

Carta do Gestor – Abril 2020

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu +1,27% em abril (+445.7% do CDI). No ano, o fundo está acumulado em +8,77% (+673% do CDI). Foi um bom mês, mais próximo do que tentamos ser o normal do fundo ao longo do tempo.

Em Fevereiro/2020 o fundo recebeu o rating 5 estrelas pela Morningstar.

Nosso objetivo “normal” continua sendo entregar um retorno nominal ao ano entre 10% e 12%, com um nível de risco baixo (volatilidade anualizada atual entre 2% e 2,5% - esperada a longo prazo entre 2% e 5%). O histórico do fundo desde que assumimos a gestão (Fev/2018) é bem melhor do que isto, e vamos sim continuar a buscar aproveitar momentos como este do começo de 2020 para entregar retornos mais altos. Mas num cenário “normal” de mercado e com as taxas de juros nos níveis atuais, estes 10% a 12% já são uma meta até um pouco agressiva dado o perfil de risco.

Conseguimos capturar uma parte do movimento de recuperação de preços em bolsa no começo do mês, mas zeramos nossas posições bem cedo, dado nosso ceticismo com os impactos da crise na economia real. Neste mês os ganhos vieram todos das posições direcionais, fizemos muito pouco L&S e o resultado foi negativo.

O nível de incerteza sobre o cenário global e local continua muito alto. Por isto temos evitado grandes posições. Mas passado algum tempo da eclosão da fase aguda da crise no Ocidente, todos os anúncios de *lockdown* pelo mundo, e os planos de ajuda governamentais, nossa leitura continua de muita preocupação e expectativa de impactos na economia real maiores do que o mercado parece precificar.

Não está claro como será feita a reabertura. Já dá para vislumbrar que será bem gradual. Mas o que nos parece mais relevante, olhando o que aconteceu nos locais que já reabriram, inclusive na China, é que o consumidor deve voltar muito lentamente. Em vários locais vimos varejistas que reabriram, decidindo fechar novamente dada a inviabilidade do negócio nos patamares de vendas que estavam alcançando.

O mercado aparenta trabalhar com uma visão “consensual” de que, a partir de Maio, as principais economias ocidentais começam a relaxar as restrições, e até o começo do 3T20 o mundo volta a estar todo “aberto”.

Os impactos em emprego já são mais visíveis nos EUA, onde os dados são divulgados com muita frequência e tem bom grau de confiabilidade. Em outras partes do mundo os dados ainda são limitados.

Continuamos achando que esta é a pior crise vista, e com saída/solução mais complexa. Junto a tudo isto temos um cenário político bem incerto em vários países relevantes. Temos falta de boas lideranças.

A economia em 2021, na grande maioria dos países, não deve voltar “ao normal”, ou a níveis pré-crise, como lemos muito nas últimas semanas. Isto deve levar vários anos, na nossa opinião.

O mundo está ficando mais pobre, e não parece fazer sentido que os ativos ganhem valor neste contexto.

Num primeiro momento comentamos que pela primeira vez em muito tempo víamos ativos que pareciam realmente baratos. Passado um mês desde a última carta, nós estamos um pouco mais em dúvida, talvez o impacto nos resultados das empresas seja mais severo do que esperávamos, e o preço não seja realmente atrativo.

Cenário Macro Global

Ainda não conseguimos ter claro o quanto os planos de injeção de liquidez, suplementação de renda e compra de ativos vão conseguir mitigar os impactos negativos do *lockdown* no mundo.

A China, que foi a primeira a parar e a primeira a abrir, mostra dados que já não são ruins, parecem indicar uma volta a algo próximo ao normal relativamente rápido num primeiro momento, para depois voltar a piorar um pouco. Mas existem alguns fatores a considerar: i) temos dúvidas sobre a confiabilidade dos dados da China; ii) a China é uma ditadura, com um forte controle do governo em todos os aspectos da vida diária da população; iii) por bem ou por mal, considerando o tamanho da população do país, a crise de saúde foi relativamente pequena e concentrada em determinadas regiões se comparada ao que estamos vendo em outros países do Ocidente.

Fora a China, no curto prazo, o EUA é dentre as principais economias quem pode conseguir sair-se melhor. Consegue implementar um programa de ajuda abrangente e de maneira rápida, e financiá-lo, ao menos no curto prazo, sem maiores dificuldades aparentes (imprimir dinheiro ou vender *treasuries*), a economia é muito dinâmica.

Mas a conta terá que ser paga em algum momento, o nível de endividamento do governo e das empresas já estava alto ou subindo, e agora este processo acelerou. Não nos parece certo que o país vai conseguir se financiar facilmente a longo prazo. O resultado da eleição também pode determinar alguma mudança de rota, com o endereçamento da questão de voltar a trazer a dívida do país para patamares mais razoáveis e sustentáveis, que para nós, vai se dar (se ocorrer) via tributação maior de empresas e pessoas/consumo.

Na Europa os problemas são piores, dada as diferenças profundas entre a situação de cada país, aumentando ainda mais a distância entre ricos e pobres.

Continuamos curiosos para saber 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?

O endividamento dos governos vem se expandindo na última década, processo que vai ainda acelerar muito mais agora. Isto foi financiado na maioria dos países, à exceção dos EUA, por poupança local que “aceita” financiar um credor de pior qualidade e com perspectivas negativas a taxas declinantes “por não ter muitas opções”. Este modelo funciona enquanto as economias crescem, existe incorporação de força de trabalho nova, o que viabiliza a formação de poupança. Em alguns casos ocorreu financiamento externo vindo de países como China e do Oriente Médio.

Mas em um novo contexto, com piora relevante da demografia e das perspectivas de crescimento, não nos parece que esta roda vai continuar girando. Muita gente vai ter que usar esta poupança para pagar contas diárias e muitos vão “usufruir” da aposentadoria.

É uma discussão filosófica de longo prazo, mas nos parece que a hora da verdade aqui vai chegar logo. Neste momento, mesmo se a inflação estiver ainda baixa (por falta de demanda), o custo para refinarçar a dívida dos governos pode subir muito. Como caminhos alternativos, poderemos ter explosiva expansão da base monetária (emissão de moeda) e/ou forte aumento de tributação.

Em qualquer dos cenários, a “competição” por recursos vai aumentar, e o governo vai se apropriar de parcela do estoque de riqueza/poupança do setor privado.

Cenário Macro Brasil

Se por um lado o Brasil encontrava-se num momento que parecia contrário a boa parte das economias globais, acelerando o crescimento enquanto o mundo desacelerava, as bases de partida aqui eram bem frágeis (dívida pública cresceu muito na última década, confiança do consumidor bem abalada pela crise de 2015-2016 e mercado de trabalho ainda fraco e passando na nossa visão por uma piora estrutural).

O Brasil no final das contas é um país pobre sem pai rico. Isto limita bastante o escopo do que o governo pode fazer. Junto a isto, do lado de governo/política estamos vendo uma reação pouco coordenada, e no governo federal alguma negação ao problema, o que nunca ajuda.

Neste contexto, o pacote anunciado nos pareceu um fator positivo, mas tímido dado o tamanho do problema.

Não conseguimos ter uma leitura definitiva, mas nossa impressão é que o impacto em emprego e saúde das empresas será muito duro, muito pior que 2008 ou qualquer outra crise que vimos. E dada as bases ainda fracas, isto terá grande impacto na economia, na demanda e vai tornar a recuperação ainda mais difícil.

Considerando os dados recentes de infectados e mortes, achamos que a volta ao normal vai demorar mais do que o mercado espera, será mais lenta, e as empresas vão sofrer mais do que esperam hoje.

Por último, nos surpreende um pouco o que temos escutado das empresas nas últimas semanas. Com poucas exceções, vemos as empresas com um cenário que nos parece muito otimista, esperando uma volta a padrões pré-crise em 2021, pouca gente revisando agressivamente programas de investimento e expectativa de preço de seus produtos/serviços ou margens brutas sem grandes alterações em relação ao pré-crise.

Podemos dar como exemplo o que escutamos do setor de incorporação, que acompanhamos com alguma proximidade há bastante tempo. Os donos/gestores das empresas falam em comprar terrenos em melhores condições, mas acham que vão vender os lançamentos nos preços pré-crise e sem piora acentuada na velocidade de vendas.

Isso vale também para as projeções de analistas sobre os resultados e impactos nas empresas. Muitos projetam as empresas retornando a níveis pré-crise em 2020, até no 1S21. Para nós, com o que temos hoje, vai ser um processo de alguns anos.

Trabalhamos com um cenário em que o *lockdown* gradualmente começa a ser relaxado a partir do meio de maio, mas muitas regiões economicamente relevantes (Grande São Paulo e RJ por exemplo) vão demorar mais. Mas o retorno à normalidade deve levar alguns meses, talvez até o final do ano.

Pela maneira como o governo federal interage com os demais poderes e com o público em geral, nos parece cada dia mais difícil esperar grandes avanços na agenda de reformas. Ao contrário, nos últimos dias vimos sinais de piora nas perspectivas de equilíbrio fiscal de longo prazo.

Parte da agenda de reformas realmente tinha ganho dinâmica própria. E dentro de alguns ministérios existem equipes bem qualificadas que devem conseguir evoluindo.

Mas como comentamos seguidamente nas nossas cartas, nossa visão é um pouco mais cética deste lado. Primeiro em função das dificuldades normais de se aprovar reformas relevantes num país como o Brasil. Agora, com a quantidade de polêmicas produzidas dia a dia, em algum momento bons técnicos podem sair e a substituição vai ficando cada vez mais complexa. A queda de popularidade do governo, natural num momento econômico ruim, não ajuda em nada em todos estes aspectos.

Visão de Mercado

Apesar da queda acentuada do índice e das ações individualmente, ainda temos dúvidas de quanto atraente estão as ações para um horizonte de investimento mais curto. No momento temos a impressão de que a assimetria para estar comprado não é clara. Tem muita revisão de lucros para ocorrer ainda, e muita coisa que parece barata não está. Vemos o Ibovespa mais próximo de 20x P/E para 2021 do que 10x.

E muitos negócios vão sair da crise muito diferentes, na maioria dos casos com perspectivas muito piores, fator que não vemos o mercado como um todo considerar adequadamente.

A piora acentuada do quadro fiscal e maior incerteza política obriga todos os investidores a considerar taxas de desconto maiores, mesmo com um custo oportunidade de curto prazo mais baixo.

O juros a quase zero também não nos parece a solução. Como comentamos antes, este nível de juros no Brasil, considerando a situação fiscal e o histórico do país, nos parece mais um sintoma da situação anormal em que estamos, do que uma solução para impulsionar a atividade econômica.

Botton 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

Atuamos pouco nesta estratégia no último mês. Deveremos voltar a montar posições gradualmente a partir de agora.

Estratégia Direcional

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

Estratégia Juros e Moedas

Zeramos a posição em títulos públicos com um pequeno ganho na vida. Era uma posição de duration médio, mas acima de 2022, ano de eleições. Nos preços daquele momento não nos parecia um risco atrativo para o risco, dada a piora fiscal e política.

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos