



Carta do Gestor – Maio 2021

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu 0,51% em maio (+192% do CDI). No ano a performance acumulada é de +2,07% (+216% do CDI).

Os ativos de risco tiveram outro mês de performance positiva no Brasil, ainda impulsionados por um contexto global benigno (commodities em alta e juros americanos estáveis), e com um fluxo de notícias positivas locais (arrecadação do governo melhor que o esperado e revisões positivas de projeções do PIB).

Analisando os dados da economia americana, reforçamos nossa desconfiança de que a recuperação no Brasil será desigual, sendo mais forte e acelerada nos setores de serviços mais impactados pelas restrições de circulação, e podendo mostrar até contração em segmentos como bens duráveis e imóveis. E no agregado pode acabar não sendo tão forte e acelerada quanto o mercado parece acreditar.

Os dados de emprego americanos vieram um pouco abaixo do esperado, e parecem ser explicados pela falta de mão de obra disponível. Esta dinâmica deve mudar bastante ao longo do ano, e o resultado para nós deve ser uma considerável redução no excesso de liquidez que está hoje disponível, e um aumento do custo do dinheiro a médio e longo prazo, com impacto relevante sobre economias emergentes e commodities.

Os dados da China já mostram uma acomodação no crescimento.

Mas além de uma esperada redução do excesso de liquidez e custo zero do dinheiro, o cenário global deve continuar vendo maior rivalidade e distanciamento entre Estados Unidos e Europa em relação à China no mundo pós-Covid. Seja pelas disputas econômicas e políticas que já existiam, pela desconfiança quanto a origem da pandemia ser laboratorial e pela necessidade de reduzir a dependência das cadeias de produção em relação ao país asiático. O governo na China também se moveu para controlar e/ou interferir no setor de tecnologia, começando pelo caso do Alibaba, mas que parece evoluir para outras *fintechs/techs*.

No Brasil foi um mês positivo no fluxo de notícias macro. A arrecadação já vem a algum tempo surpreendendo positivamente, fruto na nossa leitura de ganho de *share* da economia formal (com impacto maior do que o antecipado pelo mercado e por nós mesmo), e nível de lucratividade alta em alguns segmentos específicos beneficiados por escassez de oferta (aqui e /ou globalmente) e câmbio depreciado.

Apesar de positivo, não nos parece algo que se possa incorporar nas projeções. Se a economia informal não voltar a ocupar seu espaço teremos provavelmente um crescimento muito fraco pela frente. As grandes empresas demandam menos mão de obra, e nos parece difícil que seu

crescimento de *share* continue, mesmo porque a reabertura da economia vai levar a uma realocação de renda disponível da população.

Do lado do PIB o que tivemos é ainda mais temporário. Variação de estoques respondeu por toda a surpresa positiva. Difícil que se repita, o mais provável inclusive é alguma surpresa negativa nos trimestres seguintes, a não ser que a parcela de consumo se acelere acima do projetado.

A pandemia continua a mostrar números preocupantes e a vacinação segue lenta. Por ora o mercado não dá relevância a isto, e os governos parecem muito pouco dispostos a retomar medidas de restrição. Só se a população voltar a sofrer de grave falta de atendimento é que restrições de mobilidade mais severas poderão ocorrer. Achamos o risco real, mas difícil de projetar.

Do lado macropolítico vamos continuar a ver a evolução de reformas/medidas que nos parecem mais “faz de conta” do que medidas de impacto material. Não acreditamos em boas reformas com o Congresso atual, a qualidade dos líderes alinhados ao governo e a agenda prioritária do Executivo. Mas existe sim uma vontade de passar a impressão de que algo está sendo feito.

A piora institucional é relevante. No curto prazo o mercado segue os lemas “bolsa não é PIB”, ou a visão que as empresas listadas vão passar ao largo de toda a confusão. A longo prazo acreditamos que existe sim um impacto em perspectivas de crescimento e no nível de risco que deveria ser precificado. Esta conta vai chegar em algum momento.

Por outro lado, temos evoluções positivas na parte de concessões/privatizações (aqui falamos de saneamento, aeroportos, ferrovias e rodovias – o projeto da Eletrobrás não representa uma privatização de verdade), mas o volume de investimentos envolvidos ainda é muito pequeno.

Como já falamos algumas vezes, achamos a grande maioria dos ativos listados em bolsa muito caros, antecipando expectativas irrealistas e não precificando adequadamente os riscos.

Mas também conseguimos ler a vontade de boa parte dos investidores de ter uma leitura otimista do que acontece. E nosso mandato aqui é entregar boa performance ajustada ao risco de cada mandato. Não estamos aqui para provar tese ou “para estarmos certos”.

Continuamos focando em oportunidades de arbitragem, que são muitas, e estar preparados para um possível ajuste de preços mais relevante.

Fundo	Cota Líquida	% Mês	% Ano	% Início	% 12 meses
GENUS HEDGE	1,7717793	0,51%	2,07%	48,226%	3,23%
%CDI		191,87%	215,70%	304,78%	147,80%
CDI		0,27%	0,96%	15,82%	2,19%

Ref: 31/05/2021



Cenário Macro Global

A economia americana continua a se recuperar, e as perspectivas para atividade parecem bem positivas. Os últimos dados do mercado de trabalho foram fracos, dando a impressão que a força de trabalho talvez esteja adiando a volta ao trabalho em função dos muitos benefícios que ainda recebe.

Neste contexto as taxas de juros (*Yield Curve Rates*) nos *Treasuries* americanos de 10 anos se mantiveram estáveis ao redor de 1,6% a.a.

A Europa continuou mostrando melhora nos dados de atividade e de vacinação. E na China, os dados mostram uma acomodação na velocidade de crescimento.

Conclusão Macro Global: Continuamos projetando que o ambiente de liquidez muito abundante e/ou dinheiro com custo oportunidade zero está com os dias contados, e isto deve obrigar investidores a uma alocação de recursos mais racional e cautelosa.

Cenário Macro Brasil

Dados de atividade melhoraram no último mês, tanto *soft data* (PMIs e índices de confiança), quanto *hard data*. Para nós está claro que a mobilidade e circulação voltaram bastante, e existem poucas restrições atrapalhando a atividade econômica no momento.

Com o final do período de chuvas ficou mais evidente o tamanho do problema que temos no suprimento de energia. Por ora vai prevalecer uma visão benigna, que considera apenas o impacto em inflação com a utilização de térmicas caras. Não acreditamos que os órgãos governamentais e de fiscalização envolvidos vão tomar nenhuma medida drástica (como racionar), vão empurrar o problema com a barriga até a próxima estação chuvosa. A verdade é que é difícil saber o que fazer, mas ao deixar de agir preventivamente os riscos de ter que fazer algo mais drástico à frente aumentam. E se atividade recuperar tão rápido (que parece ser o cenário de mercado, mas não é o nosso), este risco é ainda maior.

Os números da pandemia continuaram a melhorar, principalmente no que se refere a mortes. O número total de infectados continua muito alto no dia a dia, e com a vacinação lenta, vamos conviver por algum tempo com o risco de piora drástica. Difícil prever como vão reagir a população e os governadores/prefeitos caso tenhamos uma nova piora significativa.

O dado do PIB do 1T21 deu a impressão de que a economia sofre pouco e está se recuperando mais rápido. Temos dúvidas sobre esta leitura. A surpresa no PIB veio de formação de estoques. Temos vários gargalos do lado das indústrias, e a situação do consumidor brasileiro não é nada animadora. Os níveis de endividamento nunca estiveram tão altos, e estamos no começo do ciclo de ajuste dos juros.

Em nossa leitura, o BC continua mais focado nos seus vieses políticos do que em cumprir o mandato. Em 2022 devemos ir para o terceiro ano seguido acima do centro da meta, sendo que este ano podemos ficar inclusive acima do limite superior da banda. E do lado fiscal, temos nossas dúvidas em relação a quanto tempo a arrecadação vai manter o patamar acima do esperado. O que é verdade e deve ser elogiado é o bom controle sobre despesas. De qualquer maneira, a situação fiscal é para lá de ruim, e deixa o país muito frágil caso qualquer choque inesperado ocorra.

Conclusão Macro Local: Tivemos um mês de *headlines* positivos, e o consenso de mercado continua muito mais disposto a ter leituras positivas do que uma postura mais cautelosa. Risco dá muito mais lucro para a maioria dos participantes de mercado do que uma postura mais conservadora/cautelosa. É e sempre foi assim.

Mas o fundamento real para nós continua de uma recuperação bem difícil e com vários riscos à frente, piora relevante do quadro institucional, e pouco foco em tomar medidas que realmente enderecem os problemas estruturais.

Visão de Mercado

Como escrevemos na carta passada, “a música ainda toca, existe uma perspectiva bem razoável de recuperação nos EUA e em menor extensão na Europa, então os ativos de risco podem continuar com performance moderadamente positiva por algum tempo”.

A maioria do mercado claramente prefere focar no “copo meio cheio”. Nós consideramos a assimetria de risco ruim.

É enorme a quantidade de empresas medianas ou ruins, sem nenhum diferencial relevante sustentável, cujo management parece decidir por investimentos/M&A mais de olho no preço de tela da ação ou em algum modismo de mercado do que no fundamento de longo prazo do negócio, buscando simplesmente criar uma “nova narrativa” para entreter o mercado. A grande maioria delas negociadas a *valuations* sem nenhuma conexão com o que o negócio pode gerar de resultado.

E muitos participantes do mercado adotam a postura que chamamos internamente de “foca”, batendo palma emocionados, elogiando, mesmo sem ter nenhum número ou projeção razoável para se embasar.

Setorialmente mantemos nossa visão favorável para consumo não discricionário (a maioria são cases “sem graça”, mas verdadeiramente baratos), exportadoras (mas neste caso com abordagem bem seletiva) e serviços que se beneficiam do fim das restrições de circulação. Adotamos também uma postura marginalmente positiva para os grandes bancos. E uma visão negativa para setores de consumo discricionário, *techs/fintechs* e *e-commerce* de maneira geral, e recentemente uma posição mais negativa para commodities metálicas e siderúrgicas.



3R Genus Hedge FIM

Botton line: Aumentamos o risco alocado no L&S, mas de maneira geral o fundo continua com risco abaixo da meta e dos níveis históricos. Vamos continuar assim até identificamos alguma tendência que nos pareça oferecer risco retorno atraente.

As oportunidades de arbitragem relativa entre setores continuam abundantes, dado os modismos e excessos do mercado.

Estratégia Long & Short

Durante o mês, tivemos 5 pares e 2 *baskets*, 5 ganhadores e 2 perdedores. A estratégia como um todo foi ganhadora no mês.

Os destaques na ponta ganhadora foram o *basket* comprado em consumo não discricionário e vendido em Homebuilders. Na ponta perdedora o destaque foi o par BOVA11 x PETR4.

Estratégia Direcional

Os ganhos aqui foram em posições táticas compradas e vendidas, sempre em ações de alta liquidez.

Estratégia Juros e Moedas

Sem posições em Juros e Moeda.

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.