

Carta do Gestor – Fevereiro 2020

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu +1,52% no mês de Fevereiro ou 519% do CDI. No ano, o fundo está acumulado em +2,56% (381% do CDI). Foi um bom mês para o fundo, com ganhos nas posições direcionais e no L&S.

O mês foi marcado pelo forte aumento de preocupações dos investidores em relação ao impacto da gripe Coronavírus nas maiores economias do mundo, de maneira muito acentuada na última semana do mês. O *sell-off* foi muito rápido, levando todas as bolsas do mundo para o território negativo, próximas de -10%.

No começo de fevereiro, as preocupações eram todas sobre o impacto na economia chinesa, mas depois do meio do mês a gripe começou a se alastrar para Coréia do Sul, chegou na Europa (aparentemente com propagação rápida no norte da Itália), Oriente Médio e Estados Unidos.

Nas nossas cartas nos últimos 6 meses, pelo menos deixamos clara nossa percepção negativa sobre as perspectivas da economia global e nossa opinião de que o Brasil se encontra menos bem posicionado neste contexto do que a média do mercado acredita.

Estamos no final de um ciclo de alguma expansão econômica nos EUA, Europa praticamente estagnada e China desacelerando. A reprecificação de ativos em todo o mundo foi brutal.

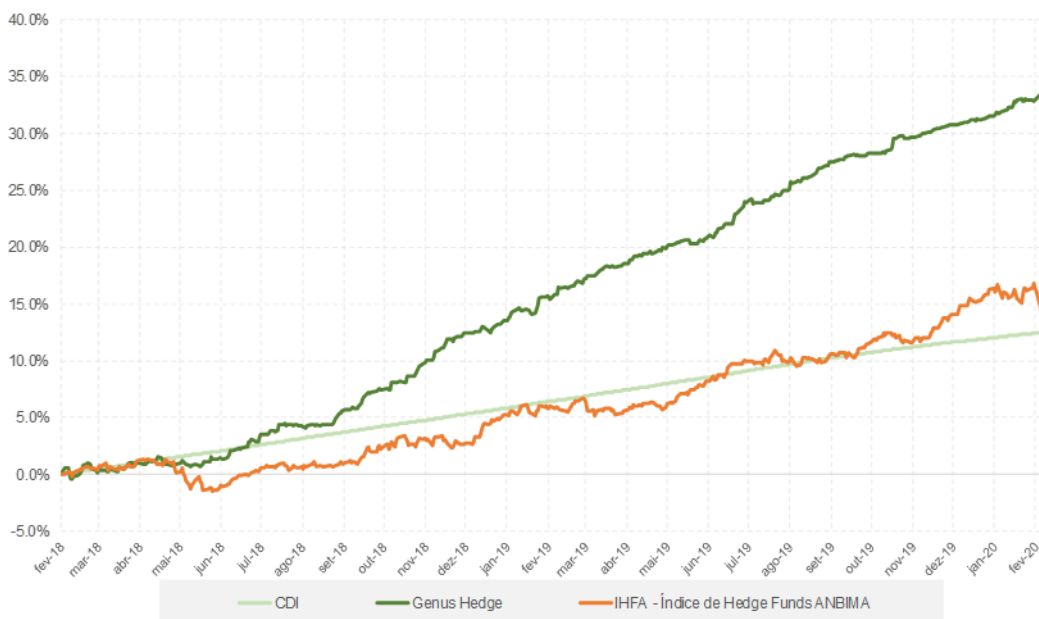
A demografia da população mundial mudou muito e rapidamente nos últimos anos. Em grande parte das regiões, a taxa de crescimento populacional caiu muito e de população mais velha e perto do período, que seria de aposentadoria, cresceu muito. E os impactos disto sobre crescimento econômico e formação/consumo de poupança será relevante.

Junto a isto, o nível de endividamento soberano é muito elevado, o de empresas nos EUA e na China é preocupante, e de indivíduos está abaixo do pico em alguns países, mas não é necessariamente baixo. Os bancos centrais já abusaram dos instrumentos monetários disponíveis, e os resultados na margem parecem pouco animadores. Nos parece um “coquetel” que vai deixar uma forte ressaca, vamos passar por um período de ajustes que deve ser doloroso e ruim para muitos dos ativos de risco.

Neste contexto, um fenômeno como o do Coronavírus, apesar de sua característica transitórias, pode sim acelerar os ajustes de preços que em algum momento iriam ocorrer. Na nossa opinião, o que ocorreu até agora é pouco. Não temos certeza se a correção vai continuar em velocidade mais rápida, ou se ocorre de maneira gradual ao longo dos anos futuros.

Na gestão do fundo, continuamos a adotar uma postura cautelosa, e de alguma maneira apostando numa continuidade da queda. Para nós, 2020 é, antes de tudo, um ano para “não perder dinheiro”.

Apesar da boa performance no mês, ainda mais se comparado ao que aconteceu na indústria de fundos como um todo, é importante reforçar que tomamos pouco risco no mês, grande parte dos ganhos foram em opções de venda com perda limitada ao prêmio pago, e nossa exposição como proporção do patrimônio líquido continua baixa. E mantemos com esta postura olhando para frente.



Distribuição do Resultado						
	OUTUBRO	NOVEMBRO	DEZEMBRO	JANEIRO	FEVEREIRO	Desde o início
Inter-Setorial	0,03%	0,04%	-0,11%	-0,16%	0,46%	2,30%
Intra-Setorial	0,01%	0,03%	-0,01%	0,16%	-0,05%	3,09%
Direcional	0,45%	1,43%	1,05%	1,46%	1,69%	35,33%
Juros e Moedas	0,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,03%	1,86%
Caixa	0,33%	0,31%	0,31%	0,30%	0,25%	4,27%
Custos	-0,43%	-0,47%	-0,52%	-0,74%	-0,85%	-12,52%
Fundo	0,44%	1,34%	0,72%	1,02%	1,52%	34,34%
CDI	0,48%	0,38%	0,37%	0,38%	0,29%	12,48%
% CDI	90,52%	352,11%	192,22%	270,34%	518,98%	275,12%

Cenário Macro Global

Só agora, no final de fevereiro e começo de março, é que começamos a ver dados concretos do impacto da gripe na economia global. Cadeias de produção dependentes da China já enfrentam problemas, com empresas em vários países parando. Toda a cadeia ligada à viagem de negócios e ao turismo começa a ser afetada brutalmente.

Os segmentos que deveriam ser mais monitorados são das empresas na China e nos EUA, onde a alavancagem financeira é mais elevada. Na China, provavelmente não saberemos com confiabilidade a real situação. Sempre achamos os dados de crescimento da China pouco confiáveis, e agora, esta desconfiança vai existir também em relação aos dados de saúde financeira das empresas.

Nos EUA, este tipo de “maquiagem” é mais difícil, então vale sim monitorar de perto o mercado de crédito corporativo. Os dados de atividade do varejo também são foco de atenção na nossa visão, já que a indústria já vem mal a algum tempo e parece até ter se estabilizado.

Os dados recentes de emprego nos EUA continuam bem saudáveis, mas chama muito nossa atenção as constantes revisões para pior, e em nível relevante, dos dados publicados anteriormente.

O cenário eleitoral parece ter melhorado um pouco com a boa performance de Joe Biden na Super-Terça. Mas qualquer que seja o eleito, os problemas estruturais não são de fácil solução. E se confirmada a presença de Biden para concorrer com Trump, apesar do alívio inicial de não ter Bernie Sanders na disputa, as chances do democrata de uma vitória são bem mais reais, e provavelmente sua presidência será muito menos “pró Wall-Street” do que Trump.

A Europa já vinha praticamente estagnada, e com a gripe pode entrar em recessão. A Itália parece a mais afetada no momento, o que é fator adicional de preocupação dada a situação fiscal ruim, economia muito pouco dinâmica e sistema político confuso.

Cenário Macro Brasil

Dados do começo do ano não são dos mais animadores. Em fevereiro, o grupo de “soft data” de alguma maneira reverteu a tendência positiva dos últimos meses. Na média, ocorreu piora nos

índices de confiança, mas a piora foi mais relevante no componente perspectiva, e teve até alguma melhora na “situação atual”.

Já os dados de “hard data” continuam fracos, com estabilidade ou até contração na comparação ano a ano (venda de veículos, consumo de energia, tráfego nas estradas).

Visão de Mercado

A dinâmica de fluxo, com estrangeiros vendendo e com locais comprando, continua. Mas pela primeira vez em algum tempo, o investidor local está experimentando perdas mais significativas em bolsa. Nós chamamos a atenção para a queda acentuada dos FIIs em janeiro, que junto com ações, vinha sendo a grande vedete dos investidores pessoa física nos últimos meses.

No caso da bolsa num primeiro momento, vimos o investidor pessoa física comprando um pouco mais na queda. Agora é observar se esta dinâmica se mantém para frente, principalmente se o mercado voltar a cair.

Não nos agrada a posição técnica do mercado, todo mundo comprando só olhando para a Selic baixa. Para nós, a Selic nos níveis atuais é muito mais um sintoma do “tamanho do atoleiro” em que nos metemos, do que consequência de profundas reformas estruturais e/ou mudança de visão sobre temas relevantes como inflação e equilíbrio fiscal.

Nossa visão estrutural não mudou. Para nós, os dados não corroboravam todo o otimismo da “Faria Lima” com a atividade econômica local. E o cenário global é para lá de perigoso. Não achamos a bolsa como um todo barata e a alavancagem operacional tão clara para muitos setores, como o mercado parece acreditar. O que está aparentemente barato ninguém quer comprar e/ou tem incertezas setoriais relevantes (bancos por exemplo), e muita gente segue comprando ativos que estão muito caros, mas na moda.

Temos sido céticos com as perspectivas de crescimento, mesmo num contexto de juros em níveis nunca vistos, por três motivos:

- i) Mudança estrutural no mercado de trabalho para pior, consequência principalmente da digitalização e da baixa qualificação da mão de obra brasileira neste contexto digital;
- ii) Mudança de atitude do consumidor brasileiro pós-recessão de 2014/2015. Nós mesmos demoramos para perceber isto, mas nos parece claro que a cautela e a insegurança a respeito de trabalho e renda mudou a atitude da população;
- iii) Não temos ainda um volume de projetos de infraestrutura suficiente para ter impacto relevante na economia como um todo. Talvez um anedótico disto seja a finalização da

pavimentação da BR-163, projeto que demorou não se sabe quanto tempo, e que agora, foi heroicamente finalizado pelo exército.

O lado positivo e importante é o resultado final, ter concluído a obra e os resultados práticos no escoamento da soja do centro oeste pela rota norte, mais barata. *Mas não deixa de ser um fato bem negativo que a obra foi toda feita pelo exército, sem presença de empresas privadas e contratação de mão de obra.*

Talvez o novo marco regulatório do saneamento possa mudar um pouco as perspectivas neste aspecto, gerando volume de obras e contratação de mão de obra significativos.

Do lado político, continuamos não considerando nula uma deterioração mais acentuada do ambiente político, com contaminação na área econômica e de expectativas de mercado. Grande parte do mercado até a poucas semanas trabalhava com um cenário de aceleração de atividade econômica, continuidade de aprovação de reformas e consequente continua melhora de indicadores macroeconômico. É um cenário que se retroalimenta, mas se não acontecer o primeiro evento (aceleração da atividade), também podemos ver consequências nas demais etapas. E uma piora na economia real, com impacto na aprovação do governo, pode levar a atitudes e/ou mudanças na direção não esperadas.

Estratégia Long & Short

O resultado em Dezembro dos nossos pares foi bem positiva. Dos 12 pares abertos ao longo do mês, só 3 foram perdedores. Os destaques na ponta ganhadora foram BRFS3 x ABEV3, LAME3 x LAME4 e um grupo de posições vendida em empresas cíclicas locais (um basket) x BOVA11. Do lado negativo, o destaque foram perdas em LREN3 x CNTO3.

Estratégia Direcional

A estratégia foi bem ganhadora em Fevereiro, primordialmente nas posições compradas em PUTs de BOVA11 e PETR4.

Estratégia Juros e Moedas

Não mantivemos nenhuma posição aberta em juros, títulos públicos ou câmbio ao longo de grande parte do mês. Só no final do mês, montamos uma pequena posição comprada em títulos públicos que, por enquanto, está bem ganhadora no mês de Março.

A inflação de curto prazo realmente está muito baixa, o que poderia justificar quedas adicionais das taxas de juros. E existe sem dúvida uma “pressão” desinflacionaria a nível global. Por outro lado, não acreditamos na tese de que “as reformas estruturais” feitas criaram condições para



3R Genus Hedge FIM

Comentário do Gestor

juros reais neutro muito mais baixos, ou até negativos como vemos agora, no Brasil. E o risco de mudanças e piora no longo prazo no Brasil, para nós, continua muito presente.

Não achamos o câmbio especialmente desvalorizado, num contexto em que o cenário de longo prazo do país nos parece menos certo do que a média do mercado acredita.

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos



As informações contidas nesse material são de caráter exclusivamente informativo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento e do prospecto do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e de eventual taxa de saída. Os investidores devem estar preparados para aceitar os riscos inerentes aos diversos mercados em que os fundos atuam e, consequentemente, possíveis variações no patrimônio investido. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Para avaliação da performance de qualquer fundo de investimento, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura.