

Carta do Gestor – Novembro 2019

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu +1.34% no mês de Novembro ou 352% do CDI. No acumulado do ano a performance alcançou +15.54% ou 279% do CDI.

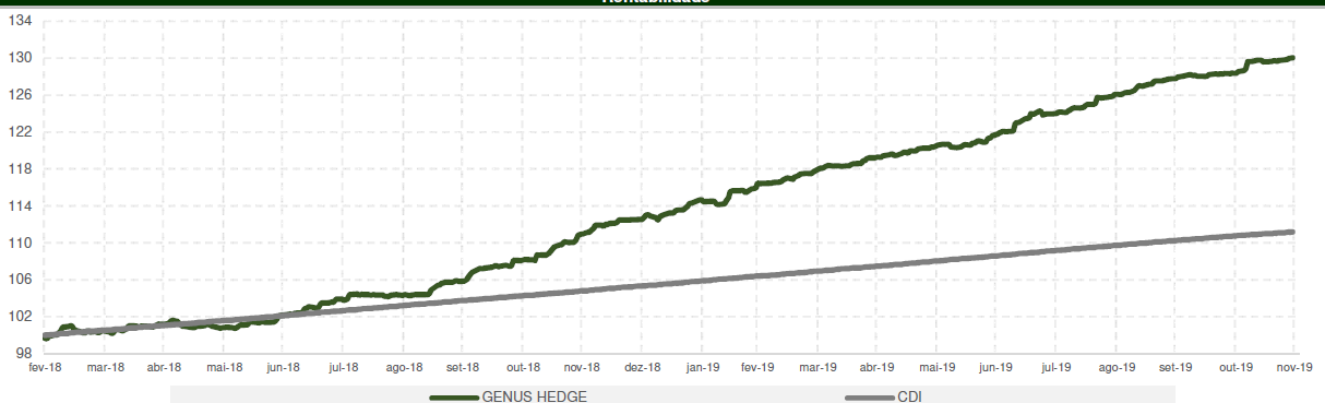
Foi um bom mês para o fundo, com ganhos tanto nas posições direcionais quanto L&S em bolsa.

O mês foi muito positivo para ativos de risco a nível global, com alta de 3,4% no S&P e 2,9% no DAX, por exemplo. Uma sinalização de um possível acordo entre EUA e China animou investidores, e dados de atividade econômica global que, de maneira geral, não foram ruins.

A bolsa brasileira neste contexto teve performance até fraca, subindo apenas 0,95%. Talvez com alguma decepção com a evolução da agenda de reformas, e com investidores estrangeiros ainda muito fortes na venda.

Os dados de curto prazo de atividade econômica local continuam vindo positivos. Apesar disto, ainda achamos que os investidores de maneira geral estão com superestimando o grau da melhora. Está todo mundo “na mesma ponta”, comprado em bolsa. Com juros chegando a 4,5% ao ano todo mundo recomendando aos seus investidores/clientes “tomar risco”. Nossa visão estrutural mudou pouco, e continuamos de maneira geral mais cautelosos que a média do mercado.

Rentabilidade



Distribuição do Resultado

	JULHO	AGOSTO	SETEMBRO	OUTUBRO	NOVEMBRO	Desde o início
Inter-Setorial	-0,03%	0,00%	0,17%	0,03%	0,04%	2,11%
Intra-Setorial	0,07%	-0,28%	0,34%	0,01%	0,03%	2,99%
Direcional	2,02%	2,29%	1,06%	0,45%	1,43%	29,81%
Juros e Moedas	0,05%	0,03%	0,25%	0,05%	0,00%	1,84%
Caixa	0,22%	0,31%	0,33%	0,33%	0,31%	3,38%
Custos	-0,37%	-0,65%	-0,80%	-0,43%	-0,47%	-10,06%
Fundo	1,96%	1,70%	1,35%	0,44%	1,34%	30,06%
CDI	0,57%	0,50%	0,46%	0,48%	0,38%	11,32%
% CDI	345,05%	338,14%	291,07%	90,52%	352,11%	265,61%

Cenário Macro Global

Durante Novembro as tendências de Outubro se mantiveram. Dados de atividade na Europa parecem mostrar estabilização. Importante ressaltar que muitos dos dados ainda estão mostrando contração (abaixo de 50 no caso de PMIs), mas a piora se estancou e em alguns casos ocorreu inclusive alguma melhora.

Na China também tivemos dados mostrando estabilização e em alguns casos até uma reversão de tendência.

Por outro lado, nos EUA existem vários dados mostrando tendências divergentes, mas o mercado de trabalho e consumo continuam com indicadores positivos e saudáveis.

Os dados e informações disponíveis até o momento em relação às eleições americanas reforçam nossa cautela sobre o tema. O presidente Trump não parece em boa posição, e dado seu perfil, duvidamos que deixe de tentar de tudo para virar o jogo, o que nos parece um risco para a economia a médio prazo. E do lado democrata, a não ser que a candidatura de Michael Bloomberg ganhe corpo, Elizabeth Warren aparece com boas chances, o que não seria positivo ao menos num primeiro momento.

Também continua a chamar a atenção os níveis de interferência do FED no mercado interbancário.

Cenário Macro Brasil

Os dados de atividade foram razoavelmente positivos no mês. Os índices de confiança referente à Outubro vieram mistos, com alguns melhorando marginalmente e outros não. Dados de crédito dos bancos, por exemplo, continuam a mostrar uma recuperação, mas não um ganho significativo de velocidade na margem. A queda nos custos de financiamento parece ser lenta, em alguns tipos de produtos, inclusive já não temos novas quedas na margem.

Muitas vezes usamos como referência o setor imobiliário, que acompanhamos com alguma profundidade há muito tempo, e tem grande relevância para atividade econômica de maneira geral.

Analisando em detalhes os dados do Secovi sobre o mercado de imóveis lançados e suas vendas em São Paulo capital, reforçamos nossa percepção que o mercado financeiro está antecipando melhora muito forte na atividade real, que ainda não vemos de maneira tão clara nos dados. O total de estoques disponíveis à venda cresceu muito desde o ponto mais baixo em Setembro de 2018, de aprox. 16.000 para 25.000 unidades disponíveis. A velocidade de novos lançamentos é muito maior do que a de vendas, e o crescimento está muito mais significativo nas unidades de menor tamanho, aonde a presença de investidores, segundo o que averiguamos com as

empresas, é muito alto. Com a forte injeção de recursos nas empresas recentemente, via aumento de capital, esta tendência pode se agravar. O anedótico que obtemos de conversa com empresas a respeito de negócios com terrenos reforça esta percepção. O recente leilão de CEPACs em São Paulo vai na mesma direção. Por último, outro fato que reforça esta percepção é a diferença entre melhora do mercado de São Paulo capital para o resto do país.

Não descartamos uma forte aceleração na demanda de maneira a tornar sustentável o que investidores financeiros parecem estar tentando antecipar, porém não nos parece um cenário tão certo e óbvio assim.

Mesmo com a Selic em níveis nunca vistos, existem outros fatores relevantes que em nossa percepção os investidores não estão dando a devida relevância:

- O custo do financiamento para o consumidor não deve cair mais, dado o *duration* do financiamento e está hoje muito perto dos níveis atingidos em 2014-2015 quando a Selic chegou a 7,5% a.a;
- O mercado de trabalho, e principalmente o crescimento da massa salarial é que leva a demanda forte e sustentável, e nossa visão neste *front* ainda é mais cautelosa, dada as mudanças estruturais na economia e o fim do *bônus* demográfico do país;
- O ponto de partida hoje no setor é muito diferente do que no ciclo anterior, que durou de 2005 a 2014. Os preços de partida são diferentes, o estoque de imóveis usados de melhor qualidade é outro, e de novo a evolução demográfica do país mudou muito rápido e para pior.

Em resumo, pode tudo ir na direção que os investidores estão antecipando, sempre pode. Mas não nos parece tão óbvio assim.

Outro setor que nos chama a atenção é o de serviços financeiros. A quantidade de players e recursos sendo direcionado para negócios como meios de pagamento, plataformas de distribuição de produtos e crédito para SMEs ou pessoa física é impressionante. E tudo isto num contexto em que a renda disponível evolui muito lentamente. Competição/oferta aumentando muito, e demanda melhorando devagar.

Do lado político, o pacote de medidas da reforma administrativa ficou para 2020. Parece sim haver alguma boa vontade do Congresso e suas lideranças com parte razoável do pacote. Vamos ver se em ano eleitoral se consegue aprovar algo substancial.

De maneira geral as medidas que vem do time de economia continuam bem positivas, mas a empolgação do investidor local é alta. Muita coisa sendo tomada a *“face value”*, sem considerar as dificuldades normais do dia a dia, e na nossa leitura um contexto estrutural muito mais difícil seja do lado externo seja no interno pela *“profundidade do buraco”* em que nos metemos.

Do lado político foi um mês calmo, mas continuamos sempre preocupados dado o perfil e histórico do Poder Executivo.

Visão de Mercado

Forte fluxo de investidores locais está determinando a direção do mercado e quais papéis em melhores performances. Neste contexto, investidores de maneira geral tem preferido só olhar para o “copo meio cheio”.

Não temos como acertar até quando isto dura. O que temos visto a nível das empresas é um desempenho que nos parece muito menos empolgante, porém não nos parece inteligente ficar tentando nadar contra a maré.

Dado que nossa visão estrutural mudou pouco, e o preço dos ativos de maneira geral está mais caro, nossa visão para o mercado continua de cautela.

Estratégia Long & Short

O resultado em Novembro dos nossos pares foi positiva. Dos 6 pares abertos ao longo do mês, 5 foram ganhadores. Os destaques na ponta ganhadora foram: i) VALE3 x ITUB4; ii) VVAR3 x MGLU3; iii) LREN3 x HGTX3.

Estratégia Direcional

A estratégia manteve-se ganhadora em Novembro, sempre com postura mais focada em posições oportunistas.

Posições compradas e vendidas em PETR4 e ITUB4 foram o destaque positivo do mês, mas tivemos também o destaque negativo de uma perda que *stopamos* em BIDI11.

Estratégia Juros e Moedas

Não temos nenhuma posição aberta em juros, títulos públicos ou câmbio no mês.

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos