

Cenário Macroeconômico

A escalada da pandemia de coronavírus juntamente com a guerra de preços do petróleo foram os assuntos que dominaram os noticiários do último mês.

O que vínhamos observando no início de março era uma ligeira estabilidade após um *sell-off* ocorrido nos últimos dias de fevereiro devido ao rápido aparecimento de casos de coronavírus fora da China, onde o mercado parecia estar internalizando o choque e ensaiando alguma melhora. Todavia, a percepção de que a paralisa da economia chinesa se daria forma mais duradoura e o receio de seu lastro pelo mundo continuaram a pesar, levando o FED a realizar um corte extraordinário de 50bps nas taxas de juros americanas, mas que teve pouca repercussão no mercado. A queda na demanda externa devido às medidas de isolamento social pesou sobre as *commodities*, notadamente o petróleo e a OPEP tentou montar cortes extraordinários de oferta para conter a derrocada da sua cotação.

A descoordenação inerente no cartel levou a Arábia Saudita a iniciar uma guerra de preços, o que fez despencar ainda mais o valor do petróleo. Como se não bastasse, no mesmo fim de semana do anúncio saudita, a Itália passava a reportar uma forte piora do surto do coronavírus, anunciando o fechamento das regiões mais atingidas. A partir desses eventos, passamos a observar fortes correções em todos os principais mercados globais.

A rapidez e o tamanho das correções fizeram as condições financeiras piorarem ferozmente. O receio da paralisa econômica que comprometia o fluxo de caixa das empresas, somada à alta alavancagem de companhias de energia americanas, despertou uma forte corrida por liquidez e por ativos seguros.

O desenrolar desse cenário incitou um medo generalizado de uma crise de crédito nos EUA, com índices de *spread* batendo recordes históricos e desencadeando uma volatilidade expressiva. Pudemos acompanhar essa disfuncionalidades quase que diariamente nos mercados, culminando em algumas paradas forçadas dos negócios, os *circuit breakers*.

Em contrapartida, as autoridades monetárias ao redor mundo agiram com velocidade. O FED fez mais uma reunião extraordinária, cortando as *fed funds* em mais 100bps e comprando títulos e MBS, acompanhada de um discurso muito enfático a fim de amenizar os distúrbios dos mercados. O ECB passou também a aumentar seu programa de compra de ativos, incluindo papéis não comerciais, e

iniciou um programa de emergência. Atuações similares foram observadas em vários outros bancos centrais ao longo do mês.

Para além da política monetária, os governos passaram a se movimentar e prover estímulos fiscais. Dentre eles, destaca-se o pacote trilionário americano, com vouchers, empréstimos quase sem colateral para pequenas e médias empresas, expansão do seguro desemprego e aumento dos gastos em saúde. Outras economias também seguiram com políticas semelhantes.

O Brasil não passou incólume a toda essa turbulência. Os indicadores financeiros se deterioraram rapidamente e houve uma expressiva queda dos ativos de risco locais. A perspectiva quanto à atividade, que já encontrava dificuldade em ganhar mais velocidade, passou a ficar comprometida, enquanto os números de casos do coronavírus no país cresciam rapidamente.

Diante desse cenário, o Banco Central reduziu a Selic em 50bps, diminuiu o compulsório e anunciou a facilitação de empréstimos. O BNDES também se projetou rumo aos estímulos. Do lado fiscal, o governo tem concedido benefícios a trabalhadores de baixa renda e abriu novas linhas de crédito para pequenas e médias empresas. Do lado político, chama a atenção os atritos do governo federal com outras esferas do poder público. Esses atritos têm ganhado visibilidade, em especial no que concerne à posição de alguns estados em realizar medidas de isolamento social de maneira mais intensa. Parte do poder executivo tem expressado preocupação quanto às consequências econômicas das paralisações e esse debate deve ganhar mais destaque nas semanas à frente.

Dado o exposto, o cenário base tem configurado o de uma recessão global apesar dos fortes estímulos das principais economias. Acreditamos que tais esforços somente devem ajudar na retomada da atividade e abrandar os efeitos da paralisia econômica. No Brasil, o desafio econômico e sanitário, já bastante amplo, passa a disputar espaço com o conturbado ambiente político, o que tem gerado ainda mais incerteza e pode dificultar a volta do crescimento.

De toda forma, a dinâmica da economia global seguirá sendo ditada pelo desenvolvimento do vírus e pela capacidade de adaptação das economias. Cabe ressaltar a importância de fazer o "dever de casa" nas atuais circunstâncias. A perda de produto virá de uma restrição real, inevitavelmente. É fundamental que o ambiente possua o mínimo de fricção para que possamos vislumbrar uma recuperação mais rápida e minimizar os seus danos.

Estratégia Multimercado Macro

Fundo	Mar 20	Fev 20	Jan 20	Ano	12 meses	Desde o início	Data de início	PL médio 12 meses
ARX Target Institucional FIM	-1,72	-0,34	-0,86	-2,89	2,32	1.221,51	02/09/99	35.599.791
% do CDI	-504,22	-115,74	-228,73	-285,20	42,65	110,43		
ARX Especial Macro FIC FIM	-1,00	-0,87	-1,32	-6,74	1,70	57,53	30/06/15	65.208.544
% do CDI	-1.370,37	-294,46	-350,32	-663,79	31,25	109,26		
Previdência								
ARX Target Icatu Previdência FIM	-1,74	-0,27	-0,59	-2,59	-	-	12/4/2019	-
Indexador								
CDI	0,34	0,29	0,38	1,01				

Em linha com a percepção de piora no quadro global derivada das incertezas quanto ao surto do coronavírus, ainda no mês passado estávamos com posições menores em bolsa local. Não obstante, a rápida e brutal correção dos ativos de risco de maneira generalizada impactou de maneira considerável os portfólios. Algumas posições de juros sofreram dado o desgaste do ambiente político e as indefinições do quadro fiscal de médio prazo. Ainda assim, a posição de *flattening* da curva de juros que seguimos carregando nos últimos meses ajudou a mitigar as perdas, funcionando como um bom *hedge*.

Mais ao fim do mês, optamos por aumentar um pouco nossa posição em bolsa, focando em papéis de empresas sólidas, que tenham um bom *valuation* e que sejam capazes de atravessar a atual conjuntura de maneira mais estável.

Alocamos também parte da carteira em empresas que são beneficiadas pela alta do dólar, que tende a permanecer estressado devido à deterioração do cenário econômico de curto prazo, já contratada.

Percebendo as medidas contracíclicas que seriam tomadas para amenizar o impacto econômico, seguimos aplicados nos juros de curto prazo.

Por fim, iniciamos alguma exposição tomada em juro nominal longo devido ao que enxergamos ser uma piora do quadro fiscal, tanto pelo choque econômico como pelos ruídos políticos domésticos que podem comprometer a agenda reformista de médio prazo.

Estratégia Long Short

Fundo	Mar 20	Fev 20	Jan 20	Ano	12 meses	Desde o início	Data de início	PL médio 12 meses
ARX Long Short FIC FIM	-2,75	0,11	1,16	-1,51	4,66	579,59	16/03/05	48.961.345
% do CDI	-774,82	38,92	308,77	-148,84	85,62	156,77		
Indexador								
CDI	0,34	0,29	0,38	1,01				

No mês de março, o fundo apresentou retorno de -2,75%, com uma volatilidade de 3,72% em 12 meses. Mantivemos uma exposição bruta (compras + vendas) ao redor de 35% e uma exposição financeira média de 5%.

As principais contribuições positivas vieram das posições vendidas nos setores de bens de capital, logística e agronegócio e os detratores de retorno mais relevantes vieram das posições compradas no setor de varejo e petróleo.

Nossa exposição comprada é representativa nos setores de energia elétrica, dada a sua característica mais defensiva e e-commerce, que se beneficia mais do atual cenário de *lockdown*.

Multiestratégia

Fundo	Mar 20	Fev 20	Jan 20	Ano	12 meses	Desde o início	Data de início	PL médio 12 meses
ARX Extra FIC FIM	-6,28	-1,02	-0,70	-7,88	2,33	837,15	23/12/03	122.554.142
% do CDI	-1.845,22	-347,05	-185,32	-776,85	42,76	179,59		
Indexador								
CDI	0,34	0,29	0,38	1,01				

O ARX Extra FIC FIM é uma combinação das estratégias Macro e *Long & Short*. Em março, sua rentabilidade foi de -6,28%.

Na composição macro, ainda no mês passado estávamos com posições menores em bolsa local. Não obstante, a rápida e brutal correção dos ativos de risco de maneira generalizada impactou de maneira considerável os portfólios. Algumas posições de juros sofreram dado o desgaste do ambiente político e as indefinições do quadro fiscal de médio prazo. Ainda assim, a posição de *flattening* da curva de juros que seguimos carregando nos últimos meses ajudou a mitigar as perdas, funcionando como um bom *hedge*.

Mais ao fim do mês, optamos por aumentar um pouco nossa posição em bolsa, focando em papéis de empresas sólidas, que tenham um bom *valuation* e que sejam capazes de atravessar a atual conjuntura de maneira mais estável e parte da carteira também em empresas que são beneficiadas pela alta do dólar.

Percebendo as medidas contracíclicas que seriam tomadas para amenizar o impacto econômico, seguimos aplicados nos juros de curto prazo e iniciamos alguma exposição tomada em juro nominal longo devido ao que enxergamos ser uma piora do quadro fiscal.

Na composição de renda variável, mantivemos uma exposição bruta (compras + vendas) ao redor de 24% e uma exposição financeira média de 3,5%.

As principais contribuições positivas vieram das posições vendidas nos setores de bens de capital, logística e agronegócio e os detratores de retorno mais relevantes vieram das posições compradas no setor de varejo e petróleo.

Nossa exposição comprada é representativa nos setores de energia elétrica, dada a sua característica mais defensiva e *e-commerce*, que se beneficia mais do atual cenário de *lockdown*.

Estratégias Ações

Fundo	Mar 20	Fev 20	Jan 20	Ano	12 meses	Desde o início	Data de início	PL médio 12 meses
ARX Income FIA	-28,19	-7,50	-0,25	-33,75	-15,10	4.580,81	17/06/99	546.895.078
vs. Ibovespa (em p.p.)	1,71	0,93	1,38	3,11	8,37	4.056,23		
Previdência								
ARX Income Icatu Previdência FIM	-13,14	-3,77	-0,27	-16,65	-1,76	1.008,01	21/09/00	132.696.272
ARX Income Previdência Master FIA	-27,30	-	-	-32,96	-	-	4/12/2019	-
ARX Income 100 XP Seguros Prev FIC FIA	-27,32	-	-	-32,72	-	-	4/12/2019	-
Indexador								
Ibovespa	-29,90	-8,43	-1,63	-36,86				
CDI	0,34	0,29	0,38	1,01				

A rentabilidade do ARX Income FIA em março foi de -28,19% contra um recuo de 29,9% do Ibovespa.

Os impactos relativos mais positivos para a carteira foram Vivo ON e Carrefour Brasil, enquanto os maiores detratores de retorno foram Petrobras e Metalúrgica Gerdau.

A ação ON da Vivo valorizou devido à proposta de união de classes, garantindo mais liquidez, e pelo perfil defensivo da companhia frente a uma conjuntura de forte contração da atividade econômica causada pelos impactos do coronavírus.

Por outro lado, a ação da Petrobras sofreu com o colapso ocorrido nas cotações do petróleo nos mercados mundiais, por conta da queda de demanda por derivados causada pandemia global e pela decisão da Arábia Saudita de encerrar o acordo de restrição de oferta da OPEP e de acelerar sua produção no curto prazo.

A ação da Metalúrgica Gerdau foi impactada negativamente pelas as perspectivas muito negativas para a evolução tanto da atividade interna quanto da economia global nos próximos trimestres.

O ARX Income Icatu Previdência FIM possui uma carteira balanceada com limite de até 49% em renda variável, replicando o portfólio do ARX Income FIA e os outros 51% alocados em renda fixa através de títulos públicos como LFT e NTN-B longa.

O ARX Income Previdência Master FIA e o ARX Income 100 XP Seguros Previdência FIC FIA replicam 100% do portfólio do ARX Income FIA. Como ainda não completaram seis meses e de acordo com a legislação vigente, suas rentabilidades não podem ser divulgadas.

