

GAUSS II FIC FIM

Março de 2020

Resultado

O fundo Gauss II ("Fundo") rendeu 1,07% (313% do CDI) em março, -6,22% no ano, e 4,25% (78% do CDI) nos últimos 12 meses.

Evolução do cenário e determinantes do resultado mensal

O mês de março ficou marcado pelo aumento expressivo de casos do coronavírus, sobretudo nos EUA e Espanha. A hesitação inicial do presidente Trump em reconhecer a gravidade, minimizando a situação, apesar dos alertas vocais, não apenas de médicos e cientistas mas também de políticos, como o governador Cuomo de NY, causaram muito nervosismo aos mercados. Foi apenas a partir do início da implementação efetiva de medidas de contenção que o mercado se estabilizou e encontrou um fundo. O S&P500, por exemplo, valorizou aproximadamente 25% desde que a mínima foi atingida. A dinâmica de preços evidencia que, no *trade off* de curto prazo entre atividade econômica e contenção, o mercado financeiro tem privilegiado a segunda, provavelmente por uma percepção de riscos de caudas mais acentuados associados à primeira.

Apesar da maioria dos *hard datas* ainda mostrarem a situação anterior à crise, os primeiros dados de mercado de trabalho indicam o que esperar para os próximos meses. Nos EUA, foram fechados aproximadamente 700 mil postos de trabalho em março e os dados de pedidos de seguro desemprego das últimas duas semanas do mês, não contabilizadas no dado anterior, sugerem no mínimo 10 milhões de desempregados. Na Espanha, mais de 800 mil pessoas perderam seus empregos; na França, mais 4 milhões nas últimas semanas – equivalente a 20% do setor privado – no Reino Unido, mais 1 milhão de pessoas deram entrada com pedido de seguro desemprego. A intensidade do impacto também se percebe pelas mínimas históricas atingidas nos PMIs desses países

A natureza do atual choque difere muito da crise financeira de 2008. Essa última foi fruto de mudanças intrínsecas das economias que demandaram uma atuação forte mas limitada ao sistema financeiro. Ao passo que esta, por conta de sua natureza exógena ao sistema financeiro, demanda uma coordenação de ações muito mais abrangentes.

Face às mudanças bruscas de cenário, diversos países se viram obrigados a lançar medidas de estímulo sem precedentes. Bancos centrais agiram coordenadamente. O Fed, em reuniões extraordinárias, reduziu o juro para mínimas históricas, e lançou um programa de compra de ativos sem limites no *guidance*, além de programas de liquidez. O Banco Central Europeu e diversos outros bancos centrais ao redor do mundo anunciaram medidas similares.

No campo fiscal, as decisões foram ainda mais agressivas. Parte do orçamento foi direcionada para atender demandas específicas do setor de saúde. O risco de colapso desse sistema levou Trump a fazer uso do *Defense Production Act* – que autoriza o presidente a ordenar companhias que produzam bens para a defesa nacional – forçando empresas, como a General Motors, a produzir ventiladores pulmonares.

O maior impacto dos pacotes fiscais, no entanto, foi direcionado para que empresas e trabalhadores consigam sobreviver durante o período de *lockdown*. Governos se comprometeram a arcar com parte do custo da folha de pagamento ou a distribuir *vouchers* diretamente na conta dos trabalhadores – a exemplo de uma das medidas de um pacote de USD 2 trilhões anunciadas pelos EUA. As empresas receberão ajuda por meio da postergação de tributos, de linhas especiais de crédito, além de pacotes direcionados a setores muito afetados, como o setor de aviação. Os pacotes anunciados são expressivos: Alemanha 24% do PIB, Itália 20%, EUA 10%.

O Brasil contava com aproximadamente 9 mil casos confirmados e 324 mortos. Medidas de isolamento social aplicadas por alguns estados alteraram a percepção sobre o crescimento no ano. As projeções de crescimento para 2020, segundo a pesquisa Focus no fim de março, foram revistas para -0,48% – uma redução de 2,65% nas últimas 4 semanas. Diversas medidas foram anunciadas em um contexto de estado de calamidade pública. O Banco Central anunciou medidas visando uma injeção de liquidez expressiva, próxima de 16% do PIB. Além disso, medidas excepcionais permitirão ao BCB adquirir títulos de dívida privada e títulos da dívida do governo federal no mercado secundário, permissão similar aos programas de compra de ativos feitos em países desenvolvidos. No campo fiscal, o governo anunciou algo próximo de 570 bi de reais (8% do PIB).

Com a fragilidade fiscal do país, nos parece positiva a forma como o pacote está sendo constituído: os impactos fiscais devem ser majoritariamente temporários e as sinalizações, por parte do Congresso, de que a responsabilidade fiscal de médio prazo será mantida tão logo passemos este momento delicado.

Como reflexo da gestão ativa, diversificação da carteira e vantagem competitiva proporcionada pelo tamanho do Fundo – ao conseguir entrar e sair rapidamente das posições – registramos ganhos expressivos nas posições de juros no Brasil, México, EUA e Europa, comprados em dólar contra as moedas de México, África do Sul e Reino Unido, os quais mais que compensaram nossas perdas em posições compradas em bolsas, que apesar de reduzidas em fevereiro, sofreram com a queda dramática vista em março.

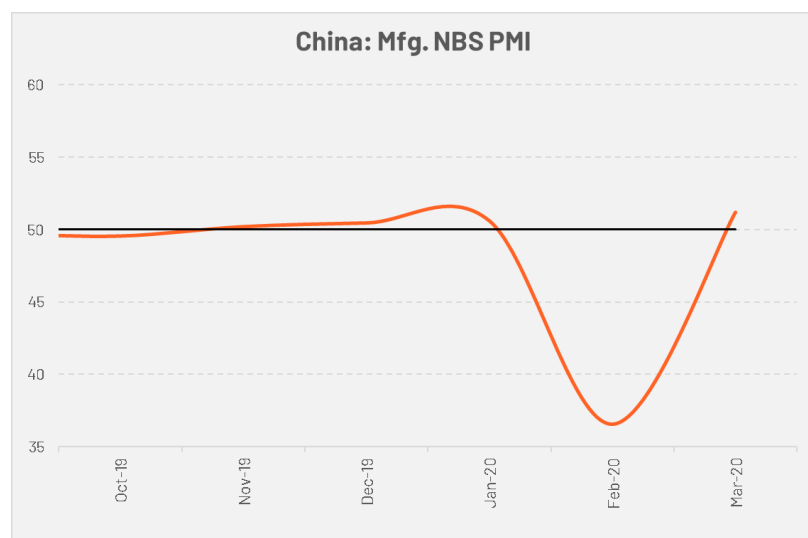
Em nossa carta de fevereiro, antecipávamos que, se a contaminação continuasse a piorar, a função de reação esperada era exatamente um movimento de ampliação dos cortes de juros pelos bancos centrais e aumento dos estímulos fiscais dos governos. Essa combinação é uma receita básica para o processo de inclinação das curvas de juros, em que a parte curta fica ancorada a níveis mais baixos e a parte longa tende a ficar mais alta por conta de uma deterioração fiscal. Tal dinâmica contribuiu em larga escala para os ganhos em juros do mês.

Nosso cenário e posições

Com a contração na atividade em curso, o drástico aumento da volatilidade e o colapso na liquidez, a correlação dos ativos de risco tendeu a 100% com o processo de liquidação verticalizada das posições dos agentes. Neste ambiente, decidimos aumentar o nível de diversificação da carteira, diminuimos a exposição comprada em bolsas no fim de fevereiro e buscamos ativamente oportunidades de diferenciação entre os ativos, que geralmente acontecem nestes momentos. Como exemplo, aumentamos a posição comprada em ouro enquanto seu preço caía junto com as bolsas.

Ao longo do mês alteramos a composição das bolsas no portfólio, aumentando o peso de Estados Unidos, Japão e China em detrimento da bolsa no Brasil. Privilegiamos o Nikkei, cujas empresas apresentam baixo endividamento e altos níveis de caixa; bem como índices de países emergentes, com maior peso na China, onde a atividade mostra sinais de recuperação e o surto de Covid-19 foi contido há semanas; e o S&P500, por conta do tamanho do estímulo fiscal e monetário no país.

Mesmo com os ajustes feitos, estamos cautelosamente otimistas e vemos assimetria na manutenção das posições compradas nas bolsas: 1) Ainda que a duração e intensidade da paralisação global seja incerta, a recuperação da atividade deverá ser muito rápida - fenômeno que já podemos identificar na China, 2) Os estímulos monetários e fiscais não devem ser revertidos com a mesma velocidade que foram instituídos, 3) Os primeiros sinais de desaceleração do vírus na Europa e Estados Unidos começaram a surgir, 4) Historicamente, as bolsas fazem mínima durante a recessão, e antecipam a recuperação dos dados econômicos em alguns meses; em outras palavras, a recessão já nos parece precificada nesses níveis de preço.

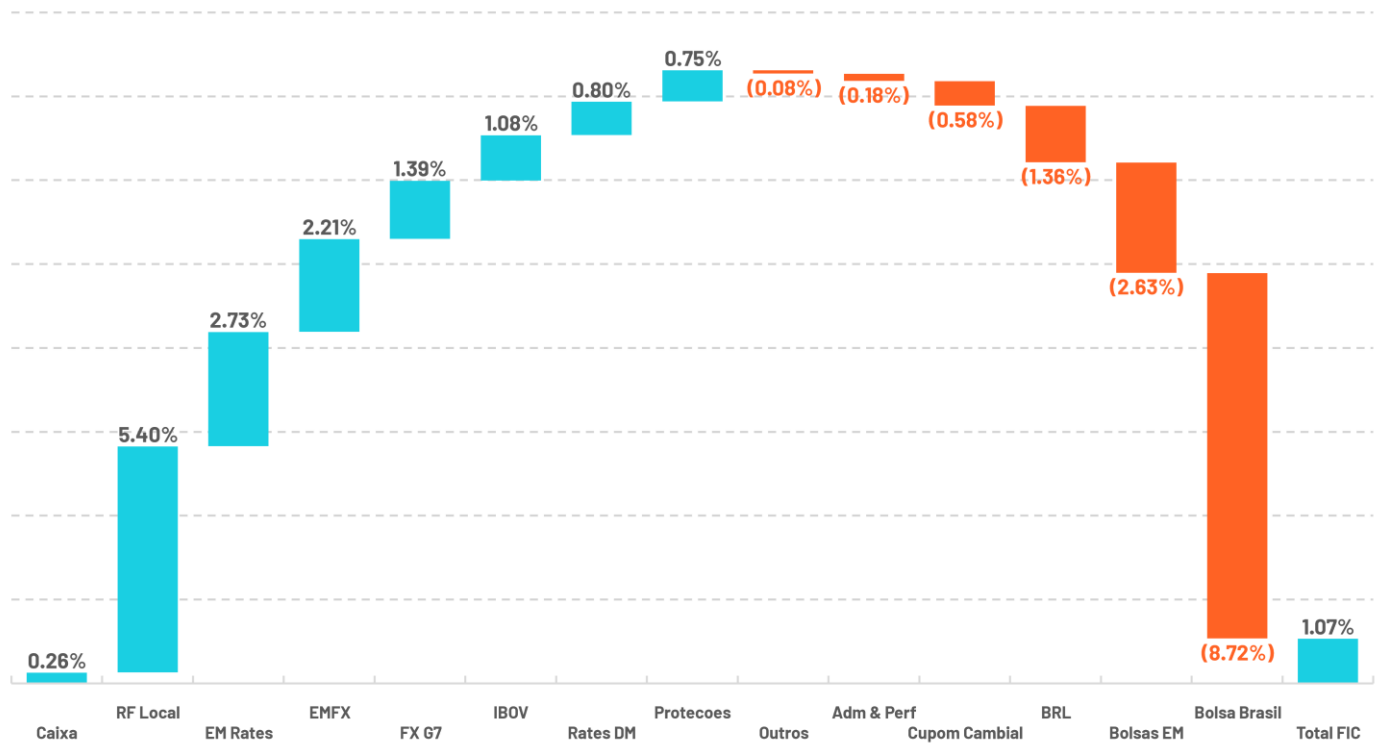


Expandimos geograficamente as posições de inclinações de juros, mencionadas acima, ao Canadá e Noruega. Iniciamos também posições compradas em crédito de empresas norte-americanas de grau de investimento, alvo do programa de estímulo do Fed, e aplicadas na região curta de juros no México.

Aumentamos a posição comprada no ouro, aplicadas em juros norte-americanos contra tomadas em europeus, compradas em dólar contra alguns países emergentes e, por conta da explosão na volatilidade, zeramos temporariamente a carteira de proteções. Essas posições tendem a nos proteger caso a recessão seja mais profunda que o precificado e aumentam o nível de diversificação na carteira.

No mercado local, temos posições compradas em *single names* e vendidas no índice, e aplicadas em juro real e nominal. Diminuímos a direcionalidade do portfólio à bolsa brasileira pela avaliação de que o mercado deve seguir premiando os países em que o surto tende a ser mais rapidamente controlado, apesar das medidas restritivas à economia, e ter seus efeitos colaterais remediados. Dito isso, temos preocupação maior acerca dos impactos do Covid-19 no Brasil no relativo a países desenvolvidos e China, por conta das recentes demonstrações de menor coordenação política.

Atribuição de performance (% , março 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.

