

## Carta do Gestor – Março 2020

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu +4,73% em Março (+1.390% do CDI). No ano, o fundo está acumulado em +7,41% (+730% do CDI). Tivemos ótimos resultados nas posições direcionais, bons ganhos também no L&S, e perda razoável numa posição pequena de títulos públicos.

Como comentamos na carta extraordinária publicada ao longo do mês, os temores dos impactos econômicos gerados pela crise de saúde decorrente do alastramento da infecção pelo Coronavírus se acentuaram muito.

Ainda é cedo para ter um cenário claro pela frente, tanto para evolução da economia global quanto brasileira. Isso vale também para prognósticos de preços de ativos. De qualquer maneira, nos parece cedo para tomar risco.

Em aproximadamente 25 anos de carreira no mercado financeiro, tendo começado no final de 1994 na boca da “Tequila Crisis”, esta parece ser a pior crise que vimos, e a de mais difícil solução. Na nossa visão o mundo vem “empurrando com a barriga” uma série de problemas e desequilíbrios, tentando adiar o “pagamento da conta”, deixar para a próxima geração. Mas cada vez fica mais difícil de empurrar, e o custo à frente parece maior.

Uma das poucas coisas que podemos falar com alguma segurança é que o mundo vai sair mais pobre desta crise. E isto vai ter impacto no valor dos ativos a longo prazo. Ainda vemos muita gente simplesmente olhando para a taxa de juros perto de zero ou negativa, e achando que isto vai impulsionar preço de ativos. Para nós os juros neste nível é muito mais um indicador das anomalias/problemas, do que da solução. E muita gente acreditando em “recuperação em V”, que nos parece pouco realista dada a piora estrutural dos fundamentos num contexto em que o equilíbrio macroeconômico já era para lá de frágil.

Por outro lado, depois de muito tempo agora conseguimos enxergar ativos que parecem verdadeiramente baratos. Também tem muita coisa que estava absurdamente cara, que caiu bastante e agora está só “muito cara”, mas vão ter investidores dizendo que estão baratas.

### ***Cenário Macro Global***

O equilíbrio macroeconômico estrutural frágil se encontrou com um desafio conjuntural provavelmente nunca visto em tempos modernos, de descontinuidade de consumo e produção global sem previsão de prazo de retorno.

Os governos e bancos centrais já anunciaram uma série de medidas para bancar parte deste custo e/ou dar suporte a empresas e pessoas para sobreviver durante este período. Isto pode amenizar a contração de curto prazo e a ajudar na sobrevivência de parcela das empresas, o que sem dúvida é importante e positivo.

Mas o custo de tudo isto não vai simplesmente desaparecer. Um dos pontos que nos chama a atenção é quem vai comprar os títulos públicos que serão emitidos para fazer frente aos déficits públicos gigantescos no ano? De onde vão tirar recursos num momento de perda de riqueza significativo, e que muitos tem que na verdade sacar recursos para sobreviver?

A saída pode ser em parte com simples “impressão de moeda/inflação”, um tipo de default que o Brasil usou muito no passado. Até por isto, traçar cenários de inflação e juros muito baixos no longo prazo não nos parece óbvio também.

Comentamos algumas vezes anteriormente, e agora vale voltar a mencionar, temos que observar nas próximas semanas e meses o comportamento do mercado de dívida corporativa no mundo. Os governos/BCs vão conseguir amenizar os problemas aqui?? Será que dar mais dívida/refinanciar é uma boa solução?

### ***Cenário Macro Brasil***

O Brasil vive muitos dos desafios e problemas que o mundo como um todo vive. Aqui temos alguns agravantes, mas também potencial para coisas menos ruins.

Do lado “positivo”, vemos o Brasil com um espaço fiscal razoável. Temos até uma visão fora do consenso, e achamos que o que foi anunciado entre as medidas de estímulos até agora foi pouco, teríamos que ser mais agressivos.

O país, se analisarmos como se fosse uma empresa, tem dívida em reais com custo caindo, e todo seu caixa em dólar e comprados em *treasuries* americanos. O “ganho”, ainda não realizado, com o movimento dos mercados em termos de balanço foi grande. Obviamente a dinâmica de “fluxo de caixa” para frente piorou.

E o nível de dívida do país antes da crise não era baixo, mas também não está em níveis insustentáveis. E a dívida é toda tomada por poupança local.

Um pacote mais agressivo de transferência de renda mesmo poderia amenizar muito o impacto da descontinuidade, e minimizar a queda de receita do governo para frente. E dada a posição do “balanço” do governo, o impacto no estoque de dívida não seria tão grande.

Sabemos da dificuldade de execução de um programa de transferência de renda, mas nos parece que seria o melhor caminho. Dar alavancagem financeira adicional para pessoas e empresas parece mais uma solução do tipo “empurrar o problema com a barriga”.

Por enquanto não vemos o governo fazendo algo agressivo o suficiente em termos de transferência de renda, o que tende a tornar o impacto da crise mais acentuado (desemprego mais elevado) e a saída da crise lenta.

Trabalhamos com um cenário em que o *lockdown* gradualmente começa a ser relaxado no final de abril/começo de maio. Mas o retorno à normalidade deve levar alguns meses.

Do lado negativo, o cenário político tornou-se ainda mais incerto. As perspectivas para a aprovação das demais reformas esperadas também pioraram. No nosso cenário ainda esperamos que algumas das medidas/reformas sejam votadas no Congresso até o final do ano. Efetivamente o Congresso ganhou dinâmica própria e maior independência do Poder Executivo, o que é muito bom (e mérito também da maneira de agir do Poder Executivo).

Mas qualitativamente temos um cenário pior. A imagem do Governo Federal a nível global saí pior, e isto muito provavelmente vai sim ter impacto na atração de investimentos necessário.

A equipe econômica, ministério da Infraestrutura e Agricultura provavelmente vão conseguir ainda manter suas agendas nos assuntos que não dependerem tanto do Congresso, o que é positivo também.

### **Visão de Mercado**

De maneira geral também temos a impressão que o Ibovespa caiu pouco dado o tamanho do problema e o patamar de preços em que se encontrava. Achávamos o consenso do mercado muito otimista antes com as projeções para as empresas, as expectativas de crescimento e de alavancagem operacional. Ainda tem muita revisão de projeções para acontecer, e o cenário para 2021 não é óbvio. Vemos uma tendência no mercado de querer acreditar em “recuperação em V”, que de novo, não nos parece óbvia.

Tanto lá fora quanto aqui vamos ver uma forte queda nas receitas das empresas, e consequente desalavancagem operacional. Muitas empresas terão que consumir caixa para passar este período, e mesmo depois com a normalização dos negócios, teremos indicadores de alavancagem financeira mais altos. Muitas empresas que já entraram neste momento com alavancagem financeira podem tornar-se inviáveis.

Também é verdade que quem sobreviver deve ter um *share* maior de mercado. O saldo líquido de tudo isto é que vai contar (o quanto se ganha de *share* menos o quanto o mercado reduz de tamanho/encolhe).

*Botton line: Nossa impressão é que a queda das bolsas americanas e no mundo como um todo foi pequena dada a profundidade da crise, dado o patamar de preços em que se encontravam e a dificuldade de se encontrar boas soluções no curto prazo. E os impactos na economia real ainda estão por serem vistos, e serão muito fortes.*

*Preferimos “assistir um pouco” no que se refere a direção do mercado, mas claramente não nos parece óbvio ficar comprados agora.*

### ***Estratégia Long & Short***

Em momentos como este a estratégia L&S tende a ser muito perigosa. Muitos papéis ganham dinâmica de preço mais ligadas a fluxo do que fundamentos. Estamos zerados no momento, esperando ver um cenário mais claro ou oportunidade específica.

### ***Estratégia Direcional***

Fechamos o mês comprados em PETR4 através de opções, comprados em PCAR3 e com um PUT spread em BOVA11. Todas as posições são pequenas relativamente.

### ***Estratégia Juros e Moedas***

Temos uma posição menor que 5% do PL em títulos públicos que foi perdedora em Março. O saldo líquido na vida é levemente perdedor. Mantivemos a posição, e vamos reavaliar ao longo de Abril. Não nos parece óbvio também posições em títulos com vencimento além de 2022.

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos