

Carta do Gestor – Julho 2020

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu -0,40% em julho. No ano, o fundo está acumulado em +9,90% (+504,6% do CDI). Desde meados de 2019, dada nossa visão mais cautelosa com o cenário macro como um todo, a performance do fundo tende a ser mais difícil em meses de performance muito positiva de ativos de risco.

Em julho, além disto, tivemos resultado muito ruim na estratégia L&S, principalmente na primeira metade do mês. Nossa atitude em momentos como este normalmente é de reduzir o risco, reavaliar nossa leitura de mercado, ao invés de tentar recuperar as perdas de forma muito rápida aumentando ainda mais o risco. Foi o que fizemos.

O mês foi marcado por continuidade na retomada da atividade econômica, tanto local quanto à nível global. Mas ainda existe razoável grau de incerteza sobre a extensão e força da retomada, qual será o custo de todos os estímulos dados, e quanto estes impactarão a economia como um todo. Nossa visão estrutural mais cautelosa não mudou muito, mas vamos procurar navegar melhor no curto prazo caso continue prevalecendo uma visão que nos parece excessivamente positiva com ativos de risco.

Fundo	Cota Líquida	% Mês	% Ano	% Início	% 12 meses
GENUS HEDGE	1,7208094	-0,40%	9,90%	43,95%	16,12%
%CDI		-204,16%	504,63%	318,27%	381,39%
CDI		0,19%	1,96%	13,81%	4,23%

Ref: 31/07/2020

Cenário Macro Global

Nos EUA, o número de novos casos continuou alto, mas agora parece afetar pouco o processo de reabertura. Os dados de emprego publicados ao longo do mês parecem indicar uma recuperação com menor vigor, mas nada é certo neste *front*.

O governo federal não conseguiu um acordo com o Congresso sobre um novo pacote de suporte à economia, e tomou medidas diretamente. Esta negociação deve se estender por algumas semanas. Sem dúvida, só após o fim de todos estes estímulos é que vamos ter uma noção clara da situação da economia, e da velocidade de recuperação. De maneira geral, o mercado parece continuar precipitando uma rápida retomada econômica, e juros muito baixos por bastante tempo.

A visão mais positiva com a recuperação na Europa continua. E China, como já esperado, recuperou-se relativamente rápido.

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. Mas por outro lado, Europa e China parecem estar numa tendência de recuperação mais clara e com menos incertezas.

Fora a dúvida sobre a economia americana, o volume de dívidas no mundo todo continua a subir para níveis nunca vistos antes. Uma parcela razoável dos investidores parece trabalhar com o cenário de que a liquidez é ilimitada e/ou os bancos centrais vão conseguir financiar os déficits sem problemas.

Cenário Macro Brasil

Dados agregados de atividade recentes continuam a mostrar recuperação em relação ao ponto mais baixo que foi em abril, mas com demanda de maneira geral ainda é muito abaixo na comparação anual. O mesmo racional vale para os indicadores de confiança.

Os dados do mercado de trabalho do CAGED seguem surpreendendo positivamente, e os da PNAD continuam muito ruins, ilustrando a diferença grande entre o mercado de trabalho formal e o informal. A velocidade de recuperação do mercado de trabalho para nós segue sendo uma incógnita. Tanto do lado da recuperação do mercado informal, como em relação a real resiliência do mercado formal depois de retirados os estímulos que mantiveram o consumo surpreendentemente bem neste período.

Nos chama muito a atenção o formato da curva de juros. O público mais leigo continua muito focado nos juros atuais, e muita gente parece tomar decisões baseadas nisto. Entre os investidores mais sofisticados, existe uma parcela razoável que parece acreditar que a ponta longa é que está alta, e deveria cair. Uma das coisas que mais chama a atenção são os DI's curtos mesmo, que apesar do discurso *dovish* do BC seguem precificando alta de juros já em 2021.

A preocupação com a situação fiscal parece explicar grande parte destes fatos. O que antes era comentado por alguns, agora ganhou o centro das atenções, com parcelas do governo argumentando em favor de excepcionalidades para poder “gastar” mais por algum tempo. O histórico do país infelizmente não é bom, e nunca tivemos que “manobrar” em cima de uma dívida bruta próxima de 100% do PIB. Tudo isto num momento em que o país está aparentemente bem “fora de moda” com o investidor estrangeiro, e temos uma enxurrada impressionante de oferta de ações concorrendo pelos recursos dos investidores. Todo cuidado é pouco aqui, e nenhuma das alternativas de saída é fácil. Disciplina fiscal não faz governos populares, e no curto prazo não necessariamente impulsiona atividade econômica.

Outro fato que nos chama a atenção é o custo do dinheiro para o tomador de crédito final. Os recursos disponíveis de maneira geral estão ficando mais caros, mesmo com a queda da Selic. O spread em operações de mercado de capitais ou crédito para empresas subiu muito, muitas vezes anulando a queda da Selic ou com efeito até maior que este.

No crédito para pessoa física, analisando os dados do Banco Central por linha de produto, a queda desde o final de 2019 foi claramente muito menor do que a da Selic. Com a queda de renda e de emprego, e o custo do dinheiro sem cair quase nada nominalmente, qual será o impacto da queda da Selic para estimular atividade econômica? Qual a qualidade das carteiras de crédito neste contexto (custo estável e renda/emprego bem menores)? Ou será que a taxa Selic baixa de curto prazo vai servir apenas para repetir o que vinha acontecendo, que é primordialmente uma re-precificação de ativos, ações e imóveis?

Do lado político o cenário é parece melhor no que se refere a evitar eventos extremos. A venda de participações por parte do BNDES é notícia muito positiva, e esperamos alguma continuidade no processo de concessões e vendas de participações.

Mas os desafios são muito grandes, e a pressão sobre a questão fiscal será muito forte. Até Fev/2021, com a presença do atual presidente da Câmara, dá para acreditar que a resistência à mudança no pilar fiscal também será alta, mas depois disto o cenário não é certo. E qualquer incerteza maior sobre isto vai contaminar expectativas e o próprio processo de recuperação.

A safra de resultados do 2T20 até o momento surpreenderam positivamente, as empresas listadas se adaptaram e reagiram muito bem de maneira geral. Além disto, o mercado de capitais continua com muito apetite para financiar estas empresas.

Conclusão Macro Local: A recuperação econômica deve ser errática, pois não nos parece o mais provável que o mercado de trabalho se recupere muito rápido quando os estímulos na forma de transferência de renda forem retirados. O mercado de crédito também não nos parece indicar uma recuperação rápida/fácil. À exceção de grandes empresas (boa parte não vai precisar dos recursos), o crédito está caro e/ou pouco disponível (novas concessões para pessoas físicas caindo na comparação anual). E no meio de tudo isto temos que seguir monitorando as perspectivas do equilíbrio fiscal.

Acreditamos 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.

Nossa impressão é que tem muito investidor decidindo com base na Selic atual, que pode ter que ser revista não tão adiante assim. E o mercado parece atribuir muito pouca probabilidade

de um cenário realmente ruim, com deterioração fiscal contaminando crescimento, emprego e atividade.

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. Continuamos focados em consumo não discricionário, exportadoras e outros setores não cíclicos, que nos parecem relativamente atrativos comparados a consumo discricionário e setores mais cíclicos e sensíveis ao nível de taxa de juros e atividade.

Visão de Mercado

Continuamos preferindo uma atitude de maior cautela com a velocidade e a extensão da recuperação econômica. O desafio de manter uma política fiscal sustentável não é de fácil solução, e afeta custo do dinheiro e a própria velocidade de recuperação.

O perfil de fluxo financeiro para bolsa continua parecido, com pessoa física comprando bolsa diretamente, e no mês passado também via fundos de investimentos. Nos preocupa que boa parcela deste público talvez esteja tomando decisão só baseada na Selic atual, sem nem olhar que o mercado precifica juros *foward* de 7% a 8% alguns anos para frente.

Bottom 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

Durante o mês, tivemos 11 pares abertos, só 3 ganhadores e 8 perdedores. A estratégia foi ganhadora, mas estava muito ganhadora até a metade do mês e acabou devolvendo parte dos resultados em posições vendidas na segunda metade do mês.

No mês passado o destaque na ponta ganhadora tinha sido PCAR3 x CRFB3, e neste mês foi o destaque negativo, mais que revertendo os ganhos de Junho e nos obrigando a stopar a posição. E para nossa surpresa os prejuízos vieram no dia seguinte ao resultado trimestral de PCAR3, que nos pareceram sólidos. Também perdemos e tivemos que stopar nos pares FLRY3 x MRVE3 e BOVA11 x SMALL11. Na ponta ganhadora tivemos ABEV3 x ITUB4 como destaque.

Estratégia Direcional

Os ganhos aqui foram em posições táticas compradas e vendidas, sempre em ações de alta liquidez. No estrutural perdemos com *PUTs* de BOVA11, que perderam valor com a alta do mercado. Fechamos o mês praticamente sem posição nenhuma direcional.



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.