

Carta do Gestor – Crise Corona Vírus

Prezado Investidor,

O objetivo desta carta extraordinária é atualizar nossos investidores do que aconteceu na gestão do 3R Genus Hedge FIM nos últimos 30 a 45 dias, o que mudou no nosso cenário daqui para frente, e como estamos nos posicionando neste contexto.

3R Genus Hedge FIM (GH) teve até agora uma performance bastante satisfatória no ano e durante a crise. O fundo está acumulado em +6,50% (689% do CDI) no ano, sendo +3.85% até agora em Março (Cota Oficial do dia 24/03/2020). Tivemos ótimos resultados nas posições direcionais, bons ganhos também no L&S, e perda razoável numa posição pequena de títulos públicos.

Em Março os temores sobre o impacto econômico da crise de saúde decorrente do alastramento da infecção pelo corona vírus se acentuaram muito. Dada a dinâmica de preço dos ativos nos últimos anos (alta forte no preço da maioria dos ativos), uma posição técnica dos investidores que nos parecia ruim (todo mundo com muito risco, e mais ou menos na mesma ponta), os fundamentos econômicos frágeis em boa parte do mundo, acreditávamos que estávamos numa situação muito suscetível a um movimento mais acentuado para baixo.

Neste contexto, na gestão do GH focamos em ter pouco risco, e de alguma maneira apostamos contra a euforia que se via no mercado local. Este mês de Março, com muita volatilidade e de mercados em queda, acabou nos permitindo maximizar esta visão mais cautelosa e o estilo de gestão do fundo.

É importante, no entanto ressaltar que apesar de uma visão mais negativa que a média do mercado, em 2019 com o Ibovespa subindo mais que 30% o fundo rendeu +16,37% (275,36% do CDI) com a volatilidade anualizada média de 2,02%. Antes de tudo procuramos ser o mais pragmáticos possível, e ter uma boa leitura da dinâmica/tendência do mercado, e com base nisto, e no *research* de empresas que fazemos no dia a dia, tirar o máximo de benefício que conseguimos.

No meio deste mês (Março) zeramos as posições vendidas (com o Ibovespa entre 70.000 e 66.000 pontos). Como normalmente fazemos, zeramos gradualmente ao longo de alguns dias. Pouco depois até tomamos uma posição pequena especulativa comprada, focada em ações de um grupo de empresas que achamos estarem realmente baratas em múltiplos e *valuation*, e que são focadas em produtos/serviços pouco cíclicos (pouco dependentes de uma recuperação acentuada da economia).

Acreditamos que o mercado vai buscar razões para alguma recuperação técnica, mesmo sem que ninguém saiba ao certo o impacto na economia e nas empresas daqui para frente. Muitos vão sonhar inclusive com a tal “recuperação em V”.

E verdade seja dita, depois de muito tempo agora conseguimos enxergar ativos 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.

Para nós a crise atual terá consequências piores do que a de 2008. As ferramentas de estímulo ou não funcionam mais ou simplesmente não estão “disponíveis”. Com isto em mente, e sempre abusando da cautela, vamos procurar aproveitar oportunidades de uma recuperação de preços. Mas não acreditamos que voltaremos ao patamar de preços que estávamos no final de 2019 ou começo de 2020. E o impacto nas perspectivas de médio e longo prazo de alguns setores/negócios será relevante.

Como navegamos na gestão do fundo durante Fevereiro e Março até o momento?

Nossa visão estrutural já era mais negativa de maneira geral, como temos repetido em nossas cartas nos últimos 6 meses. No começo deste ano, até antes de ficar clara a extensão da crise do corona vírus, começamos a ver sinais de fraqueza no mercado o que nos animou a começar a tomar uma posição direcional vendida. Fizemos isto sempre através de opções fora do dinheiro de vencimento mais longo, colocando inicialmente uma parcela muito pequena do patrimônio nesta posição.

A assimetria nos parecia muito favorável, se estivéssemos errados perderíamos pouco e o ganho potencial parecia muito bom. A volatilidade implícita no preço das opções estava nas mínimas dos últimos anos, porém o risco que enxergávamos estava longe de ser o mínimo.

Nossa leitura no início da crise foi que apesar de se tratar de um evento conjuntural, dada a fragilidade estrutural, poderíamos ter sim uma crise estrutural (como 2001/2002 no estouro da bolha da internet e 2008 na crise financeira/imobiliária).

Com isto em mente, inicialmente aumentamos nossas posições direcionais vendidas. E também aumentamos uma posição vendida em ativos cíclicos locais contra o BOVA11. No meio do movimento nós decidimos reduzir parte do hedge comprado no BOVA11 para ficar direcionalmente vendidos nestes ativos cíclicos locais.

Com o Ibovespa já na casa dos 75.000 pontos aproximadamente, avaliamos que grande parte do ganho potencial já tinha sido obtido, e dada a performance do fundo, iniciamos o processo de zerar gradualmente as posições vendidas.

Tivemos perdas substanciais com a abertura da curva de juros numa posição em títulos públicos equivalente a aprox. 5% do patrimônio líquido do fundo. Mantivemos a posição, dado que a taxa interna de retorno de aprox. 9% a.a nos parece suficientemente atraente neste nível de taxa de juros Selic.

Qual nosso cenário agora?

Ainda é muito difícil traçar um cenário claro neste momento. Mas temos poucas dúvidas que se antes as perspectivas a nível de economia global eram estruturalmente difíceis, agora são piores ainda. Os estímulos dos bancos centrais e governos podem limitar o movimento para baixo, mas não acreditamos em sua eficiência em estimular crescimento econômico.

No Brasil, o ciclo de recuperação que vinha muito lento agora foi abortado. Ao contrário de outros momentos em que se acreditava que uma crise levava o Congresso/políticos a acelerar reformas, agora nos parece pouco clara uma evolução positiva do lado de agenda de reformas, dado a postura sempre belicosa do Executivo. Em outras crises, o governo tinha uma base organizada no Congresso e colocava esta base para votar medidas de urgência. Não temos isto no momento, o que torna o caminho à frente mais incerto. A incerteza política só aumento, e este será outro fator a se considerar para os próximos 2 anos.

Já éramos cautelosos também com a eficiência da política monetária aqui no Brasil a partir de um certo patamar de juros. O que a queda de juros recente viabilizou sim foi um aumento de preço de ativos, na busca desenfreada por rendimento. Mas o impacto na demanda estrutural ocorreu de maneira muito mais limitada na nossa leitura.

Observando o preço dos ativos e o cenário, não nos parece a melhor oportunidade de compra vista, como muitos argumentam. Nos parece uma oportunidade bem pior do que 2008, quando os preços caíram tanto quanto ou até mais, mas a recuperação parecia mais fácil via injeção de liquidez e grandes investimentos em infraestrutura na China.

Falando um pouco de preço de ativos na Bovespa, vemos ativos realmente baratos, e algumas coisas ainda muito caras. Nosso foco na compra tem sido em ativos classificados como “*staples*” e/ou outros que sejam pouco dependentes de uma recuperação em “*V*”. O risco de crédito deve subir muito no curto prazo, e isto terá impacto negativo em vários setores. Também será necessário muito cuidado com empresas endividadas.

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos