

CARTA DO GESTOR Nº 6 – MARÇO DE 2020

Caros(as) investidores(as),

O nosso fundo ACE Capital FIC FIM completou 6 meses de existência no dia 31/mar, o que nos permite, de hoje em diante, divulgar e comentar nossos resultados. Embora o fundo seja relativamente novo, ressaltamos que a nossa equipe de gestão foi formada na mesa proprietária da tesouraria de um dos maiores bancos no Brasil e trabalha junto há muitos anos, com bastante sintonia, entrosamento e com um processo de investimento bastante testado em diversas condições de mercado.

Nesta “edição especial” de nossa carta mensal, faremos uma retrospectiva desses 6 meses iniciais, comentando os principais resultados do fundo nas várias estratégias em que atuamos, a nossa gestão de risco e a evolução do posicionamento do fundo no período. Na sequência, falaremos, como de costume, sobre nossa visão de cenário macro e sobre como o portfólio do fundo está construído neste início de abril.

Aos leitores que já são nossos investidores e parceiros, gostaríamos de agradecê-los pelo apoio e pela confiança no início deste projeto. Aos que ainda não são, nos colocamos à disposição para apresentarmos nossa empresa, equipe, cultura e método de gestão.

1- Atribuição de performance, gestão de risco e posicionamento

A performance do fundo em março foi de +1,69% (496% do CDI) e +4,66% desde o início (205% do CDI).

No mês, as principais contribuições vieram da estratégia de renda fixa (183 bps), com posições aplicadas no pré curto, e da estratégia de moedas, com a posição comprada em dólar (96 bps). O livro de valor relativo deu uma contribuição ligeiramente positiva. Houve uma perda com a estratégia de renda variável (-104 bps), mas bastante controlada diante do cenário fortemente adverso observado no mês.

A estratégia que mais contribuiu para o resultado acumulado do fundo nesses 6 meses iniciais foi a de renda fixa, com 244 bps, com destaque para os meses de outubro, fevereiro e março. Na sequência, a estratégia de

CARTA DO GESTOR Nº 6 – MARÇO DE 2020

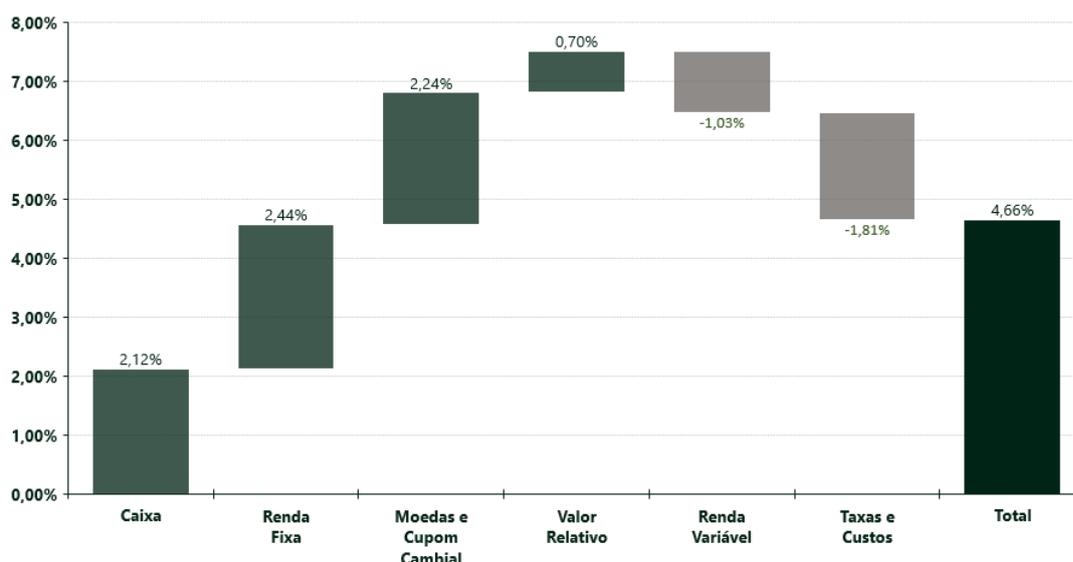
moedas e cupom cambial também foi bastante relevante, com 224 bps de performance no período. Esta foi a única estratégia com contribuição positiva em todos os meses.

O livro de valor relativo também mostrou uma boa recorrência de resultados nesse período, contribuindo com 70 bps. Essa estratégia é bem importante no portfólio, pois é bastante desconhecida dos demais livros. Por fim, renda variável contribuiu negativamente com 103 bps nesse período – consideramos o resultado bem comedido diante de uma das maiores e mais rápidas quedas das bolsas globais da história.

Resultados do Fundo por Estratégia

	Out-19	Nov-19	Dez-19	Jan-20	Fev-20	Mar-20	Início
Renda Fixa	1,99%	-1,37%	-0,14%	-0,67%	0,76%	1,83%	2,44%
Renda Variável	0,50%	0,28%	1,25%	-0,52%	-1,45%	-1,04%	-1,03%
Moedas e Cupom Cambial	0,08%	0,37%	0,48%	0,11%	0,17%	0,96%	2,24%
Valor Relativo	0,14%	0,00%	0,02%	0,33%	0,15%	0,04%	0,70%
Total de Valor Adicionado	2,71%	-0,72%	1,61%	-0,75%	-0,37%	1,79%	4,35%
Caixa	0,51%	0,33%	0,38%	0,35%	0,22%	0,31%	2,12%
Taxas e Custos	-0,77%	-0,03%	-0,44%	-0,01%	-0,10%	-0,41%	-1,81%
ACE Capital FIC FIM	2,45%	-0,42%	1,55%	-0,41%	-0,25%	1,69%	4,66%

Resultados do Fundo – desde o início (30/set/2019)



CARTA DO GESTOR Nº 6 – MARÇO DE 2020

Enfrentamos um cenário bastante adverso nesses 6 meses iniciais e acreditamos que o cenário continuará bastante desafiador nos próximos meses. Mas ressaltamos que com uma gestão de risco diligente, um time entrosado e experiente, comungando a mesma cultura e método de gestão, com diversificação entre mercados e entre gestores, obtivemos resultados bastante consistentes com o mandato do fundo.

Gestão de risco. Em meio a tantas discussões sobre cenário e posicionamento do fundo, frequentemente acabamos por não abordar um tema diário, constante e primordial para a **ACE Capital** alcançar consistência no longo prazo: gestão ativa de risco. Nesse controle de risco, existem quatro pilares que sustentam a construção do portfólio: (i) dimensionamento das alocações, (ii) diversificação de investimentos, (iii) proteções (*hedge*), e (iv) mecanismos e regras compulsórias de limitação de perdas (*stop loss*).

Para o correto dimensionamento de cada alocação, é importante avaliar o regime de volatilidade e a liquidez de cada ativo e do mercado como um todo, considerando que os ativos ou ambientes com maior volatilidade demandam uma alocação reduzida para a correta adequação de risco.

A diversificação nos permite reduzir a volatilidade do portfólio como um todo sem comprometer a rentabilidade esperada para cada investimento, potencializando a relação de retorno ajustado ao risco. Na **ACE Capital**, a diversificação ocorre por meio da alocação em diversas classes de ativos e diferentes estratégias geridas por gestores independentes e complementares.

Adicionalmente, estamos sempre buscando proteções (*hedge*) para mitigar oscilações adversas as nossas teses centrais de investimento de maneira tal que os deslocamentos de preços causados por fatores exógenos sejam minimizados.

E, por fim, como não existe proteção contra “estar errado”, os mecanismos de *stop loss*, ao qual estão sujeitas todas as estratégias, existem para conter eventuais perdas dentro do limite pré-estabelecido.

Posicionamento retrospectivo. Podemos dividir a condução do portfólio do fundo nesses 6 meses iniciais em dois momentos: (1) do início do fundo em 30/set/2019 até 21/fev/2020 (sexta-feira, véspera de Carnaval); e (2) do pós-Carnaval até o presente (31/mar/20).

CARTA DO GESTOR Nº 6 – MARÇO DE 2020

No primeiro momento, até 21/fev, o portfólio central do fundo refletia uma visão bastante construtiva para o cenário global e, sobretudo, para o cenário local (recuperação econômica moderada, inflação baixa, juros baixos e continuidade da agenda de reformas). O fundo trabalhou, neste período, considerando as posições em que esteve preponderantemente alocado, comprado em ações mais ligadas à economia local, parcialmente travadas no índice; aplicado em juros locais, variando bastante entre os diversos instrumentos (nominal, real, opções) e *duration*; e comprado em dólar (vendido no real) como proteção, com exceção do mês de dezembro no qual trabalhamos vendido em dólar. O fundo também aproveitou algumas oportunidades no mercado de cupom cambial. Em ativos globais, a carteira ficou comprada em S&P 500 (bolsa americana) e aplicada na *US Treasury* de 10 anos (posição *core* do livro de “valor relativo”).

No segundo momento, após o Carnaval, quando ficou mais evidente o aumento de casos de Covid-19 fora da China (o que chamamos de “estágio 2”), iniciamos um processo de redução de risco, respeitando os itens (i) e (iv) da nossa gestão de risco explicitada anteriormente. Conforme nossa carta de fevereiro, logo na quarta-feira de cinzas reduzimos, na medida do possível, nossas posições compradas em ações, de modo a começar 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, por vários dias, com o objetivo de reequilibrar o risco do fundo, até zerarmos toda a exposição em ações quando percebemos que o mundo ocidental caminharia para uma estratégia de isolamento/quarentena, com consequências econômicas altamente recessivas e desinflacionárias. A partir daí, concentramos o risco da carteira em duas posições principais: (i) aplicada na parte curta da curva de juros local, acreditando que o ciclo de queda Selic teria de continuar; e (ii) aumentando a posição comprada em dólar (vendida em real). Próximo ao final do mês de março, sobretudo por preço e com algumas notícias mais favoráveis sobre a eficiência do tratamento, voltamos a adicionar algum risco direcional, pequeno e com cautela, em ações locais e *offshore*.

CARTA DO GESTOR Nº 6 – MARÇO DE 2020

2- Cenário

Internacional

Como citamos, interpretamos as consequências econômicas da restrição à mobilidade de pessoas (compulsória e/ou voluntária) em razão do Covid-19 como sendo altamente recessivas e desinflacionárias – a contração do PIB global em 2020 será bem mais severa do que o observado na crise de 2008-2009. Esse diagnóstico tem gerado forte reação dos governos e bancos centrais com o intuito de tentarem ao menos mitigar os impactos econômicos da pandemia – a magnitude dessas repostas tem sido sem precedentes.

Do lado monetário, de um conjunto de 29 bancos centrais que acompanhamos, 22 reduziram suas taxas de juros no mês, na média, em 75pb. Os EUA e o Canadá foram os que mais cortaram, ambos em 150pb. Para efeitos de comparação, durante a crise do *subprime*, o mês em que tivemos o maior número de BCs cortando foi em dez/08, com 19.

Adicionalmente, muitos BCs também embarcaram na compra de ativos financeiros para promover um alívio ainda maior das condições financeiras. Em apenas duas semanas, entre os dias 16 e 27 de março, o FED comprou pouco mais de US\$ 880bi de títulos do tesouro e títulos lastreados em hipotecas, mais do que em todo o QE2 (US\$ 600bi), que durou 8 meses, de nov/2010 a jun/2011.

O FED não é o único BC que irá às compras. Durante o mês, as autoridades monetárias dos seguintes países anunciaram algum tipo de compra de ativos ou ampliaram os programas já existentes: África do Sul, Austrália, Canadá, Chile, Colômbia, Filipinas, Índia, Indonésia, Israel, Japão, Nova Zelândia, Polônia, Reino Unido, Suécia, Tailândia e Zona do Euro.

No âmbito da política fiscal, as medidas já anunciadas equivalem a algo entre 3,5% e 4,0% do PIB global. Apesar do número agregado elevado, boa parte disso vem dos EUA, que anunciaram um pacote equivalente a aproximadamente 7,5% do PIB (se somado ao diferimento de impostos e à capitalização de um fundo que será utilizado pelo FED para a compra de

CARTA DO GESTOR Nº 6 – MARÇO DE 2020

títulos privados, o pacote chega a quase 10% do PIB). O tamanho do estímulo na economia americana é muito maior do que o da crise de 2008, quando atingiu pouco menos de 5% do PIB ao longo de três anos.

Dada a agressividade do estímulo na economia americana, tanto em magnitude quanto em velocidade, e o fato de que hoje, diferentemente de 2008, aparentemente não há um grande desequilíbrio estrutural na economia americana que precise ser “curado”, esperamos que ela apresente a recuperação mais intensa, uma vez que a fase mais aguda das restrições ao deslocamento e ao trabalho seja superada. Essa maior velocidade para retomar uma trajetória de crescimento positiva deve favorecer os ativos americanos no relativo.

Brasil

As consequências do Covid-19 sobre a economia brasileira também serão bastante severas. Atualmente, projetamos uma queda de 3% do PIB no ano de 2020, com o pior momento sendo o segundo trimestre do ano (com contração próxima a 5% QoQ sa), mas o viés é bastante assimétrico para uma contração ainda maior do PIB.

No que diz respeito à inflação, projetamos o IPCA de 2020 de 2%, com viés de baixa. As medidas de inflação subjacente (núcleos de serviços e industrial) já vinham bastante controladas antes dessa crise e acreditamos que o efeito final dela será bastante desinflacionário devido à brutal queda na demanda agregada doméstica e mundial. Vale ressaltar que algumas pressões pontuais e temporárias sobre a inflação podem ocorrer, mas nada que altere o cenário baixista nesse ano e no seguinte. Acreditamos que esse aumento brutal da ociosidade também levará a uma taxa de inflação abaixo da meta em 2021.

Neste ambiente de contração do PIB com inflação consideravelmente abaixo do centro da meta, acreditamos que há amplo espaço para um afrouxamento adicional de política monetária. Apesar do último corte promovido pelo Banco Central do Brasil, a magnitude e o discurso adotados foram excessivamente conservadores dada à urgência da situação e ao

CARTA DO GESTOR Nº 6 – MARÇO DE 2020

cenário que delineamos brevemente acima. Conforme divulgado pelo BCB em seu relatório de inflação na última quinta-feira, podemos perceber que a autoridade monetária trabalhava com projeções excessivamente otimistas para o PIB e conservadora para a inflação no momento da reunião. Com o passar do tempo, acreditamos que esse cenário será ajustado, o que levará a novos cortes da taxa de juros, levando a Selic para 2,0% - esses cortes podem ser até mais agressivos (e acontecer em reunião extraordinária).

Sobre as medidas fiscais sendo tomadas pelo Ministério da Economia, apesar de muitos ruídos, acreditamos que o têm sido bastante positivas. De acordo com o ministro da economia, um pacote próximo a R\$750 bilhões foi anunciado nos últimos dias (com possibilidade de medidas adicionais, caso necessário). As medidas são amplas e fornecem um bom colchão de proteção tanto para empresas quanto para as pessoas físicas, buscando proteger tanto a saúde financeira das primeiras quanto o emprego e a renda das segundas. Além disso, é importante notar, que todas medidas têm respeitado algo que julgamos fundamental: a garantia de que haja recursos suficientes para resguardar a economia neste ano, ao mesmo tempo sem gerar aumentos de gastos nos próximos anos, fato que colocaria em risco a sustentabilidade fiscal do país.

Por fim, vale destacar que estamos mais preocupados com o ambiente político diante do aumento das tensões entre o presidente, os demais poderes e os governos regionais. Há uma espécie de “carta branca” de mercado para a flexibilização do fiscal esse ano, desde que não haja (i) contratação de despesas permanentes e (ii) que siga viva a perspectiva de continuidade da agenda de reformas no segundo semestre para reequilibrar o fiscal no médio prazo.

3- Posicionamento prospectivo (portfólio do fundo nesse início de abril)

O grande dilema que o atual momento traz à gestão de recursos é como devemos nos posicionar diante dos efeitos ainda incertos do Covid-19 (Quanto tempo mais o isolamento e distanciamento social irão durar? Qual a real eficácia dos tratamentos? A crise atual de liquidez se tornará uma grande crise de crédito?) contrastado com os estímulos fiscais e monetários

CARTA DO GESTOR Nº 6 – MARÇO DE 2020

sem precedentes já em curso, sobretudo nos EUA. Somos receosos com o curto prazo, porém mais construtivos com o médio prazo.

O risco do fundo segue, portanto, adaptado a maior volatilidade dos ativos. A principal exposição da carteira está em posições aplicadas em juros nominais, bastante concentrada na parte curta (até o DI Jan 23). Apesar do fechamento das taxas observado nos últimos dias, seguimos acreditando que os preços continuam bastante atrativos. Voltamos a repetir: estamos diante de um grande choque de demanda, com efeitos recessivos e desinflacionários. Não só teremos inflação muito baixa esse ano como também, diante da perspectiva de forte aumento da ociosidade da economia em razão do aumento da taxa de desemprego, deveremos observar reduções expressivas das projeções de inflação em um horizonte mais longo, sobretudo em 2021. Portanto, entendemos que a realidade irá se impor e o BC terá de seguir cortando juros para 2,0% ou menos, possivelmente em uma reunião extraordinária, uma vez que acreditamos que a velocidade de deterioração da atividade será muito rápida.

Temos uma posição comprada em ações (local e *offshore*), mas com risco direcional ainda pequeno. Seguimos buscando adicionar posições em ações de empresas que julgamos que a queda de preços foi muito exagerada, mas parcialmente travadas no índice (estamos implementando algumas estratégias *long&short*).

O fundo continua comprado em USD (vendido em BRL), mas em um tamanho menor. A ideia é aproveitar qualquer melhora do câmbio (apreciação do real), caso aconteça, para voltar com a posição comprada em dólar em um tamanho mais relevante. Na estratégia de valor relativo, seguimos sem posição relevante.

Vemos dois riscos principais a serem monitorados. O primeiro é a possibilidade de um isolamento ainda mais prolongado levar a crise atual (de liquidez) para uma crise de crédito mais profunda, o que tornaria a recuperação muito mais lenta e ainda mais custosa. O segundo risco é a piora do ambiente político doméstico tornar inviável qualquer avanço adicional das reformas fiscais (ex: PEC Emergencial) e/ou permitir o surgimento de contratação de despesas permanentes (“pautas bombas”).

CARTA DO GESTOR Nº 6 – MARÇO DE 2020

Fundo: ACE Capital FIC FIM

Objetivo: O Fundo objetiva atingir rentabilidade acima do CDI, direcionando, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio em cotas do fundo ACE Capital Master FIM - CNPJ 34.687.549/0001-18 ("Fundo Master"), cuja política de investimento consiste em aplicar seus recursos em ativos financeiros de diferentes naturezas, riscos e características, sem o compromisso de concentração em nenhum ativo ou fator de risco em especial, observadas demais condições presentes em seus regulamentos.

Características:

- Tipo Anbima: Multimercado 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.