

Carta do Gestor – Agosto 2020

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu +0,38% em agosto (236% do CDI). No ano, o fundo está acumulado em +10,31% (+485% do CDI).

Em agosto tivemos um mês melhor que julho. Apesar da queda da bolsa (grande parte no último dia do mês, que seja dito), ainda tivemos vários momentos de alta ao longo do mês. Melhoramos nosso nível de acerto, mas ainda ficamos devendo em termos de aproveitamento da volatilidade do mercado.

Mantivemos nossa postura bem cautelosa na tomada de risco, o que está afetando negativamente a performance do fundo. Vemos os ativos de risco no final de um momento de transição, final do impulso dado por programas de estímulos, podendo iniciar um ciclo em que uma realidade bem pior vai ficar mais transparente ao mercado, e os custos de tudo o que foi feito começarão a aparecer. A miragem da Selic a 2,00% nos parece com os dias contados.

Fundo	Cota Líquida	% Mês	% Ano	% Início	% 12 meses
GENUS HEDGE	1,7273374	0,38%	10,31%	44,50%	14,62%
%CDI		235,82%	485,30%	318,01%	379,79%
CDI		0,16%	2,12%	13,99%	3,85%

Ref: 31/08/2020

Cenário Macro Global

Nos EUA, a produção industrial e o setor de moradias continuaram mostrando tendência de recuperação mais forte. O setor industrial parece estar passando por uma reposição de estoques na cadeia e deve ter alguma demanda reprimida do lado do consumidor, neste contexto nos parece cedo para definir em que nível a demanda final vai estabilizar. O setor de serviços continua atrás na recuperação. Estas tendências estão ocorrendo em praticamente todos os mercados/países.

Ainda não evoluiu a negociação no Congresso americano sobre um novo pacote de suporte à economia. Ao longo do mês o mercado financeiro começou a sinalizar uma crença maior numa virada do partido republicano nas eleições presidenciais americanas. Não tivemos novidades relevantes na Europa e China.

Conclusão Macro Global: A velocidade de recuperação da economia americana e o quanto as eleições podem afetar as expectativas, de médio e longo prazo por lá, continuam sendo as maiores incógnitas no cenário global.

Durante as últimas semanas o mercado financeiro americano parece ter atribuído maior chance de uma virada de Trump nas eleições, o que ao menos num primeiro momento parece ser bom do ponto de vista dos ativos de risco. Mas o mais provável é que o cenário político continue bem incerto até as eleições, e uma reação de Trump dependa de uma retomada mais forte da economia.

De qualquer maneira, os desafios para a economia americana serão também bem relevantes, o nível de endividamento é muito alto, e os ativos de risco parecem precificar dinheiro de graça por muito tempo.

Cenário Macro Brasil

No Brasil como nos EUA, os dados de produção industrial e demanda por moradia foram os destaques positivos. Também tivemos dados positivos em tráfego de estradas.

Os dados do mercado de trabalho do CAGED estão positivos, e o mercado os lê como surpresa positiva, mas o saldo positivo até agora é muito pouco comparado ao que se perdeu no início da pandemia, e não dá para saber se estes números positivos são sustentáveis ou só função de recontração pontual para reabertura de atividades. Os dados da PNAD continuam muito ruins, ilustrando a diferença grande entre o mercado de trabalho formal e o informal.

O forte descolamento entre índices de inflação ao atacado e os índices ao consumidor só se acentuaram, e ao menos parcela do mercado começa a se preocupar com uma surpresa negativa em algum momento na inflação ao consumidor.

As preocupações do mercado com a sustentabilidade do quadro fiscal ganharam o centro das atenções, e em reação a isto o governo enviou ao Congresso um projeto de reforma administrativa.

Continuamos monitorando de perto os movimentos dos DI's curtos, que para nós são um bom termômetro das preocupações do mercado e de possíveis dificuldades de refinar a dívida nestes níveis de preço.

O Tesouro recebeu um alívio temporário, com a transferência dos ganhos cambiais do BC. Resta saber qual será a atitude daqui para frente, se vão "queimar" este colchão de segurança como fizeram ao longo do primeiro semestre, ou vão preservá-lo mesmo que tenham que pagar mais caro nas novas emissões.

No 1S20 grande parte das emissões eram rolagens de dívida existente, mas no 2S20 a projeção é de um volume bem maior de novas emissões.

O orçamento de 2020 também foi enviado ao Congresso, que ao longo do mês deve iniciar sua discussão, e votar também vários dos vetos presidenciais pendentes, alguns com razoável impacto fiscal. A primeira impressão é de um orçamento pouco realista.

Conclusão Macro Local: Tivemos uma sequência de revisões positivas nas projeções de PIB para 2020 ao longo dos últimos dois meses. Mas dados os desafios existentes do lado fiscal, nosso cenário é que não teremos no crédito um impulso muito forte para a recuperação.

Além disto, também acreditamos que o BC talvez tenha ido muito longe na redução da Selic, olhando só para a inflação (que a verdade seja dita, é o mandato dele), mas sem mensurar talvez o risco de não encontrar compradores para os títulos públicos nestes preços. A resposta aqui não é simples nem fácil, para sermos justos.

Como mostra a tabela abaixo, apesar de toda a queda na Selic nos últimos 2 anos, o custo de crédito para a pessoa física pouco mudou. Num contexto de emprego e renda disponível bem pior, parece pouco provável um impulso à atividade via crédito.

	Taxa Financiamento Imobiliário (% a.a)	Taxa Financiamento Automóvel (% a.a)	Taxa Crédito Consignado (% a.a)	Selic (% a.a)
Dez 2018	9,1	22,9	26,3	6,5
Dez 2019	8,8	21,3	23,7	4,5
Junho 2020	8,6	20,6	22,5	2,0

Fonte: Custo Financiamento PF - Dados Consolidados do Setor pelo Banco Central

Como podemos notar na tabela a seguir, o spread de crédito (Taxa de Financiamento – Selic) só aumentou no período:

	Taxa Financiamento Imobiliário - Selic	Taxa Financiamento Automóvel - Selic	Taxa Crédito Consignado - Selic	Selic (% a.a)
Dez 2018	2,6	16,4	19,8	6,5
Dez 2019	4,3	16,8	19,2	4,5
Junho 2020	6,6	18,6	20,5	2,0

Fonte: Custo Financiamento PF - Dados Consolidados do Setor pelo Banco Central e 3R Investimentos

Continuamos acreditando que ao longo do tempo esta realidade mais difícil vai se impor. A saída da situação atual não tem soluções muito agradáveis. Se o problema fiscal não for muito bem endereçado podemos sim ser surpreendidos por uma alta de juros muito antes do que o esperado pela maioria (lembrando que estamos “manobrando” em cima de uma dívida bruta de 100% do PIB, o que não nos lembramos de ver antes), o que contaminaria a recuperação da atividade. Se for bem endereçado tende a ser impopular politicamente, e mesmo assim não garante uma saída acelerada da crise.



Investimos durante agosto algum tempo para analisar algumas das ofertas de ações vindo à mercado, o que só reforçou nossa impressão é que tem muito investidor decidindo com base na Selic atual e num cenário de juros muito baixos por muito tempo.

As ofertas no setor imobiliário mostram-se uma assimetria de risco especialmente ruim, e parecem contar com este cenário de maneira mais forte ainda. O investidor é “convidado” a pagar prêmio sobre o próprio recurso que coloca nas empresas, já que estas empresas não têm quase nenhum *back-log*. Nos chama ainda mais a atenção pelo fato de não terem diferencial competitivo nenhum.

Na nossa leitura a bolsa brasileira tem muitos ativos que estão muito caros, e pouca gente trabalha com um cenário de alta de juros num futuro próximo. Mas existem alguns poucos ativos baratos também.

Visão de Mercado

O mercado fez uma “pausa” em agosto, com piora dos ativos de risco e alguma abertura de taxa de juros no mercado no local. É difícil saber se é o começo de uma reversão de tendência, mas os fundamentos macro não estão ajudando a continuidade da recuperação da atividade na nossa leitura. Continuamos num equilíbrio muito frágil, que exige decisões difíceis e provavelmente impopulares. E temos a impressão que muita gente menospreza o quão frágil é este equilíbrio atual.

Botton line: Continuamos preferindo operar com pouco risco direcional estrutural (mas este pouco “vendido”), e com uma visão mais cética sobre os impactos da crise na economia real e nas empresas.

Estratégia Long & Short

Durante o mês, tivemos 8 pares e um *basket* abertos, 6 ganhadores e 3 perdedores. A estratégia como um todo foi levemente ganhadora.

O destaque na ponta ganhadora foi VALE3 x B3SA3, e VALE3 x CSNA3. Na ponta perdedora foi o *basket* comprado em Staples e vendido em incorporadoras/construtoras.

Estratégia Direcional

Os ganhos aqui foram em posições táticas compradas e vendidas, sempre em ações de alta liquidez. No estrutural ganhamos um pouco nas *PUTs* de BOVA11, principalmente pela remarcação da volatilidade implícita mais alta.



3R Genus Hedge FIM

Estratégia Juros e Moedas

Estamos zerados tanto em posição de juros quanto de moedas.

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, conseqüentemente, 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.