

FRONTEIRA EFICIENTE IS FIC DE FIM

Relatório de Gestão

Agosto/2019

A Tempestade Perfeita

No mês de agosto ocorreram eventos que adicionaram incerteza e volatilidade aos mercados, nacional e internacional, resultando na migração de investimentos para ativos mais “seguros” como dólar americano e ouro.

Dentre outros eventos, os destaques foram: (i) *trade war* entre EUA e China; (ii) crise na Argentina; e (iii) fraqueza dos dados de atividade e incerteza na Europa e nos EUA.

1. Trade War: Guerra tarifária entre EUA e China.

A guerra comercial entre os dois países acirrou no mês de agosto. Houve aumento de alíquotas nas importações por ambos os países e desvalorização da moeda chinesa. A guerra comercial afeta negativamente a economia de ambos os países, além de agregar incerteza quanto ao crescimento da economia global, dado que os envolvidos são responsáveis por aproximadamente 40% do PIB mundial.

No final do mês de agosto ambos os países sinalizaram desejar conciliação, mas ainda não há indícios de sua concretização no curto prazo. Não obstante, dado que a manutenção do cenário atual coloca em risco (i) a reeleição do Presidente Trump no próximo ano; e (ii) o crescimento econômico da China, imperativo para sustentar os níveis de endividamento e o êxodo rural do país, entendemos que esse embate não deve perdurar além do início do próximo ano.

Principais efeitos observados no mercado: redução de preços das *commodities* e a busca por ativos mais seguros, como dólar e ouro. Nesse sentido, os investidores estrangeiros, responsáveis por aproximadamente 40% dos recursos negociados na B3, reduziram suas posições na bolsa de valores brasileira, com saída de R\$10,8 bilhões apenas em agosto, resultando em um déficit acumulado de R\$22,5 bilhões para o ano de 2019, montante que já supera, em termos nominais, o pior resultado da história: déficit de R\$21,0 bilhões no ano de 2008. Na mesma linha, vale destacar as desvalorizações mensais (i) do R\$ vs US\$, na ordem de 8,45% (que configurou o pior resultado desde setembro de 2015). A este respeito, vale destacar que em um cenário de alta do dólar, há possibilidade de pressão inflacionária, o que poderia dificultar a agenda de cortes de juros adiante; (ii) do S&P (-1,8%); (iii) do Dow Jones (-1,7%); e (iv) da Nasdaq (-2,6%); e a alta da taxa de juros brasileira de longo prazo (jan/2025), de 6,88%, em julho, para 7,10% em agosto, representando a primeira alta desde fev/19, dado o cenário de incertezas.

2. Eleição Argentina: A volta do Peronismo.

A prévia da eleição argentina indicou vitória da oposição (de esquerda e com passado estatizante) com 15% de vantagem, sendo considerado um resultado praticamente

irreversível. A surpresa no mercado foi grande, pois as pesquisas anteriores indicavam uma diferença entre 3% e 4%. Para contextualizar, na última eleição, o atual presidente eleito, Mauricio Macri, havia recebido na prévia 7% a menos de intenção de votos do que seu oponente.

Esse resultado elevou o risco de moratória e descontrole fiscal no país, considerando o passado recente dos governos peronistas. Assim, muitos investidores estão desinvestindo nos ativos do país, em busca de ativos de menor risco, provocando a redução drástica e acentuada dos patamares de preço no mercado. Nesse sentido, no mês de agosto, o dólar valorizou 35,8% em relação ao peso Argentino e a Bolsa de Valores da Argentina desvalorizou 42%. Para melhor ilustrar a dimensão do evento, no dia 12 de agosto de 2019, a bolsa argentina desvalorizou 38%, configurando a segunda maior desvalorização de uma bolsa de valores, em dólares, em um mesmo dia (perdendo apenas para a bolsa do Sri Lanka em 1989), fazendo o “Joesley Day”, quando a bolsa brasileira caiu, no dia 17 de maio de 2017, 12%, em apenas uma hora, parecer inofensivo. Ressalte-se que no “Joesley Day”, foi ativado o *circuit breaker*, mas esse instrumento não é utilizado na bolsa portenha.

Finalmente, para dar um exemplo individualizado, vale destacar que o Bond da Província de Buenos Aires (2021), que chegou a ser precificado acima de \$100 no início desse ano, atualmente é negociado a menos de \$40, sendo que na crise de 2001, quando a Argentina decretou moratória da dívida, o papel teve um *haircut* para \$45.

Em reação à crise, o Governo Macri (i) concedeu um aumento de 35% no salário mínimo; (ii) aumentou a taxa básica de juros de 73% para 83% a.a; (iii) interveio na economia visando conter a apreciação do dólar (o BCRA gastou US\$2,0 bilhões de suas reservas, da ordem de US\$10,0 bilhões); e (iii) declarou moratória, promovendo a extensão do prazo das dívidas de curto, médio e longo prazo, além de alterar unilateralmente o prazo da dívida de curto prazo e anunciar negociação da reestruturação de suas dívidas junto a FMI. Com efeito, a Argentina tem US\$101 bilhões em dívida externa, dos quais US\$7 bilhões vencem no curto prazo, US\$50 no longo prazo, sendo que o FMI promoveu um resgate de US\$57 bilhões, dos quais US\$44 bilhões já foram desembolsados e US\$5,4 bilhões estão previstos para desembolso esse ano (no mês de outubro).

Nesse contexto, S&P e Moody’s rebaixaram a classificação de risco da Argentina, corroborando para o agravamento da crise.

Tendo em vista que a Argentina é o terceiro maior parceiro comercial do Brasil, o evento afetou diretamente nosso mercado interno.

3. Fraqueza dos dados de atividade na Europa e nos EUA. No contexto de maiores preocupações quanto ao crescimento mundial, aumentaram as expectativas de redução de juros nos mercados globais. Com efeito, o cenário de incerteza referido no item 1 acima permite a manutenção de taxas de juros mais baixas, tendo em vista estimular o aquecimento da economia (e evitar uma recessão mundial). Nesse sentido, o presidente

do Banco Central americano (FED) sugeriu a manutenção de cortes de juros nas próximas reuniões. O mercado agora atribui uma probabilidade de 93% de uma redução de 25bps dos juros em setembro. Analisando o fenômeno por outro espectro, a manutenção ou a perspectiva de cortes de juros nas economias mundiais sinaliza uma oportunidade nas bolsas de valores de mercados emergentes, tal como a brasileira. **Incerteza na Europa: Brexit e Queda do Primeiro Ministro Italiano:** O primeiro ministro Britânico, Boris Johnson, pretende a saída da União Europeia, com ou sem acordo. Não obstante, há movimento no parlamento para postergar a data mais uma vez. Se isso ocorrer, o PM ameaça convocar novas eleições antecipadamente, para a população escolher o novo parlamento e sua maioria decidir os rumos da saída. Na Itália, a coalizão governista rompeu e o primeiro ministro perdeu o apoio, sendo obrigado a renunciar ao cargo.

O FUNDO

Os eventos destacados acima contribuíram para um resultado negativo do Fronteira Eficiente IS FIC de FIM ("Fronteira Eficiente") no mês de agosto. Segue abaixo o resumo do portfólio, destacando a rentabilidade de cada uma dos fundos que integram a carteira, no mês e no ano:

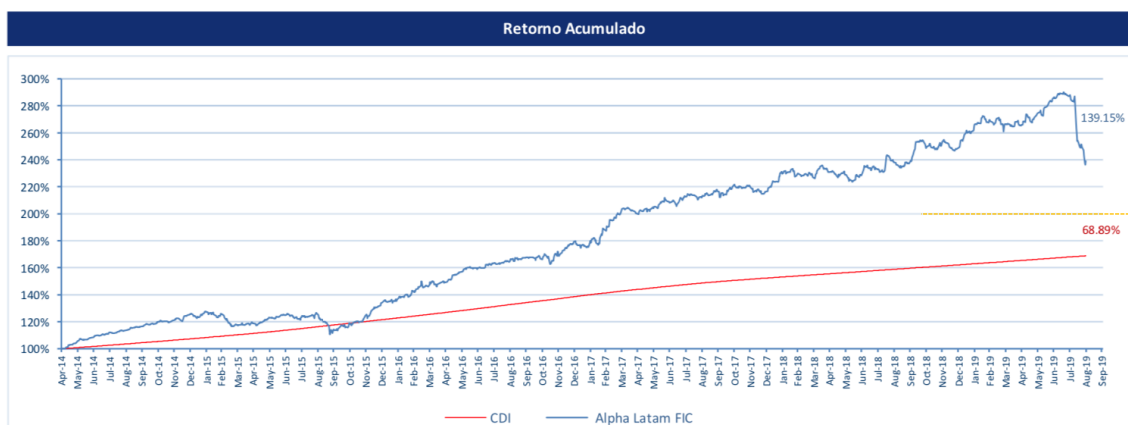
%	Fundo	Classe	Gestor	Objetivo	Agosto	x CDI	Julho	x CDI	Ano	x CDI
11%	AF Invest Geraes FIRF CP	Crédito Privado	AF Invest	Liquidez D+1	0,54%	107%	0,63%	112%	4,61%	110%
12%	Angá High Yield FIRF CP	Crédito Privado	Angá Asset Management	FIDC e Crédito Privado	0,80%	160%	1,08%	190%	9,07%	217%
2%	Sparta Max FIC Fundos RF CP LP	Crédito Privado	Sparta Investimentos	Crédito Privado Líquido	0,54%	107%	0,63%	111%	4,81%	115%
3%	Leste Credit FIM CP IE	Crédito Privado	Leste Investimentos	Credito Privado High Yield/Estruturado EUA e Brasil	0,86%	171%	0,97%	171%	7,53%	180%
4%	Leste CP Brasil FIC FIM	Crédito Privado	Leste Investimentos	Credito Privado High Yield Brasil	0,73%	161%	-	-	0,73%	161%
1%	BTG PACTUAL CDB Plus	Crédito Privado	BTG Pactual	Caixa - Liquidez D+0	0,53%	105%	0,58%	102%	4,42%	106%
13%	Canvas Vector FIC FIM	Macro	Canvas Capital	Prêmio de Risco Alternativo - Arbitragem Global	-0,05%	-	3,00%	522%	21,54%	515%
12%	Apollo FIM	Macro	Sul América	Macro Média Vol	-0,72%	-	0,64%	112%	6,80%	163%
3%	Polo Macro FIM	Macro	Polo Capital Gestão de Recursos	Macro Alta Vol	-3,77%	-	-1,36%	-	6,50%	156%
10%	Exploritas Alpha América Latina FIC FIM	Multimercado	Exploritas	Ações e Bonds Latam	-16,95%	-	0,92%	163%	-3,92%	-
10%	Claritas Long Short FIC FIM	Long & Short	Claritas Investments	Long Short Direcional	0,24%	47%	1,67%	294%	5,07%	121%
10%	SulAmérica Inflate FIRF LP	Inflação	Sul América	Inflação/Pré Geral	-0,04%	-	1,08%	190%	15,96%	382%
9%	AZ Quest Legan Termo FIM	Multimercado	AZ Quest Investimentos	Arbitragem - Financiamento Operações Termo	0,58%	115%	0,59%	104%	4,55%	109%

Conforme se observa, o principal detrator da rentabilidade foi o Exploritas Alpha América Latina ("Exploritas"), o qual caiu 16,95% no mês. Com efeito, no dia da Prévia das Eleições Argentina, a exposição do Exploritas nos ativos argentinos era 24,1% (15,5% em Bonds e 8,6% em Ações negociadas na Merval), sendo esta posição responsável por 2/3 das perdas do Exploritas. A performance na estratégia Long & Short Brasil também contribuiu significativamente para o resultado negativo do Exploritas, com 3,1% da queda mensal (principalmente com alocações em ativos dos setores de educação e commodities). Finalmente, a abertura da curva de juros no Brasil foi responsável por 0,91% das perdas do Exploritas.

Vale destacar que o Exploritas opta por não realizar hedge de possíveis perdas e exposições aos ativos da Argentina por considerar que seu custo afetaria a rentabilidade de longo prazo do fundo. Com efeito, a falta de liquidez dos ativos faz com que o custo do hedge seja muito caro.

A exposição atual do Exploritas em Argentina é 13,3% (ações 2,9% e bonds 10,4%). Proporcionalmente, a alocação em bonds é maior devido ao entendimento de maior assimetria nos preços desses papéis (e, portanto, maior potencial recuperação).

Segue abaixo o histórico do retorno do Exploritas desde seu início. Tendo em vista identificar um horizonte para recuperação da posição, pode-se utilizar a rentabilidade dos últimos 12 meses, hipótese em que o Exploritas levaria 1 ano para recuperar a perda obtida no mês de agosto. Alternativamente, pode-se utilizar o parâmetro de previsão estimada pela própria Exploritas, com base no objetivo de rentabilidade da tese: CDI + 6% a.a. Nessa hipótese, levaria cerca de 18 meses para a recuperação da performance obtida no mês de agosto.



Outro fundo que, muito embora represente apenas 3% de seu patrimônio líquido do Fronteira Eficiente, contribuiu negativamente para seu resultado, foi o Polo Macro, o qual obteve resultado de -3,35% no mês de agosto. O resultado do Polo Macro deveu-se, sobretudo, a sua posição em Argentina, que era de aproximadamente 3% do seu patrimônio líquido.

O gestor do Exploritas entende que há um *up side* nas posições de ações e bonds argentinos detidos, mas não realizou o aumento de sua exposição aos ativos. Já o gestor do Polo Macro entende que há ativos baratos nos setores de *real estate*, *oil and gas* e energia, tendo aproveitado a crise para investir em ações de empresas com boa estrutura de capital nos setores mencionados. A Fronteira entende que os patamares atuais de preço dos ativos argentinos já consideram a bancarrota da Argentina, havendo espaço para ganhos com as posições nos próximos meses.

Estamos otimistas com Brasil, pois, além das reformas em andamento (previdenciária, tributária, privatizações e administrativa), os indicadores econômicos demonstram sinais de melhora na economia. Com efeito, no segundo trimestre, houve alta de 2% no PIB trimestral da construção após 20 trimestres com quedas consecutivas. Ademais, o PIB do país teve crescimento de 0,4% no trimestre. O projeto de abertura no mercado de gás deve reduzir preços para parte do setor industrial, o que pode incentivar a economia real, de forma a gerar mais empregos e aumentar o consumo das famílias, gerando velocidade ao novo ciclo de crescimento da economia interna.

No cenário internacional, ainda não há elementos suficientes para caracterizar uma recessão da economia internacional, que frustraria os planos de retomada de

crescimento no Brasil. Conforme já destacado, a eleição americana no final do ano de 2020 e a necessidade de manutenção de crescimento da China devem por termo à guerra comercial.

Sendo assim, não obstante a ocorrência em série de eventos de baixíssima probabilidade em um mesmo mês, continuamos convictos da estratégia adotada pelo Fronteira Eficiente, de diversificação e complementariedade entre as teses de gestores com comprovada experiência de gestão e satisfatórios históricos de retorno. Nesse sentido, permanecemos buscando gerar o retorno previsto ao investidor no médio/longo prazo (120%~140% CDI), com uma volatilidade de 3% a 5%.

Em anexo, para efeito de histórico e comparação, segue a rentabilidade completa, até 24 meses, dos fundos que compõem a carteira do Fronteira Eficiente, de forma a viabilizar a verificação da performance dos gestores no médio/longo prazo. Finalmente, cabe destacar que os patamares atuais de volatilidade no Fronteira Eficiente, de 3,6%, estão de acordo com o modelo previsto inicialmente. Com efeito, apesar de o *backtest* desde 2016 até maio/19 não haver indicado rentabilidades negativas, a performance obtida no mês de agosto não foge das premissas estabelecidas.

ANEXO I – RENTABILIDADE ULTIMOS 24 MESES

Quadro de Retornos

Data Emissão: 04/09/2019 16:37:50

1/2

Data Posição: 30/08/2019

Carteira	BenchMark	Valor Cota	Valor PL	Dia	Mês	Ano	6 Meses	12 Meses	24 Meses	Volat.
Fundos de Investimentos										
216658 - AF INVEST FI RF CRED PRIV GERAES	CDI	3,04405410	3.390.772.042,45	0,02%	0,54%	4,61%	3,39%	7,10%	15,59%	0,10%
			vs BenchMark	97,85%	107,38%	110,19%	109,00%	113,03%	114,97%	
476250 - ANGA HIGH YIELD FI RF CRED PRIV	CDI	1,14224317	401.459.587,53	0,05%	0,80%	9,07%	6,51%	14,22%	14,22%	0,47%
			vs BenchMark	231,85%	159,72%	216,86%	209,20%	231,35%	231,35%	
473596 - APOLLO FI MULTIMERCADO CREDITO PRIVADO	CDI	11,10683390	134.465.980,05	0,21%	(0,72%)	6,79%	4,31%	10,69%	11,07%	2,40%
			vs BenchMark	915,28%	(142,46%)	162,50%	138,46%	170,29%	163,97%	
403822 - AZ QUEST LEGAN TERMO FI MULT	CDI	1,50330280	125.476.327,36	0,02%	0,57%	4,54%	3,37%	6,88%	14,87%	0,14%
			vs BenchMark	108,47%	113,91%	108,63%	108,21%	109,58%	109,60%	
453420 - BTG PAC CDB PLUS FI RENDA FIXA CRED PRIV	CDI	1,96639470	2.279.264.297,31	0,02%	0,53%	4,42%	3,23%	6,61%	12,19%	0,06%
			vs BenchMark	98,04%	104,88%	105,62%	103,84%	105,32%	104,20%	
456381 - CANVAS VECTOR FC FI MULTIMERCADO	CDI	1,29826513	247.869.926,36	0,08%	(0,05%)	21,49%	14,60%	28,60%	29,83%	5,22%
			vs BenchMark	334,39%	(10,61%)	513,92%	469,34%	455,52%	269,89%	
109241 - CLARITAS LONG SHORT FI COTAS FI MULTI	CDI	10,41520896	546.656.270,16	0,08%	0,24%	5,07%	3,46%	8,80%	20,92%	3,06%
			vs BenchMark	354,72%	46,76%	121,16%	111,41%	140,23%	154,26%	
370126 - EXPLORITAS ALPHA AMERICA LAT FIC FI MULT	CDI	239,14838620	1.466.565.639,11	1,25%	(16,95%)	(3,92%)	(11,35%)	0,44%	12,78%	12,16%
			vs BenchMark	5.509,81%	(3.366,44%)	(93,81%)	(364,82%)	6,98%	94,22%	
123456 - LESTE CP BRASIL FIC FIM	CDI	1,00734590	0,00	0,04%	-	-	-	-	-	0,13%
			vs BenchMark	186,44%	-	-	-	-	-	
407410 - LESTE CREDIT FI MULT CRED PRIV IE	CDI	1,69333500	194.727.048,36	0,04%	0,86%	7,53%	5,69%	11,22%	27,28%	0,50%
			vs BenchMark	169,57%	170,36%	180,07%	182,82%	178,64%	201,16%	
415065 - PIMCO INCOME FI MULTIMERCADO INV EXT	CDI	1,53418174	2.541.728.830,53	0,09%	(0,69%)	7,70%	4,39%	9,81%	14,81%	1,87%
			vs BenchMark	411,21%	(136,18%)	184,13%	141,06%	156,24%	109,18%	
241202 - POLO MACRO FI MULTIMERCADO	CDI	3,58604195	157.080.090,69	0,48%	(3,78%)	6,50%	(2,29%)	18,34%	23,99%	6,65%
			vs BenchMark	2.093,89%	(749,65%)	155,52%	(73,69%)	292,06%	176,88%	
439282 - SPARTA MAX FC FI RF CRED PRIV LP	CDI	1,19497852	50.573.609,54	0,03%	0,54%	4,81%	3,44%	7,15%	15,28%	0,14%
			vs BenchMark	117,22%	107,11%	114,94%	110,50%	113,85%	112,69%	
212873 - SUL AMERICA INFLATIE FI RENDA FIXA LP	CDI	44,29259630	1.751.451.185,57	0,67%	(0,04%)	15,97%	10,63%	27,26%	34,54%	4,82%
			vs BenchMark	2.942,70%	(7,79%)	381,84%	341,73%	434,13%	254,64%	
		Dia	Mês	Ano	6 Meses	12 Meses	24 Meses			
CDI		0,02%	0,50%	4,18%	3,11%	6,28%	13,56%			
Ibovespa		0,61%	(0,67%)	15,07%	5,81%	32,37%	42,67%			
Dólar		(0,71%)	9,92%	6,81%	10,70%	(1,02%)	30,81%			