

GAUSS II FIC FIM

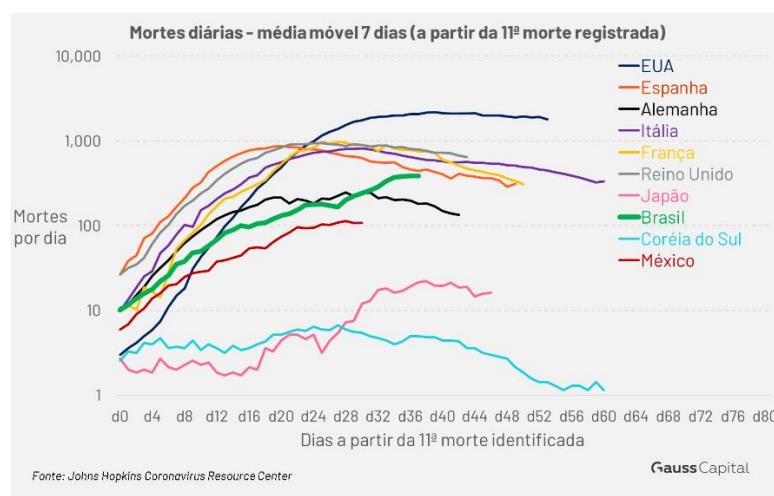
Abril de 2020

Resultado

O fundo Gauss II ("Fundo") rendeu 7,56% (2653% do CDI) em abril, 0,87% (67% do CDI) no ano, e 10,70% (206% do CDI) nos últimos 12 meses.

Evolução do cenário e determinantes do resultado mensal

O mês de abril ficou marcado por uma melhor percepção sobre o controle da epidemia – especialmente na Europa – permitindo que alguns países passassem a discutir o retorno à normalidade de suas respectivas economias. Mais para o fim do mês também tivemos notícias de que o laboratório Gilead teve bons resultados com uma nova medicação (remdesivir), inclusive tendo autorização por parte do FDA – a agência de vigilância sanitária dos EUA – para tratamentos experimentais. O mês também ficou marcado pelo ruído político no Brasil – culminando com a saída do ex-Ministro da Saúde, Luiz Henrique Mandetta, e do ex-Ministro da Justiça e Segurança Pública, Sergio Moro – em meio às especulações sobre a queda do prestígio do Ministro Paulo Guedes junto ao presidente.



Conforme algumas das principais economias passaram a dar sinais de sucesso no controle do crescimento do vírus, a atenção do mercado se voltou aos sinais do início da normalização da atividade – não à toa, as bolsas apreciaram ao longo do mês (SPX 12,7%, EuroStoxx 5,1%, Nikkei 6,1%, MSCI EM 9,0%). No entanto, enquanto uma vacina não se torna disponível, diversos países têm sugerido uma reabertura mais gradual – para que se consiga atenuar os riscos de uma segunda onda do vírus. Dessa maneira, vai se consolidando a ideia de que uma recuperação da economia real em “V” tende a ser menos provável.

Nos EUA, o PIB retraiu à uma taxa anualizada de 4,8% no primeiro trimestre de 2020, sendo grande parte desse resultado decorrente da queda no consumo ligado à serviços e bens duráveis. A Europa não foi diferente: a Zona do Euro retraiu 3,8% no trimestre (equivalente à aproximadamente 15% de queda anualizada), com França, Itália e Espanha retraindo próximo de 5% no mesmo período.

A expectativa para o 2º trimestre é ainda pior: o mercado espera quedas anualizadas de aproximadamente 27% e 30% para EUA e Zona do Euro, respectivamente. De forma geral os *soft datas* de março e abril têm indicado nesta direção. Mesmo a China, que teve seus PMI's de abril acima, mas próximo, de 50 - nível que sugere crescimento próximo de zero -, ainda sofre com a demanda externa mais frágil, tornando dúbia a capacidade de um crescimento elevado destes indicadores no curto prazo. Outro sinal de alerta vem do mercado de petróleo, que, afetado pela drástica queda da demanda mundial, viu pela primeira vez seu contrato futuro mais curto ser negociado à preços negativos. Em decorrência desta dinâmica perversa, um acordo em escala global envolvendo os grandes produtores da *commodity* foi realizado visando a redução da produção da mesma ao longo do ano, de forma coordenada.

Como estratégia eleitoral o presidente Trump tem desferido críticas aos chineses, tentando atribuir à eles parte da responsabilidade da crise mundial. Dessa forma o risco de *trade war* deve ganhar espaço ao longo do ano.

No Brasil, a piora nas estatísticas do vírus, sugere que as medidas de quarentena podem ser prorrogadas, tal como ocorreu na cidade de São Paulo.

