

Carta do Gestor – Junho 2020

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu +0,66% em junho (+305% do CDI). No ano, o fundo está acumulado em +10,33% (+586% do CDI). Nossa visão mais cautelosa acabou limitando os ganhos do fundo no mês, depois de ter ajudado muito ao longo do semestre.

Como temos comentando nas últimas cartas, esta crise é única em suas características, o que dificulta ainda mais prognósticos futuros, e a construção de um cenário claro sobre perspectiva da velocidade de recuperação das economias.

Para nós aqui na 3R, num contexto como este, vale uma postura com boa dose de humildade, e tomar pouco risco.

Considerando o que temos de informação até hoje, conseguimos ter algumas opiniões:

- A desigualdade entre países ricos e pobres vai aumentar. Já tínhamos escrito isto, e conforme o tempo passa reforçamos esta visão. A mesma base racional vale para diferença entre as camadas da população de maior renda e as de menor, a diferença vai aumentar ainda mais;

- Todos os estímulos governamentais, principalmente no caso de transferência direta de renda temporária, estão minimizando temporariamente o impacto em renda, consumo e inadimplência. A impressão que temos é que muitos consumidores tratam a crise como passageira, e não reduziram drasticamente o padrão de consumo. Os dados de emprego já capturam uma piora, mas talvez uma parcela considerável da população ainda ache que conseguirá emprego e renda “quando as coisas voltarem ao normal”. Nós achamos muito provável que o cenário do mercado de trabalho e renda surpreenda negativamente, impactando a recuperação de demanda;

- Tem muita dívida para ser emitida por governos em todo o mundo. Todo mundo junto num momento em que empresas e indivíduos, de uma maneira ou outra, tiveram necessidade de liquidez adicional e/ou perda patrimonial (perda de valor de suas poupanças). Continuamos achando pouco óbvio que todos conseguiram fazer tais emissões nos preços das taxas de juros de curto prazo. Uma opção é a monetização mesmo. De qualquer maneira, o custo da dívida de médio e longo prazo deve subir;

- Dados de PMIs medem variações mensais, não o nível de produção ou de “prestação de serviço”. Os índices de confiança medem o “humor” do empresário/consumidor, e nos parecem ter forte influência da situação anterior em que o empresário/consumidor se encontrava. É normal variações muito fortes em momentos de mudanças abruptas, e nos parece ainda mais normal num contexto de stress e incertezas como o que tivemos desde março. Os empresários e consumidores nunca tinham passado por tal situação, é de se esperar reações abruptas para os dois lados.

Na nossa carta de fevereiro de 2020 nós escrevemos “Para nós, 2020 é, antes de tudo, um ano para “não perder dinheiro”. Estamos na metade do ano, muita coisa aconteceu. Os ativos de risco caíram muito rapidamente no início da crise, e já se recuperaram bastante. E para nós, a frase continua muito válida olhando para frente. Talvez o pior em termos de preço dos ativos não tenha ficado para trás. Muita gente achando que vale a pena tomar risco simplesmente porque “A Selic está à 2,25% a.a.”. Mas é bom lembrar que pelo menos são 2,25% a.a. positivos.

Nosso cenário base considera que o mundo vai ter uma solução mais definitiva, que permitirá efetivamente à população circular normalmente na primeira metade de 2021. Até lá, as economias estarão funcionando razoavelmente abaixo do potencial, seja por restrições de movimentação ou por falta de confiança por parte da população para se expor. E durante o 3T e 4T veremos a real situação do emprego, renda e qualidade de crédito.

Fundo	Cota Líquida	% Mês	% Ano	% Início	% 12 meses
GENUS HEDGE	1,7276641	0,66%	10,33%	44,53%	18,70%
%CDI		304,97%	586,06%	327,66%	407,52%
CDI		0,22%	1,76%	13,59%	4,59%

Ref: 30/06/2020

Cenário Macro Global

Nos EUA o número de novos casos continuou a subir em vários estados, obrigando a alguma postergação, ou até retrocesso, do processo de reabertura das economias. Os dados de atividade da economia dão folego para a interpretação de recuperação em “V”. Muitos deles são de comparação mensal, e têm alguma dose de subjetividade quando a pesquisa é feita junto a empresários, e dada a base muito baixa, é de se esperar números que aparentem ser “bem positivos”.

Os dados de emprego americano estão bem confusos e difíceis de interpretar, existem várias dúvidas quanto à classificação dada para a condição do empregado e muitas pessoas que se colocam em determinada condição, exclusivamente, para receber os benefícios dos programas governamentais. Nos chama a atenção para o fato de apesar de termos alguns dados aparentemente fortes de “novas contratações”, o “*continued claims*” mantém-se muito alto e sem cair.

Do lado de dados de consumo, o auxílio governamental está funcionando no curto prazo, com a renda disponível tendo crescido apesar do grande aumento do desemprego.

Passado o efeito deste auxílio e dependendo da velocidade de recuperação do emprego é que veremos a real condição do mercado de crédito para pessoa física e pequenas e médias empresas nos EUA. Isto só vai ficar claro ao longo do segundo semestre

Os dados de produção industrial e serviços mostram recuperação. Vamos ver se os dados ao longo dos próximos 2 ou 3 meses vão confirmar ou até reforçar a tese de recuperação em “V”.

Na Europa a quantidade de dados é menor, mas de maneira geral temos a impressão de ver uma tendência parecida com os EUA, só que com uma amplitude dos movimentos menor.

A China, como já esperado, recuperou-se relativamente rápido. Já existem vários dados de atividade econômica mostrando crescimento na comparação anual, com venda de automóveis e no setor imobiliário. A situação do mercado de trabalho continua sendo um mistério. Vamos ver nos próximos meses se esta recuperação fantástica se confirma e é sólida.

Conclusão Macro Global: A velocidade de recuperação da economia americana é hoje a maior incógnita no cenário global, e provavelmente vai determinar o humor e a direção dos preços dos ativos no lado global até o final do ano.

Cenário Macro Brasil

Dados agregados de atividade recentes continuam a mostrar recuperação em relação ao ponto mais baixo que foi em abril, mas com demanda de maneira geral ainda muito abaixo na comparação anual. O mesmo racional vale para os indicadores de confiança.

Muitas regiões tiveram que retroceder no processo de abertura, forçando comércio a fechar novamente.

Temos também alguns setores se beneficiando do “efeito champagne”. Em algumas indústrias nos parece haver um movimento de reposição de estoques que ajuda no curto-prazo. E no setor imobiliário as taxas de juros próximas de zero continuam a empurrar muitos investidores para a compra de imóveis.

O programa de emergência do governo foi estendido por 2 meses adicionais, e temos a clara impressão que a população está utilizando uma parte significativa desta renda para consumo discricionário, e não poupando, contando com uma “volta ao normal” relativamente rápida.

Os dados do mercado de trabalho do CAGED no final da semana passada pareceram menos ruins do que o projetado. Mas os dados da PNAD do início da semana atual já mostram uma destruição de emprego informal muito forte. Se considerássemos a mesma população ativa procurando trabalho de antes do início da disseminação do Covid-19 no país, a taxa de desemprego seria de 19,5%.

Por último, ainda não vimos o efeito da crise no mercado de crédito. As pessoas físicas puderam adiar o pagamento de parcelas por 3 a 4 meses, e muita coisa foi feita também do lado de PMEs.

Do lado político confirmou-se o que vinha se desenhando nas últimas semanas, o governo definitivamente “abraçou” o tal Centrão, o que tira da pauta qualquer mudança mais radical.



Mas na nossa opinião tem chances reais de atrapalhar a implementação de reformas estruturais e o ajuste fiscal necessário.

Conclusão Macro Local: Após um movimento inicial pós-abertura, continuamos acreditando que a reativação da economia no Brasil será muito lenta, e isto ainda vai custar muitos empregos. O impacto em demanda e qualidade de crédito será sentido ao longo do segundo semestre. Quando os programas emergenciais de transferência de renda e redução/suspensão da jornada de trabalho deixarem de acontecer, e estes outros fatores começarem a se apresentar mais relevantes, vamos ver realmente a situação da economia brasileira.

A safra de resultados do 2T20 começa a sair na segunda metade de julho, mas temos alguma dúvida se o mercado dará alguma relevância para isto. O *management* de quase todas as empresas que escutamos tem um discurso bem positivo/otimista, criando uma expectativa de recuperação rápida à frente, e os investidores parecem preferir acreditar nisto.

Visão de Mercado

Nossa visão estrutural descrita nas últimas duas cartas pouco mudou. Estamos ainda em um momento excepcional, os dados são difíceis de se analisar e podem levar a conclusões que mudam logo ali na frente.

Mesmo assim, o mercado continuou a se recuperar, seja pelo grande peso atribuído aos dados recentes que “parecem” indicar uma rápida recuperação, seja pela crença de que a injeção de liquidez em magnitudes nunca vista vai solucionar e/ou minimizar as consequências negativas da crise.

Nós temos alguma dificuldade em operar com base nisto, preferindo ter uma visão estrutural de médio e longo prazo, e tentando ser táticos o suficiente no curto prazo para gerar retorno, mesmo quando temos uma visão diferente da maioria.

Continuamos nos posicionando na compra em consumo não discricionário, que caiu como o mercado, mas tende a sofrer bem menos na ponta da receita a médio prazo, e/ou em exportadoras, dado que o mundo deve se recuperar mais rápido e melhor do que o Brasil.

No mercado de juros, a curva de longo prazo já está bem inclinada. Talvez hoje, a assimetria esteja maior na ponta mais curta da curva, o que de alguma maneira, precifica que o governo vai conseguir financiar o déficit adicional brutal com certa facilidade.

Neste mês o fluxo de investidores locais pessoa física comprando bolsa diretamente continuou, e o *price action* de alguns papéis mostra isto de maneira bem clara. Os estrangeiros não venderam como vinham fazendo em larga escala nos últimos 12 a 18 meses, talvez a exposição destes já tenha ficado muito baixa no relativo e os movimentos para frente deixem de ser tão negativos.

E o mercado de novas ofertas de ações e ofertas subsequentes já se reiniciou e promete acelerar para frente.

Bottom line: Continuamos preferindo operar com pouco risco direcional estrutural, e com uma visão mais cética sobre os impactos da crise na economia real e nas empresas.

Estratégia Long & Short

Durante o mês, tivemos 6 pares e dois *baskets* abertos. A estratégia foi ganhadora, mas estava muito ganhadora até a metade do mês e acabou devolvendo parte dos resultados em posições vendidas na segunda metade do mês.

O destaque na ponta ganhadora foi PCAR3 x CRFB3 e um *basket* que tinha a ponta comprada com exportadoras e consumo não discricionário e a ponta vendida no setor financeiro/TI. Na ponta perdedora o destaque foi o par BOVA11 x SMALL11.

Estratégia Direcional

Os ganhos aqui foram em posições táticas compradas e vendidas, sempre em ações de alta liquidez. No estrutural perdemos com *PUTs* de BOVA11, que perderam valor com a alta do mercado. Fechamos o mês praticamente sem posição nenhuma direcional.

Estratégia Juros e Moedas

Estamos zerados tanto em posição de juros quanto de moedas.

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos