esses dados ruins de atividade na Alemanha devem se agravar diante o avanço do Covid-19 na Europa e possíveis problemas de cadeia de produção por conta das paralisações na China.

Em meio a tantas incertezas, uma das poucas coisas que nos parece clara é que o nível de liquidez global nos próximos meses será maior do que hoje.



CARTA DO GESTOR Nº 5 – FEVEREIRO DE 2020

Brasil

Apesar do nosso cenário construtivo para a economia Brasileira, temos grande convicção de que a nossa maior vulnerabilidade no momento é o ritmo muito lento da recuperação do crescimento econômico. E isso já era válido antes do acirramento das preocupações dos impactos do Covid-19, ou seja, mesmo em um cenário internacional menos conturbado do que o atual.

De maneira muito simples, nosso principal diagnóstico é que a rápida e intensa saída do setor público em todas as suas esferas (Governo Central, parafiscal, Estados e Municípios) diante do colapso das finanças públicas, deixou um vácuo de demanda, que tem sido ocupada pelo setor privado, porém de maneira lenta e aquém do necessário para uma redução mais rápida da elevada ociosidade existente, sobretudo no mercado de trabalho.

Em janeiro, havíamos feito uma revisão para baixo da nossa projeção de PIB 2020 de 2,4% para 2,1%, apenas incorporando indicadores domésticos piores do que o esperado, sobretudo, mas não somente, os relacionados à atividade industrial (nada relacionado ao coronavírus). Mas à exceção da evolução do consumo das famílias, todos os outros componentes do PIB pela ótica da demanda estão muito fracos (investimento, governo e setor externo). Ainda é cedo para quantificar de maneira precisa o real impacto do Covid-19 sobre a atividade local, mas é seguro afirmar que nosso número para o crescimento do PIB de 2020 possui um claro viés de baixa.

Adicionalmente, avaliávamos (e seguimos com a mesma opinião) que o cenário de inflação continuaria muito benigno, em razão da elevada ociosidade existente na economia brasileira. Os dois últimos IPCAs divulgados mostram uma intensa desaceleração de todas as medidas de inflação subjacentes (difusão, serviços e núcleos), com as medidas de núcleos rodando abaixo de 3,0%.

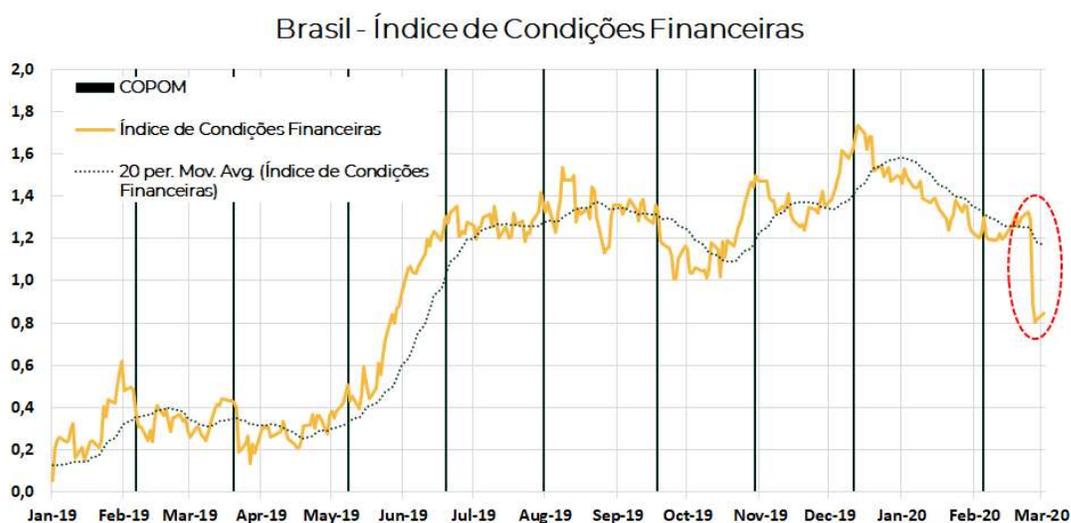
Destacamos na carta de janeiro que tínhamos uma opinião diferente do BCB com relação ao balanço de riscos para inflação nos próximos trimestres – avaliávamos que os riscos eram assimétricos para um cenário alternativo de recuperação mais lenta e inflação abaixo da meta para 2021, e não o contrário. Essa era nossa avaliação ainda antes do recrudescimento do Covid-19 e acreditamos que os novos desenvolvimentos só vieram se somar às nossas

CARTA DO GESTOR Nº 5 – FEVEREIRO DE 2020

preocupações, de modo que temos ainda mais convicção de que os riscos apontam de maneira bastante intensa para um cenário de menos crescimento e menos inflação.

Pensamos no efeito do coronavírus sobre o cenário doméstico com base em 4 canais principais de transmissão.

Primeiro, e mais importante, é a piora significativa das condições financeiras locais (ver gráfico abaixo). Nosso indicador de condições financeiras, que guarda uma importante correlação com o PIB, tem mostrado uma rápida deterioração, voltando para níveis observados em maio e junho de 2019.



Nota. Quanto maior o indicador, mais frouxas as condições financeiras e, portanto, mais estimulativas. Elaboração: ACE Capital.

Segundo, o aumento da incerteza, com possível diminuição da confiança dos agentes, postergando decisões de consumo e, sobretudo, investimentos.

Terceiro, redução da demanda externa (que já era fraca), como consequência de uma atividade global ainda mais fraca na primeira metade do ano.

Quarto, é o efeito da interrupção da “cadeia de suprimento global” em razão da paralização de parte da atividade manufatureira na China. Ou seja, é a possibilidade de faltar peças e componentes para a produção local de bens. Já há notícias de falta de peças para a indústria automobilística e de componentes para eletroeletrônicos. Embora seja um efeito transitório, pode impactar de maneira significativa a atividade de curto prazo.

CARTA DO GESTOR Nº 5 – FEVEREIRO DE 2020

Apesar de algum risco de aumentos pontuais de preço de bens relacionados a interrupção de suprimento de peças e componentes, acreditamos que a combinação dos 3 outros efeitos são bem mais significativos e com uma tendência desinflacionaria no médio prazo.

Em resumo, encaramos as consequências econômicas do Covid-19 como sendo negativas para a recuperação da atividade, que já vinha decepcionando, e com resultados desinflacionários.

Com relação a resposta das autoridades econômicas locais, acreditamos que o principal a ser evitado é uma desorganização das expectativas dos agentes econômicos, na linha de evitar deterioração adicional da confiança, além de tentar atenuar o aperto em curso das condições financeiras.

Na nossa opinião, isso exigiria um esforço maior de estabilização da taxa de câmbio e a continuidade do ciclo de afrouxamento monetário. E, é claro, nesse ambiente ainda mais desafiador, torna-se ainda mais urgente acelerar a agenda de reformas. Marco do saneamento, PEC emergencial, reforma tributária, independência do BC, privatização da Eletrobras são pautas bastante necessárias e factíveis para 2020.

2- Posicionamento

O portfólio do fundo ao longo de fevereiro permaneceu comprado em bolsa local (seguindo a mesma estratégia dos meses anteriores de maior exposição às ações de empresas locais), comprado em dólar (vendido no real) como proteção, e com uma posição adicional aplicada em juros locais (sobretudo nominal), conforme os dados de atividade decepcionaram e os de inflação apontaram para uma desaceleração significativa do IPCA em 2020. O fundo também operou de maneira mais ativa ao longo do mês no mercado de cupom cambial, com posições aplicadas, concentradas na parte curta da curva.

Em ativos globais, o fundo ficou comprado em S&P 500 (bolsa americana) e aplicado na US Treasury de 10 anos (posição do livro de “valor relativo”).

CARTA DO GESTOR Nº 5 – FEVEREIRO DE 2020

O portfólio do fundo funcionou de maneira muito eficiente até sexta-feira (21/fev), véspera do nosso feriado de Carnaval. Mas quando ficou mais evidente o aumento de casos de Covid-19 fora da China (o que chamamos de “estágio 2”), houve uma reação muito forte das bolsas globais a partir de segunda-feira, dia 24/fev, com uma sequência de quedas bruscas, com destaque para o principal índice da bolsa norte-americana, o S&P 500 (essa queda observada de 12,76% do S&P em apenas 7 dias foi uma das mais rápidas da história). E em decorrência do feriado do Carnaval, os mercados locais ficaram fechados nos dias 24 e 25, só reabrindo às 13:00 do dia 26. Ou seja, a reação dos ativos locais na quarta-feira de cinzas foi o equivalente ao efeito cumulativo de 3 dias muito ruins lá fora.

Ativo	Jan-20	Feb-20	Varição
MSCI Brazil	2.193	1.899	-13,4%
MSCI EM	1.062	1.006	-5,3%
MSCI World	2.342	2.141	-8,6%
S&P 500	3.226	2.954	-8,4%
Ibovespa	113.761	104.172	-8,4%
DXY	97,4	98,1	0,8%
MSCI EM Currencies	1.647	1.622	1,5%
USDBRL	4,28	4,47	4,4%
DI Jan 21	4,38	4,10	-0,28
DI Jan 23	5,52	5,24	-0,28
DI Jan 25	6,21	6,14	-0,07
DI Jan 27	6,60	6,63	0,03
US Treasury 2y	1,31	0,91	-0,40
US Treasury 10y	1,51	1,15	-0,36
NTNB-45	3,56	3,58	0,02

Fonte: Bloomberg. Elaboração: ACE Capital.