A saída do ex-ministro Sérgio Moro teve como desdobramento pró-mercado, o fortalecimento de Paulo Guedes, servindo de lastro ao fiscal no curto prazo. A exemplo da forte queda da indústria em março -9,1% no mês, muito mais do que o esperado pelo mercado -, devemos ver revisões baixistas de crescimento. Como o PIB do país vinha mais dependente do consumo das famílias, um nível de desemprego mais elevado coloca em xeque o crescimento sustentável ao longo dos próximos anos. Por um lado o gasto do governo vinha sujeito à um ajuste fiscal que, passada a pandemia, deve continuar, e por outro, com a elevada ociosidade do produto aliada à incerteza política, investimentos devem seguir inaptos para contribuir de forma robusta. Dessa maneira, as expectativas de inflação no horizonte relevante do Banco Central do Brasil (especificamente em 2020 e 2021) devem sofrer novas reduções. Apesar do nível da Selic historicamente baixo, esse cenário prescreve novas rodadas de estímulo monetário, que foram confirmadas com o corte de 75bp no Copom da 1ª semana de maio. Como consequência de mais essa redução do diferencial de juro entre Brasil e EUA, no ambiente descrito devemos seguir com o Real/Dólar pressionado.

Em nossa carta de março, elencamos alguns motivos que justificavam um posicionamento cautelosamente otimista, porém comprado em bolsas por sua assimetria. Ao longo do mês, o mercado convergiu para nossa tese, com a estabilização do surto no ocidente e a recessão já precipitada, as bolsas

registraram altas expressivas. O S&P500, por exemplo, alcançou a maior alta mensal desde 1987 e recuperou as perdas sofridas em março.

Dessa forma o Fundo obteve seu maior ganho mensal desde sua criação, +7,5%, sendo que as bolsas contribuíram com aproximadamente metade do resultado. Além disso, registrou também ganhos relevantes aplicados em juros no Brasil e no México, posições vendidas no rand sul-africano e compradas no rublo russo, e compradas em ouro e crédito de empresas norte-americanas.

Nosso cenário e posições

Apesar da forte recuperação do S&P500 (+30% em relação à mínima recente) ainda não vemos exageros e tampouco complacência dos investidores. Ao contrário, vemos investidores institucionais privilegiando a manutenção de caixa. Apesar das enormes incertezas associadas à atual crise, a grande maioria dos agentes econômicos projeta a volta da atividade no 2º semestre do ano. Assim, uma vez que os mercados financeiros antecipam os dados econômicos, não se pode descartar uma recuperação em "V" de preços de ativos mesmo sem uma correspondência imediata dos dados econômicos. Como fato anedótico, a soma dos dólares gastos com estímulos fiscais (US\$3 tri) e monetários (US\$4 tri) nos Estados Unidos equivale ao *market cap* que o S&P500 recuperou desde as mínimas de março, ou seja US\$7 trilhões.

À primeira vista, quando comparamos a subida no prêmio de risco em ações com a abertura das taxas dos títulos de crédito corporativos americanos IG (*ratings* mais altos) e HY (*ratings* mais baixos), fica a impressão de que o S&P500 deveria estar num nível mais baixo. No entanto, quando levamos em consideração o fato de que 5 empresas (Microsoft, Apple, Google, Amazon e Facebook) são responsáveis por quase 20% do peso do índice, e excluímos esse grupo, chegamos à conclusão que para o conjunto das 495 empresas restantes do índice, não existe uma distorção visível. Vale complementar que pelo fato de serem empresas de tecnologia, líderes de mercado e com geração de lucros, em vista dos enormes estímulos fiscais e monetários produzidos, não nos surpreenderemos se continuarmos a vê-las operando em *valuations* cada vez mais altos.

Dito isso, ao longo deste período, diante também do aumento dos riscos da retomada do conflito entre EUA e China, resolvemos aumentar nossa posição em crédito de empresas norte-americanas com grau de investimento em detrimento das ações. Por um simples motivo: apesar da equivalência nos prêmios de risco entre eles, o programa de QE anunciado pelo Fed em março incluiu compras no mercado secundário de crédito, cuja execução terá início no dia 12 de maio. Nesse sentido, nos parece ser uma ótima oportunidade de investimento e um caminho de menor resistência, afinal até agora não houve anúncio de atuação no mercado acionário.

Nos emergentes, os cortes de juros e pacotes fiscais generalizados somados à depreciação cambial nos levam a enxergar riscos inflacionários em médio prazo

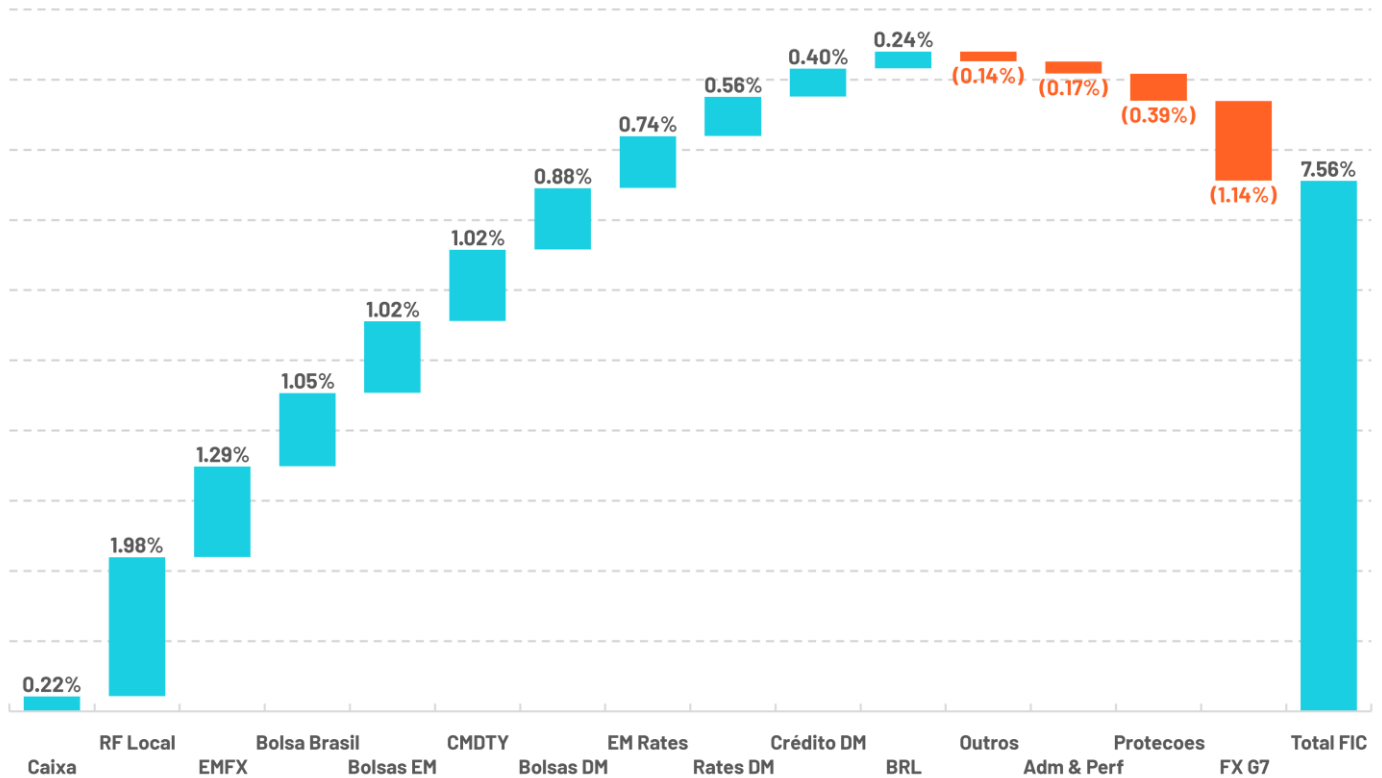
nessas economias. Por ora, o choque de demanda e queda dos preços das *commodities* colocam esse risco em segundo plano, no entanto, estamos atentos à possível necessidade da reversão dos estímulos monetários nesses países.

À medida que entramos no mês de maio, cuja sazonalidade é desfavorável aos ativos de risco, e um conflito entre Estados Unidos e China se desenha, mantemos as posições defensivas compradas em ouro, em dólar contra moedas de países emergentes e desenvolvidos e comprados nas inclinações de juros de Estados Unidos e Canadá. Com a queda da volatilidade implícita nos mercados, voltamos a adicionar proteções convexas à carteira que mitigam os cenários de risco que calculamos ser possíveis.

No mercado local, temos posições compradas em *single names* e vendidas no índice, e taticamente aplicadas em juro real e nominal. Mantemos a direcionalidade reduzida em ativos brasileiros na carteira por entender que não vemos avanços positivos na coordenação política, a situação fiscal ainda preocupa muito e não vemos sinais de que o surto está desacelerando em compasso com os demais países.

Assim, apesar de mudanças marginais, a definição de posição cautelosamente otimista adotada em abril ainda se aplica neste começo de maio. Esta cautela não significa diminuir as posições e privilegiar o caixa, mesmo porque não vemos sentido nisso enquanto a oferta de dinheiro dos Bancos Centrais aumenta extraordinariamente e nossas posições são feitas em ativos líquidos. Mas sim no sentido de otimizar a diversificação da carteira, evitando fazer apostas muito grandes em poucos temas. Em função dos drásticos deslocamentos de preços ao longo desta crise, o momento é de procurar oportunidades, porém, dadas as enormes incertezas à frente, priorizando a limitação de perdas ao invés de tentar maximizar seus ganhos.

Atribuição de performance (% , abril de 2020)



A Gauss Capital Gestora de Recursos Ltda. ("Gauss Capital") não comercializa nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Este material é meramente informativo e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Recomendamos ao cliente que consulte profissionais especializados antes de decidir sobre investimentos em ativos mobiliários. A Gauss Capital não se responsabiliza por decisões do cliente acerca deste tema, nem por ato ou fato de profissionais especializados por ele consultados. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Este material não deve ser reproduzido, copiado ou distribuído para terceiros. O cliente deve se basear, exclusivamente, em sua opinião e na opinião de profissionais especializados por ele contratados, para opinar e decidir. Gauss Capital Gestora de Recursos Ltda. é a nova denominação de Credit Suisse Hedging-Griffo Asset Management Partners Gestão de Recursos S.A.

