



INVESTIMENTOS

CARTA MENSAL

MARÇO 2020 – EDIÇÃO 031

DESTAQUES:

- Resumo
- Mercado
- Gestão



RESUMO

MULTIMERCADO	MÊS	ANO	12 MESES	24 MESES	36 MESES
AC2 All Investors	-15.31%	-14.61%	-9.65%	-6.98%	1.69%
AC2 All Markets	-57.72%	-60.77%	-56.58%	-56.68%	-46.5%
<i>Benchmark</i> (CDI)	0.34%	1.01%	5.45%	12.14%	21.56%

AÇÕES	MÊS	ANO	12 MESES	24 MESES	36 MESES
AC2 All Equities	-41.44%	-44.36%	-33.67%	-27.05%	-0.69%
<i>Benchmark</i> (Ibovespa)	-29.90%	-36.86%	-23.47%	-13.76%	12.36%

Para mais informações, veja a lâmina no fim da carta.

Há décadas em que nada acontece e há semanas em que décadas acontecem: assim podemos resumir o último mês.

Durante o mês de março, houve o expressivo aumento no número de casos de coronavírus, o que levou os governos ao redor do mundo a tomarem medidas drásticas de isolamento das populações. Os impactos dessas medidas rigorosas foram sentidos na economia real e no mercado financeiro.

A seguir, iremos recapitular os [acontecimentos do mercado no mês](#), [nossa visão e posição](#) diante desse novo cenário e os erros e aprendizados que tivemos ao longo desse período.

MERCADO

Atualmente, passamos pelo momento de maior *lockdown* da história, e com isso está acontecendo uma rápida desaceleração das economias mundiais. Na prática, o isolamento das pessoas significa parar a economia: indústrias não funcionam, a maior parte dos serviços está parada, por isso estudamos as curvas de crescimento do número de infectados para tentar estimar até quando seguirá a paralisação. O gráfico a seguir mostra a evolução do número de casos da doença, e notamos que nos países asiáticos parece que o pico já passou e a Europa está perto do topo e nas próximas semanas deve ter a desaceleração no número de casos.

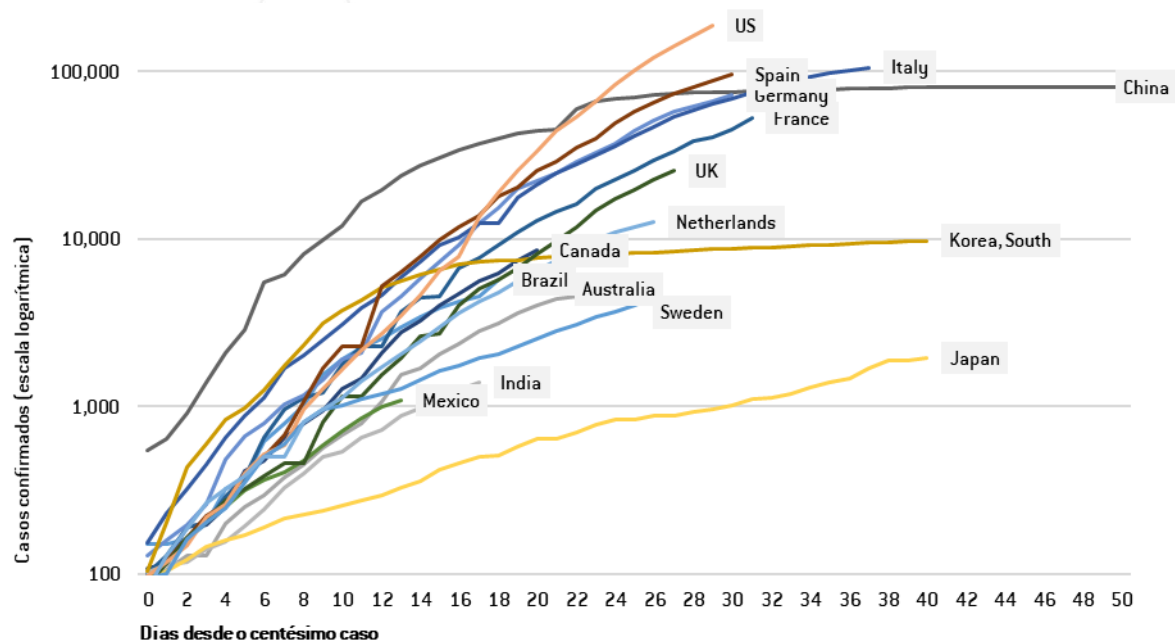


Gráfico 1 – Evolução de casos confirmados após a centésima ocorrência até 31/mar/20, escala logarítmica. [Fonte: JHU CSSE Dashboard | Elaboração: AC2 Investimentos]

Enquanto isso, na América ainda está em fase de crescimento. Vale frisar o caso norte-americano, que já teve 3.873 mortes até 31 de março de 2020 e 188.172 infectados. A princípio, a quarentena iria até a páscoa, mas, analisando a gravidade da crise, o governo Trump já estendeu o *lockdown* até o fim do mês de abril. No entanto, os impactos na economia real já são sentidos. Na última semana do mês, o número de pedidos de seguro-desemprego foi o maior desde a década de 1960, de 3,3 milhões, conforme o gráfico seguinte:

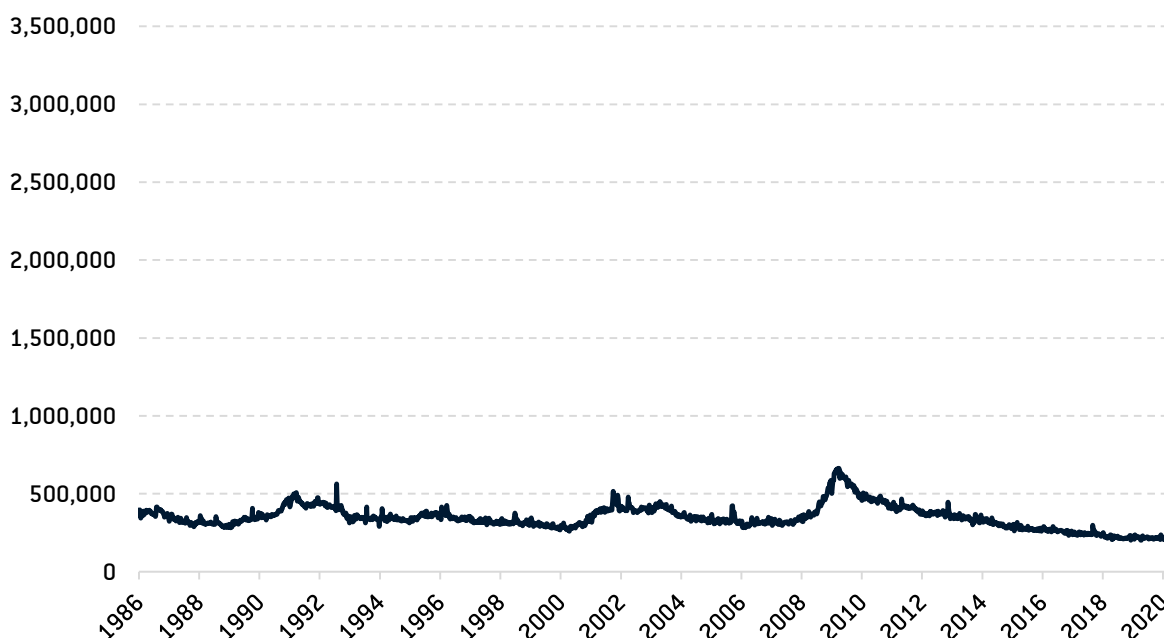


Gráfico 2 – Histórico de pedidos de seguro-desemprego nos EUA.
[Fonte: FRED | Elaboração: AC2 Investimentos]

As medidas de combate à crise incluem estímulos fiscais e monetários. Do lado fiscal, o Congresso dos Estados Unidos aprovou um pacote de ajuda de 2,2 trilhões de dólares, cerca de 10% do PIB, para ajudar as famílias e as empresas. O pacote destina 500 bilhões para as indústrias, 290 bilhões para o auxílio a milhões de famílias e fornecerá 350 bilhões em empréstimos a pequenas empresas.

Do lado monetário, os bancos centrais mundiais estão em um movimento sincronizado de corte de juros. Em 3 de março de 2020, o FED convocou uma reunião

extraordinária, pela primeira vez desde 2008, e reduziu a taxa básica em 0,50%. Em outra reunião extraordinária no domingo, dia 15, o FED reduziu a taxa de juros em 100 pontos-base para o intervalo de 0-0,25% a.a., além de anunciar, a princípio, um programa de compra de ativos da ordem de 700 bilhões de dólares. Não satisfeito com essas medidas, no dia 23, o FED anunciou o QE4, seu maior programa de estímulo monetário. Basicamente, o FED decidiu anunciar um novo programa de compra de ativos que, diferentemente dos outros, não tem tamanho nem prazo pré-especificados. Ou seja, um cheque em branco para que o governo faça o que for preciso para salvar a economia.

Para tentar demonstrar o impacto nos mercados, comparamos essa queda com outras quedas severas. No gráfico seguinte, comparamos a queda do S&P com as quedas de 1929, 1987, 2002 e 2008. O gráfico demonstra como a atual crise foi mais rápida do que as outras e, em nossa visão, isso acontece por dois motivos: i) a velocidade da informação e ii) a alavancagem, que aumentou muito nesses últimos anos devido aos estímulos monetários dos bancos centrais.

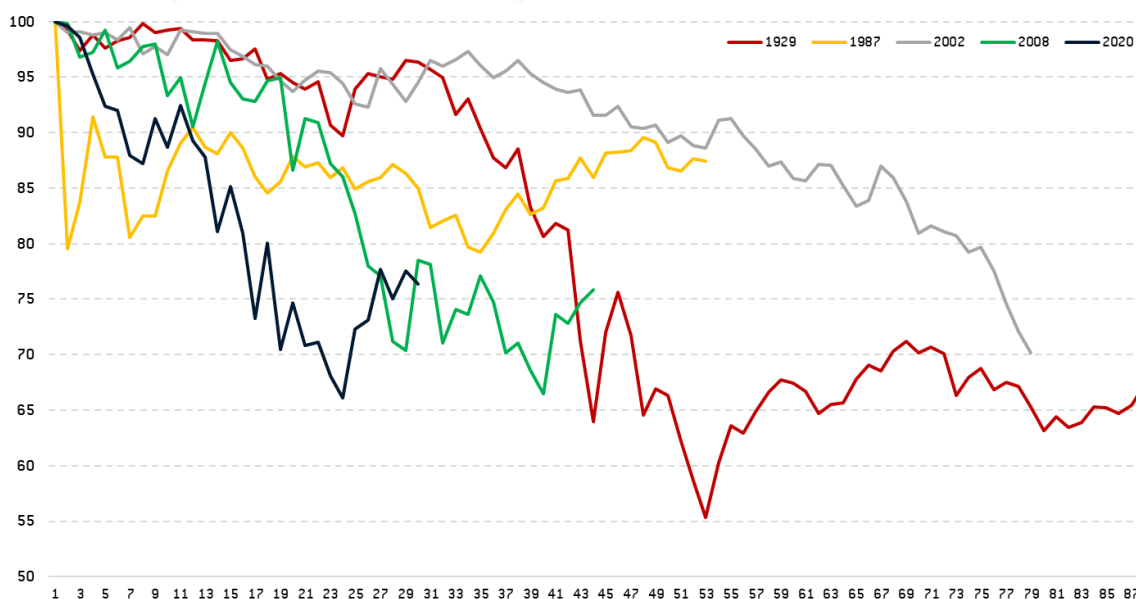


Gráfico 3 – Rapidez, em número de dias, de quedas severas no índice S&P 500.
[Fonte: S&P Capital IQ | Elaboração: AC2 Investimentos]

A queda expressiva da bolsa brasileira dólares, representada no próximo gráfico em escala logarítmica, é outro fator para demonstrar a severidade do mês de março para os mercados. Nesta escala, fica visível que estamos em um patamar próximo a 1997.

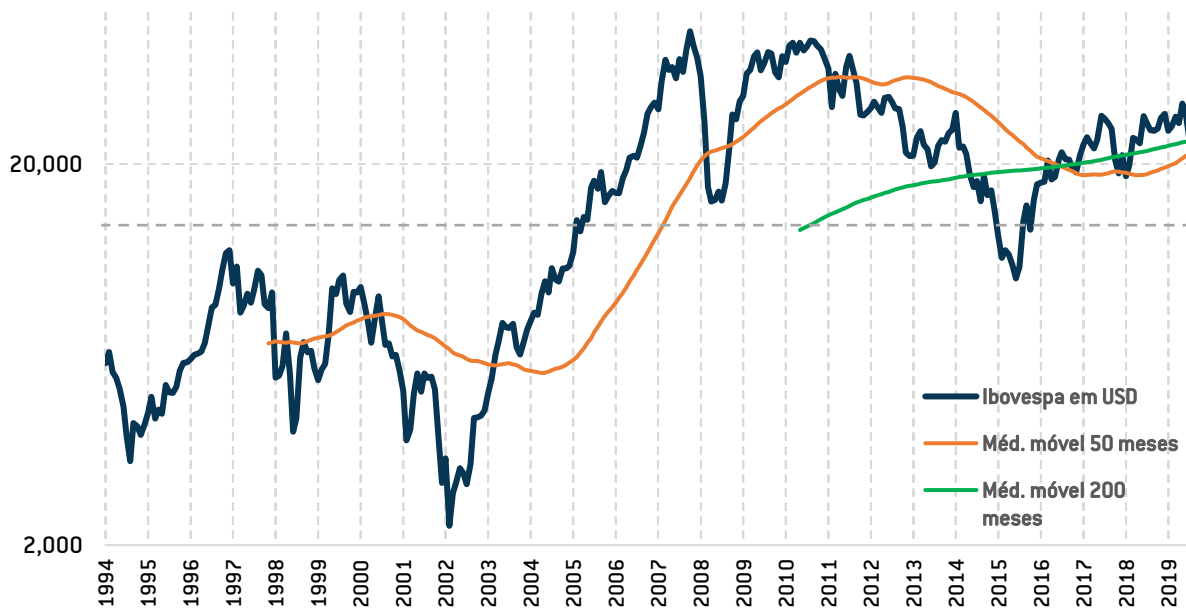


Gráfico 4 – Evolução do Ibovespa em dólares desde 1994 até 31/março/2020.
[Fonte: S&P Capital IQ | Elaboração: AC2 Investimentos]

Diante desse cenário de estresse, o mercado fica irracional: há uma onda de *sell-off* para diminuir risco, cobertura de margem e busca por liquidez. Nesse momento, temos que ter paciência para avaliar se o mercado está nos dando oportunidade de compra. E, de acordo com o nosso principal indicador fundamentalista, estamos em um desses momentos. O spread BI¹ está em 9,59%, em elevado patamar desde o início do último Bull Market, em 2011.

¹ Métrica de expectativa de retorno, quanto maior, mais atrativa. Saiba mais sobre o Buffett Index (BI) em nossa [primeira edição da carta mensal](#).

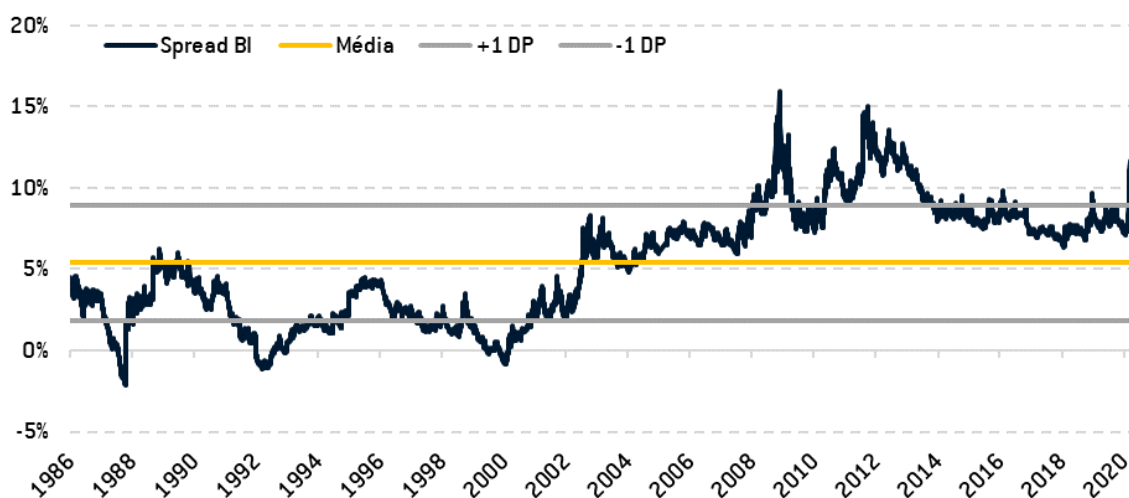


Gráfico 5 – Spread BI do S&P 500.
[Fonte: S&P Capital IQ | Elaboração: AC2 Investimentos]

Todo o efeito do coronavírus acabou ofuscando outro *black swan*² que ocorreu nos mercados durante o mês. Após reunião da OPEP no dia 6 de março, Arábia Saudita e Rússia entraram em uma guerra aberta de preços do petróleo, que fez com que o valor do barril caísse 24% em um dia, maior queda diária desde 1991. Em um momento em que as economias estão paradas, cada país decidiu aumentar sua produção de petróleo. Na nossa visão, os membros da OPEP devem entrar em acordo, pois o preço do barril próximo aos US\$ 30,00 não é lucrativo para nenhum país produtor de petróleo. O *breakeven* para esses países é próximo de US\$ 50,00 o barril. Ou seja, no médio prazo devemos ter um acordo entre os países, como questão de sobrevivência. Para as empresas do setor, as vencedoras serão aquelas que têm uma posição de caixa confortável para se manter durante esse período de petróleo baixo.

A economia brasileira, obviamente, não fica de fora dos impactos do COVID-19. Mais especificamente, nosso país vive um quadro desafiador: de um lado, medidas de estímulo de curto prazo fundamentais para o enfrentamento da pandemia; de outro,

² Referência ao livro *Black Swan*, de Nassim Nicolas Taleb, que popularizou o termo. Em poucas palavras, serve para descrever eventos extremamente imprevisíveis e com consequências severas para o mercado.

o desafio de manter as reformas estruturais de longo prazo como prioridade, de modo que a retomada econômica não sofra um atraso ainda maior do que o estipulado.

Entre os incentivos à liquidez para enfrentamento do vírus, tivemos a diminuição dos depósitos compulsórios, empréstimos do BNDES e da Caixa, auxílios aos autônomos e informais e a flexibilização das regras do Bolsa Família, para citar alguns. Em uma *live* no dia 27 de março, o Ministro da Economia Paulo Guedes colocou o valor de R\$ 750 bilhões no pacote de incentivos atualmente em implementação pela equipe de governo.

Ainda pensando em estímulos, em sincronia com a atuação dos bancos centrais do mundo, em 18 de março o COPOM reduziu a taxa Selic em 50 pontos-base, para 3,75% a.a. Este movimento já era antecipado pelos agentes de mercado. Ainda assim, a curva de juros passou por um momento de bastante volatilidade ao longo do mês: os juros de médio e longo prazo chegaram a aumentar significativamente, atingindo 8% no vencimento de 5 anos:

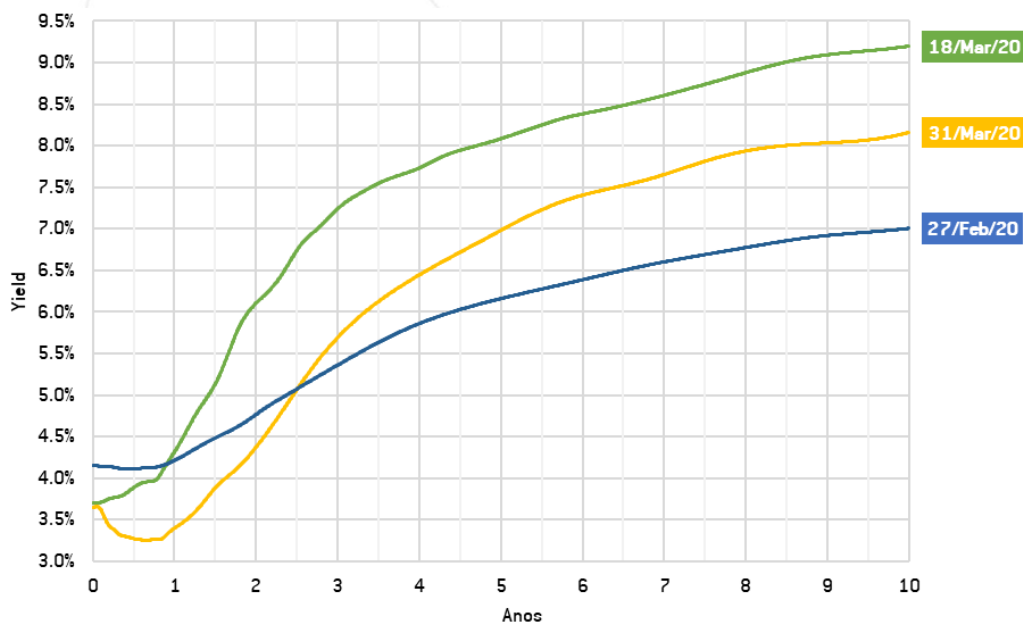


Gráfico 6 – Interpolação cúbica da curva de juros (DI) ao longo do mês de março.
[Fonte: Comdinheiro | Elaboração: AC2 Investimentos]

O impacto de uma curva média/longa mais inclinada para economia real é o contrário do desejado: os empréstimos de médio e longo prazo se tornam mais caros, o que é reflexo do ambiente de incerteza sobre o futuro do país, e pode diminuir ou impedir o financiamento das empresas. Nossa opinião é de que o ciclo de cortes de juros deve ser encerrado nesse patamar, de modo que, à medida que a volatilidade dos mercados diminua, a curva de juros pare de oscilar tanto e fixe em um patamar expansionista em todos os vencimentos.

O dólar, por sua vez, apresentou maior valorização em relação ao real, fechando o mês cotado a R\$ 5,20 / dólar. Nossa visão para a moeda local é de cautela – a mudança estrutural de cenário nas economias globais é um fator a se considerar –, pois muito do futuro do câmbio depende da situação econômica dos EUA após o *lockdown*, em 30 de abril. Enquanto a injeção enorme de liquidez por parte do Federal Reserve tende a desvalorizar o dólar, as incertezas quanto ao futuro das economias emergentes neste ambiente temerário tendem a valorizá-lo. Estamos em processo de avaliação dessas forças a fim de encontrar o melhor balanceamento do nosso portfólio.

Moeda em relação ao dólar	Desvalorização 2020	Desvalorização março/2020
Real brasileiro (BRL)	(22.36%)	(12.97%)
Euro (EUR)	(2.08%)	(0.08%)
Dólar canadense (CAD)	(8.49%)	(5.36%)
Dólar australiano (AUD)	(12.68%)	(5.56%)
Rand sul-africano (ZAR)	(21.16%)	(11.54%)

É importante mencionar a relevância de o governo brasileiro encontrar uma solução para os problemas fiscais gerados por essa crise sem prejudicar as futuras gerações – seja por meio de aumento de tributos (como a tributação de dividendos, por exemplo), seja pelo contínuo empenho nas privatizações e nas reformas estruturais,

como a política e a fiscal. A conta será paga, seja por estes meios, seja por meio de inflação e desvalorização cambial ainda mais acentuada.

Ainda é cedo para sabermos como estará a economia brasileira em um cenário pós-*lockdown*. É plausível assumir que tal desfecho será pior à medida que o número de semanas de inatividade aumenta – e encontrar o equilíbrio ótimo entre controle de saúde pública vs impactos econômicos severos é o dilema das autoridades globais atualmente. No momento, estamos alocados, como detalharemos na seção “Gestão”.

Entretanto, seguimos acompanhando de perto o desenvolvimento deste cenário a fim de tomar as decisões de alocação de recursos apropriadas.

Pensando no ambiente microeconômico, entendemos que, neste momento, a bolsa brasileira está em um patamar de alta atratividade. O spread BI está em 13.36% acima de 1 desvio-padrão desde 2002:

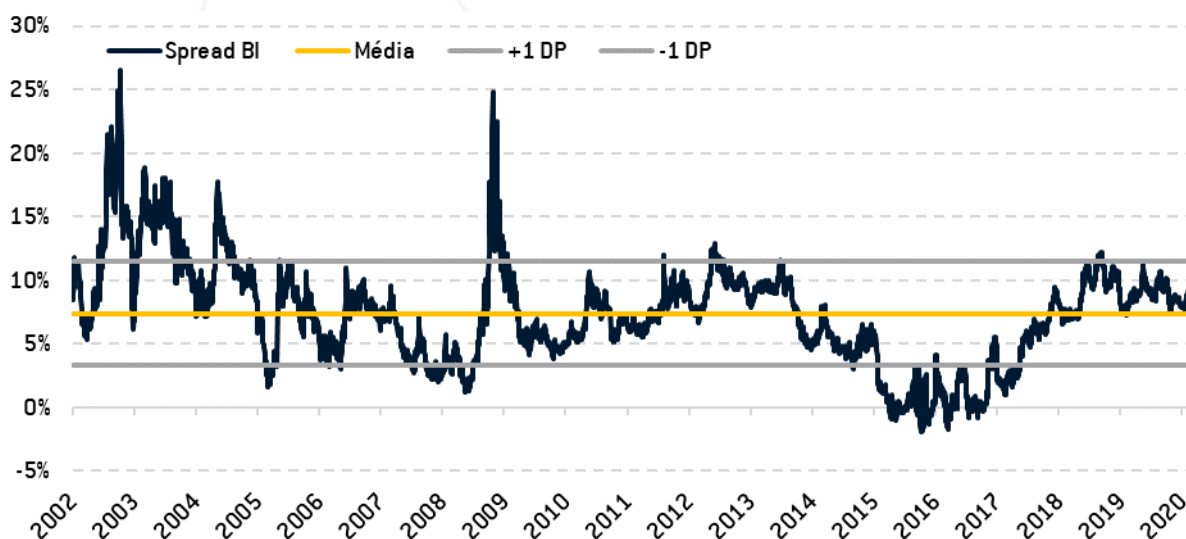


Gráfico 7 – Spread BI da bolsa brasileira.
[Fonte: S&P Capital IQ | Elaboração: AC2 Investimentos]

O *sell-off* das bolsas globais fez com que ações de boas empresas caíssem de forma exacerbada, incluindo aquelas de empresas que estão mais protegidas diante deste

cenário, dado o seu nível de caixa confortável – algumas delas nos setores de Varejo, *Utilities* (fornecedoras de energia e saneamento) e Materiais. Nesse sentido, vemos boas oportunidades no *stock-picking*.

GESTÃO

Os três fundos da AC2 tiveram seu pior desempenho da história. É um momento de recapitular e aprender com nossos erros.

Nossos fundos continuam alocados na bolsa brasileira, dentro de seus respectivos perfis de risco. Neste momento, estamos com a exposição máxima permitida ao risco da classe Ações, tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos – ressaltamos que, embora a cautela seja necessária, estamos vivendo uma oportunidade única de investimentos ao analisar os preços dos ativos.

Entendemos que a diversificação regional nas ações americanas traz benefícios ao portfólio – a retomada econômica pode ser sentida com antecedência em terreno de economia desenvolvida.

A carteira de ações atualmente mostra um equilíbrio setorial: possuímos tanto empresas que chamamos de cíclicas, aquelas que se beneficiam de uma retomada econômica mais rápida, quanto empresas defensivas, que possuem caixa e devem navegar por uma recessão mais prolongada com maior resiliência em seus lucros. Nesse sentido, diminuimos a concentração setorial em petróleo e aumentamos a exposição às *Utilities* e *Financials* – setores que se mostraram atrativos.

Nossa exposição vendida no dólar contra o real foi mantida nos fundos multimercados AC2 All Markets e AC2 All Investors, dentro de seus respectivos perfis de risco.

Entretanto, como mencionado na seção anterior, estamos em processo de revisão de cenário e pode ser reduzida ou liquidada de acordo.

Por fim, nossa estratégia para capturar retornos do fator de investimento³ Momentum foi mantida sem atualização do book de ações. Em um momento de alta volatilidade nos mercados, quando todas as ações caíram, renovar sua carteira faz pouco sentido: não é coerente vender o que está caindo neste momento.

No começo do mês, estávamos com uma carteira: comprada em bolsa, vendida em dólar e com hedge na posição de bolsa. No entanto, estávamos concentrados em ações cíclicas, mais especificamente em ações ligadas ao setor de petróleo, e com o barril a US\$ 55,00 estavam com um preço atrativo, e mesmo depois do choque no preço do petróleo demoramos para reduzir a posição.

Outro erro foi subestimar a velocidade e intensidade com que o mercado iria cair, ou seja, nossas proteções eram para uma queda de cerca de 20% do Ibovespa, e na verdade o que ocorreu foi uma queda de 50% do topo ao vale. Portanto, nossas proteções não protegeram o portfólio da forma que estávamos esperando. Também começamos a comprar muito cedo, quando a bolsa ainda estava em 90.000 pontos, pois julgávamos que já estava barato. No fim, pegamos a correção mais rápida dos mercados com a exposição máxima ao risco, concentrando no setor que teve seu próprio *black swan* e sem proteções efetivas. O principal aprendizado que fica é sempre procurar gastar de forma mais efetiva com proteções e não subestimar a rapidez e magnitude das correções do mercado.

³ Para saber mais sobre Fatores de Investimento, confira nossa filosofia de investimentos em [nosso site](#).