Fundo	Mar 20	Fev 20	Jan 20	Ano	12 meses	Desde o início	Data de início	PL médio 12 meses
ARX FIA	-31,70	-7,42	-2,23	-38,18	-23,86	1.391,46	18/07/01	15.366.522
vs. Ibovespa (em p.p.)	-1,80	1,01	-0,60	-1,32	-0,39	969,40		
Indexador								
Ibovespa	-29,90	-8,43	-1,63	-36,86				

A rentabilidade do fundo ARX FIA no mês de março foi de -31,70%. O Ibovespa apresentou uma queda de 29,90% no mesmo período.

As principais contribuições positivas, em termos de alfa, vieram de Vale e Rumo, enquanto o detrator de retorno mais relevante foi Petrobras.

A disrupção na oferta de minério de ferro transoceânico e usinas de aço chinesas demandando minério de ferro mesmo com o evento coronavirus ajudaram a sustentar o preço da *commodity* em um patamar positivo para as mineradoras. O dólar mais valorizado beneficiando o faturamento e o petróleo mais barato barateando os custos também influenciaram positivamente a ação da Vale.

Entre as maiores perdas, a ação da Petrobras sofreu com a queda de cerca de 50% do preço do petróleo no mês por conta das divergências com relação ao nível de produção entre os grandes produtores, Rússia e Arábia Saudita.

Entretanto, não esperamos que o preço atual da *commodity* vigore por muito tempo, uma vez que os produtores de *Shale Oil* no EUA possuem custos operacionais acima de U\$ 40/barril e os orçamentos da Rússia e Arábia Saudita não se equilibram a esse nível de preço.

As maiores alocações *overweight* do fundo estão nos setores de energia elétrica, varejo e propriedades, enquanto os maiores *underweight* estão em bancos, consumo básico e papel e celulose.

Fundo	Mar 20	Fev 20	Jan 20	Ano	12 meses	Desde o início	Data de início	PL médio 12 meses
ARX Long Term FIC FIA	-33,51	-7,85	-1,56	-39,69	-23,18	501,91	5/9/2008	92.588.681
vs. Ibovespa (em p.p.)	-3,61	0,58	0,07	-2,83	0,29	461,32		
Indexador								
Ibovespa	-29,90	-8,43	-1,63	-36,86				

O ARX Long Term FIC FIA apresentou uma rentabilidade de -33,51% no mês de março.

As principais contribuições para o resultado vieram de Vale e JBS, enquanto a perda mais relevante foi Petrobrás.

A boa performance da JBS no período está relacionada à forte demanda do *business* de *beef*, principalmente nos EUA. A razão entre o preço da carne e o gado nos EUA está aumentando tanto por preço (alta de preços) como por custo (queda no preço do gado no mercado futuro). A JBS US Beef é o principal negócio da companhia e corresponde a quase metade de seus resultados.

A disrupção na oferta de minério de ferro transoceânico e usinas de aço chinesas demandando minério de ferro mesmo com o evento coronavirus ajudaram a sustentar o preço da *commodity* em um patamar bem positivo para as mineradoras. O dólar mais valorizado beneficiando o faturamento e o petróleo mais barato barateando os custos também influenciaram positivamente a ação da Vale.

Do lado das perdas, a ação da Petrobrás sofreu com a queda relevante do petróleo no mês por conta dos desentendimentos entre Arábia Saudita e Rússia. Acreditamos que o preço atual do petróleo, de U\$ 25/barril, não é sustentável já que o *breakeven* das melhores áreas do *Shale Oil* está situado acima de U\$ 40/barril. Adicionalmente, a Rússia necessita de preços acima de U\$ 50/barril para equilibrar seu orçamento e a Arábia Saudita tem como premissa no seu orçamento fiscal um preço de petróleo próximo de USD 80/barril.

O fundo possui suas maiores exposições nos setores de varejo, energia elétrica, mineração e petróleo.

Crédito Privado

Fundos	Mar 20	Fev 20	Jan 20	Ano	12 meses	Desde o início	Data de início	PL médio 12 meses
ARX Denali FIRF CP	-1,08	0,31	0,42	-0,36	4,06	8,75	24/08/18	1.638.430.766
% do CDI	-316,48	103,62	110,69	-35,59	74,37	93,80		
ARX Vinson FIRF CP	-1,83	0,30	0,43	-1,10	3,25	8,05	24/08/18	2.280.237.584
% do CDI	-536,70	101,88	115,29	-108,77	59,57	86,23		
ARX Everest FIC FIRF CP	-1,70	0,35	0,52	-0,84	3,97	6,40	13/12/18	272.993.398
% do CDI	-498,15	117,81	138,94	-82,53	72,92	87,31		
ARX Elbrus Debêntures Incentivadas FIM CP	-3,45	0,54	0,82	-2,13	4,99	14,50	24/08/18	155.696.006
Dif. em p.p. do IMAB 5	-1,72	-0,10	0,26	-1,56	-3,83	-3,47		
Previdência								
ARX Denali Icatu Previdência FIRF CP	-1,75	0,26	0,39	-1,11	2,80	5,87	31/10/18	240.456.976
ARX Denali Prev FIRF CP	-0,70	0,37	0,53	0,20	-	3,61	19/06/19	-
ARX Denali XP Seguros Prev FIC FIRF CP	-0,73	0,31	0,78	0,04	-	2,88	2/7/2019	-
ARX Denali Zurich Previdência FI FIRF CP	-	-	-	-	-	-	23/12/19	-
ARX K2 Inflação Curta FIM CP	-	-	-	-	-	-	28/10/19	-
ARX K2 Previdência FIC FIM CP	-	-	-	-	-	-	28/10/19	-
ARX K2 Zurich Inflação Curta FIC FIM CP	-	-	-	-	-	-	23/12/19	-
ARX Sulamérica K2 Inflação Curta Prev FIC	-	-	-	-	-	-	30/12/19	-
Indexadores								
CDI	0,34	0,29	0,38	1,01				
IMAB 5	-1,75	0,64	0,56	-0,57				

O mês de março foi marcado por uma forte correção de preços em praticamente todas as classes de ativos globalmente. A evolução da pandemia do COVID-19 ao redor do planeta levou governos de diferentes países a adotarem políticas de distanciamento social como estratégia de defesa a uma proliferação demasiadamente rápida do vírus, o que sobrecarregaria os sistemas de saúde. Apesar da comprovada eficácia em reduzir a velocidade de propagação, as políticas de distanciamento social trazem impactos econômicos bastante elevados.

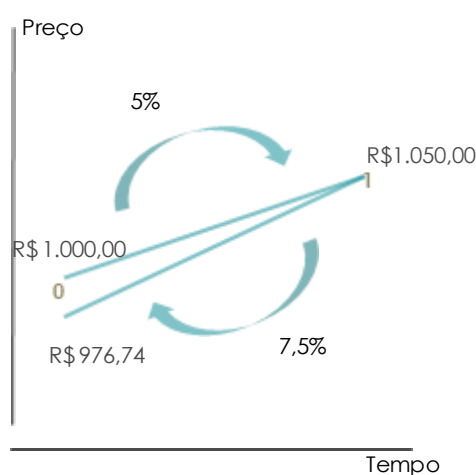
Dentro deste contexto de forte aumento de incertezas, é mais do que natural que os ativos de crédito privado também sejam impactados. Entretanto, a renda fixa é caracterizada pela premissa básica de que o fluxo futuro é estabelecido no início da operação e a mesma tem começo, meio e fim. Em outras palavras, data de emissão, amortização e juros, e data de vencimento. Assim, um impacto no preço do ativo hoje não altera seu fluxo futuro esperado. O que nos leva a reflexão: o que causa este impacto no preço dos ativos de crédito privado?

Quando o grau de incerteza se eleva de maneira brusca na economia como um todo, o preço do capital – seja ele próprio ou de terceiros – se eleva. Posto de outra maneira, os investidores cobram taxas de retorno mais elevadas para investirem seu próprio capital. Dessa forma, a taxa de retorno exigida dos títulos de crédito privado – composta pela taxa livre de risco adicionada a um prêmio pelo risco de crédito do emissor – aumenta, seja em operações primárias ou no mercado secundário.

Como o preço de um ativo de renda fixa é inversamente proporcional à taxa de retorno implícita, o preço do ativo cai apesar do fluxo futuro não se alterar. Ou seja,

após o impacto negativo no preço, este mesmo ativo passa a ter uma taxa de retorno mais elevada até sua data de vencimento.

Exemplificadamente, imagine um título emitido a taxa de 5% a.a., preço unitário de emissão (PU) de R\$ 1.000,00 e prazo de vencimento de 1 ano. Logo após sua emissão, este mesmo título passa a ser negociado no mercado secundário pela taxa de 7,5% a.a. Conforme podemos observar na figura abaixo, no momento em que o título passa a ser negociado a uma taxa diferente daquela emitida, seu valor cai, levando a uma rentabilidade inicial negativa. Não obstante, ao longo do prazo da operação, este título passa a se valorizar mais rapidamente até atingir o mesmo valor futuro esperado do início da operação (o valor futuro do título não foi alterado).



Fonte: ARX Investimentos

Explicado este conceito, somos levados à próxima – e principal – pergunta: então qual o risco? O principal risco de uma operação de crédito privado é sempre a inadimplência do emissor e, neste ponto, somos enfáticos em deixar claro que os fundos de crédito da ARX Investimentos são todos dedicados a créditos *high grade*, ou aqueles com baixo risco de inadimplência.

Os emissores considerados como baixo risco de crédito compreendem aqueles que atuam em setores altamente regulados, com fluxo de caixa previsível e estável ao longo de ciclos econômicos, ou que possuem uma posição de destaque dentro do seu setor de atuação. São companhias com baixa alavancagem financeira, passivo financeiro alongado e barato, boas práticas de governança corporativa, elevada posição de liquidez, forte bancabilidade junto às principais instituições financeiras do país, dentre muitas outras características que os colocam em uma posição competitiva bastante diferenciada para atravessar momentos de crise.

Historicamente, são empresas que acabam conseguindo aproveitar períodos turbulentos para consolidar sua posição de destaque dentro do segmento onde atuam. Assim, mesmo após revisitar cada um dos emissores a que temos exposição em nossos portfolios, nos aproximando ainda mais do *management* das companhias e instituições financeiras e readequando nossas projeções para estes emissores, seguimos convictos da capacidade de repagamento dos compromissos financeiros de cada devedor a que temos exposição em nossos fundos.

Indo além, acreditamos que os prêmios de risco observados atualmente no mercado de emissores *high grade* não condizem com seus baixos riscos de crédito. Desta forma, seguimos confiantes de que, a despeito da volatilidade no preço dos ativos de crédito no curto prazo, os prêmios de risco cobrados deste emissores se acomodarão em patamares inferiores no médio prazo. A relação risco e retorno dos ativos de crédito *high grade* estão em níveis muito atrativos.

Os fundos de previdência da família Denali replicam a estratégia do ARX Denali FIRF CP, fundo de crédito privado *high grade* composto por ativos de liquidez e títulos públicos. Os da família K2 são fundos focados em crédito privado com *benchmark* IMA-B 5, o índice de inflação curta da Anbima.

De acordo com a legislação em vigor, os fundos que ainda não completaram seis meses não podem ter suas rentabilidades divulgadas.

Material elaborado em 02 de abril de 2020. Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou, do fundo garantidor de créditos – FGC. □ A Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A Rentabilidade divulgada não é líquida de impostos das taxas descritas no regulamento do fundo. Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. Administrador/Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (CNPJ: 02.201.501/0001-61); Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar - Rio de Janeiro, RJ, CEP 20030-905 - www.bnymellon.com.br/sf. □ Atendimento ao Cliente e Ouvidoria pode ser feito por telefone de seg a sex, das 9h às 18h. SAC (21) 3219-2600 / (11) 3050-8010 / 0800 725 3219 – Ouvidoria 0800 021 9512. □ Para mais informações, tais como a tributação aplicável, acesse o regulamento do fundo, disponível no site www.cvm.gov.br ou no seguinte link do site do administrador: <https://servicosfinanceiros.bnymellon.com>. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br. Os canais de atendimento estão disponíveis no site www.arxinvestimentos.com.br. □ Este material é de uso exclusivo da ARX Investimentos. Na hipótese de sua entrega a terceiros, é fornecida, exclusivamente, a título informativo, e não constitui oferta ou qualquer sugestão ou recomendação de investimento, em particular ou em geral. Este material não deve ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, total ou parcialmente, sem o prévio consentimento da ARX Investimentos. Não há neste documento qualquer declaração ou garantia, explícita ou implícita, acerca de promessa de rentabilidades futuras quanto ao produto ou serviço financeiro identificado. Este documento não leva em conta objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer pessoa física ou jurídica individualmente considerada. Todas as opiniões descritas nesse documento são da ARX Investimentos.

MATERIAL DE DIVULGAÇÃO