Acreditamos que antes de sermos gestores de portfólios, somos, primordialmente, gestores de risco. Portanto, na quarta-feira de cinzas reduzimos, na medida do possível, nossas posições compradas em ações, de modo a enquadrar nosso risco perante a nova realidade de volatilidade dos mercados. Também zeramos a posição de valor relativo comprada no S&P e aplicada na US Treasury 10 anos. É o que chamamos de “baixar a vela” de modo a nos permitir seguir navegando por essas águas bem mais turbulentas. Trabalhamos no sentido de reequilibrar o risco do fundo.

CARTA DO GESTOR Nº 5 – FEVEREIRO DE 2020

Qual é a nossa avaliação prospectiva?

1- PIB Global deve entrar em uma espécie de “recessão técnica” no 1T e 2T desse ano.

2- Mercado está encarando (corretamente) que o efeito líquido do choque do coronavírus será uma queda significativa de demanda, sobretudo por serviços, a despeito das interrupções na cadeia de suprimento global (oferta).

3- Os principais bancos centrais do mundo desenvolvido, liderados pelo FED, o banco central norte-americano, já se manifestaram em direção a mais expansão monetária como forma de atenuar os efeitos do Covid-19 sobre a atividade econômica. O PBOC, banco central chinês, já adotou várias medidas de estímulo. Será iniciado um novo (e amplo) ciclo de expansão de liquidez em escala global.

4- É bastante provável que os países com espaço para expansão fiscal farão alguma ação em breve. Alemanha é o principal país a ser monitorado.

5- A resultante sobre moedas é mais difícil de prever. Desde o recrudescimento da crise, o USD se enfraqueceu com relação as moedas desenvolvidas. A depender da intensidade de atuação do FED, é possível que as moedas de países emergentes também fiquem menos pressionadas, a despeito do aumento da aversão ao risco. Temos discutido internamente sobre a possibilidade de interrupção do USD forte de maneira mais ampla.

6- Diante da forte queda das bolsas nos últimos dias de fevereiro, várias ações parecem baratas, mas devem ser ativos bem voláteis até termos uma ideia mais clara do estrago sobre atividade econômica. O mercado vai ficar sem bússola por algum tempo, com os indicadores de atividade e resultados de empresas bastante comprometidos.

7- Nesse cenário, o mercado de tendência parece ser o de juros, como já vem ocorrendo com os juros dos países desenvolvidos. É possível que a próxima etapa seja o fechamento de juros nos países emergentes, se de fato o USD parar de se fortalecer e ficar mais de lado.

8- A pressão do mercado sobre o Banco Central do Brasil continuará aumentando. A curva de juros local já embute chance bastante significativa de corte da Selic na reunião de 18/março. Na nossa opinião, a estratégia ótima de resposta do BCB à crise deveria ser a combinação de (i) uma atuação mais

CARTA DO GESTOR Nº 5 – FEVEREIRO DE 2020

incisiva e contundente para “estabilizar” o BRL, usufruindo do benefício de ter disponível aproximadamente US\$ 330 bilhões de reservas líquidas; e (ii) seguir cortando a Selic.

Posicionamento atual. O fundo está com posições um pouco menores e mais simples/líquidas. A ideia é ter um portfólio mais simplificado de modo a ter agilidade para encarar esse período de maior volatilidade, ficando de olho nas oportunidades que estão surgindo.

Seguimos comprados em ações locais, mas com uma posição maior em índice e menor em papéis/ações (mantivemos os papéis que temos mais convicção no médio prazo). Por preço e acreditando na resposta coordenada das autoridades, adicionamos uma pequena posição direcional comprada no S&P.

Estamos aplicados em juros locais (nominal e real), acreditando que o mais provável é a continuidade da queda da Selic.

Temos trabalhado de maneira bastante tática no câmbio. Avaliamos que o BC continuará intervindo caso o BRL se deprecie.

Há uma perspectiva pior e mais incerta para a atividade global, mas diferentemente de episódios anteriores em que houve uma queda tão brusca das bolsas globais, não há um problema com o sistema financeiro. Isso atenua muito a duração e extensão da atual crise.

CARTA DO GESTOR Nº 5 – FEVEREIRO 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\$ 10/20 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

* R\$ 10 mil para distribuição por conta e ordem e R\$ 20 mil para os demais casos.



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.