

### Carta do Gestor – Maio 2020

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu +0,77% em maio (+324% do CDI). No ano, o fundo está acumulado em +9,61% (+736% do CDI). Foi um mês razoável, mais próximo do que tentamos ser o normal do fundo ao longo do tempo.

Impulsionados pela expectativa de recuperação das economias no mundo com a reabertura das atividades anunciadas, os ativos de risco apresentaram forte recuperação dos preços.

Apesar de ser um cenário bem diferente do que acreditávamos, e mantendo nossa máxima de procurar sermos os mais pragmáticos o possível e não “brigar com a tela”, conseguimos entregar uma performance que nos parece bem satisfatória dado o baixo risco incorrido.

Na carta anterior escrevemos de nosso ceticismo a respeito de uma “recuperação em V”. Menos de um mês depois o mercado nos “atropelou”, supostamente baseado em dados. O último dele foi o do mercado de trabalho americano publicado na sexta-feira.

Achamos que vale um esclarecimento. Recuperação em “V” pressupõe que as “duas pernas” do movimento tem a mesma magnitude, e que voltaremos ao mesmo ponto de partida. Obviamente depois de recuar entre 20% e 80%, muitas atividades vão mostrar uma recuperação inicial que parece “forte”. Mas voltar ao mesmo patamar existe uma boa diferença.

Não vamos tomar muito tempo dos leitores com esta discussão. Tem muita gente boa e capaz escrevendo sobre o tema. Para resumir, vamos continuar “privilegiando o pragmatismo” na gestão do dia a dia do fundo, o que não significa que não temos um cenário claro e bom grau de convicção dele. Mas já aprendemos também que o mercado pode operar contra o nosso cenário por razoável período de tempo, mesmo que estejamos corretos. O importante é estar atento para identificar o momento em que nosso cenário pode prevalecer, e aí sim tomar riscos de maneira mais agressiva.

Fundo	Cota Líquida	% Mês	% Ano	% Início	% 12 meses
<b>GENUS HEDGE</b>	1,7163974	0,77%	9,61%	43,59%	19,26%
%CDI		323,54%	622,41%	326,59%	390,54%
CDI		0,24%	1,54%	13,35%	4,93%

Ref: 29/05/2020

### ***Cenário Macro Global***

Os países desenvolvidos começaram a reabertura. Até o momento, sem um aumento de casos relevantes. Forte controle de casos notificados e realização intensa de exames parece estar funcionando. Por outro lado, as imagens que vemos de aglomeração de pessoas e pouco cuidado, principalmente na Europa e nos EUA nos chamam a atenção e nos deixam em dúvida sobre o sucesso desta reabertura.

Dados de atividade na China são aparentemente bons do lado industrial, consumo de energia, indicadores de poluição e no setor imobiliário. Em consumo parecem ainda relativamente fracos, e os dados de mercado de trabalho simplesmente não são confiáveis. Mas de maneira geral, o *mood* em relação à recuperação na China é positivo.

Na Europa ainda não temos dados pós-reabertura para avaliar. Os sinais de novas medidas do BCE e de um novo pacote de ajuda para região foram positivos.

Nos EUA os dados ainda têm vindo muito fracos, mas lá os dados são de alta frequência e logo teremos uma nova safra já pós abertura. De maneira geral a impressão é que os estímulos direcionados para as pessoas funcionaram, com dados sobre a renda disponível das pessoas razoavelmente positivos, e mostrando uma perda de renda bem menor do que a queda de consumo.

Continuamos sem ter problemas relevantes do lado de dívida corporativa, as injeções de liquidez e/ou compra de dívidas pela FED parecem estar funcionando.

***Conclusão Macro Global:*** O mercado assumiu um cenário de reabertura bem-sucedida, e volta ao normal gradual e relativamente rápido. Poucos parecem questionar a sustentabilidade das novas dívidas emitidas ou as consequências de grandes emissões de dinheiro pelos bancos centrais. Além disto, temos visto com muita frequência na análise de bancos americanos o argumento de que os investidores ainda estão pouco alocados em bolsa, e num cenário de juros zero ou até negativo vão ter que comprar mais ações. De novo o foco está muito mais em fluxo, do que na atratividade do retorno das ações.

Os riscos geopolíticos continuam altos, e o distanciamento entre EUA e China parece um caminho sem volta.

O cenário para as eleições americanas ainda parece incerto, mas o candidato democrata aparece em muitas pesquisas na frente, e caso eleito, deve levar a mudanças de política econômica que nos parecem tender a ser menos favoráveis ao mercado acionário.

### ***Cenário Macro Brasil***

Dados de atividade agregados continuam mostrando contração forte de demanda, de consumo de energia e de movimento nas estradas, por exemplo. Os indicadores de confiança pararam de cair e tiveram alguma recuperação leve, a partir de patamares muito baixos.

Conversando com as empresas a impressão é que o pior ficou para trás, e em maio já se viu alguma recuperação (a partir de níveis muito baixos, é verdade).

O setor bancário mostrou forte expansão de crédito, mas direcionado a empresas. O ritmo de concessões para pessoas físicas caiu. Nas grandes empresas, a maioria não terá utilização para este recurso tomado como medida de cautela, e devemos ter uma minoria com problemas efetivos de crédito pela frente.

O processo de reabertura começou aqui também, mas diferente do mundo desenvolvido, não está sendo feito junto com um monitoramento detalhado dos novos casos e com um processo de testagem em grande escala. E estamos começando a abrir sem ter tido uma queda significativa dos casos. Adicionalmente, continuamos a ter muita pouca coordenação entre os diferentes níveis de governo.

Por último, o ambiente político continua muito agitado. Mas é sim verdade que pelo menos agora o governo “abraçou” o tal Centrão, o que tende a tirar da pauta qualquer mudança mais radical, apesar das atitudes cinematográficas e declarações radicais muitas vezes feitas.

No entanto, temos alguma cautela com o funcionamento desta nova aliança, como isto vai impactar a agenda de reformas e a sustentabilidade do equilíbrio fiscal a médio prazo. A piora do emprego nos próximos meses, e fim das compensações anunciadas até agora vão gerar pressões significativas por novos gastos e benefícios.

**Conclusão Macro Local:** O pior da crise em termos de atividade econômica já ficou para trás na nossa leitura. Mas as dificuldades para frente serão brutais. A piora do mercado de trabalho, e em renda disponível, ainda vai acontecer ao longo do tempo dos próximos meses. Muitos adiaram a decisão de ajustar suas estruturas de custos, mas com a demora da retomada vão ser obrigados a fazê-lo. A completa falta de coordenação e de preparo para a reabertura vai tornar a volta ao normal muito longa.

Os estímulos anunciados para pessoas físicas parecem, de alguma maneira, ter chegado na “ponta final”, o que também minimiza o impacto no curto prazo. Mas no caso das PME’s não parecem ter sido muito efetivos.

Ainda vamos ver o impacto da crise nas empresas ao longo do tempo, e aqui também a volta ao normal vai ser muito lenta. E nossa opinião, mais lenta do que o mercado parece precificar.

Do lado político, sempre fomos mais céticos com a capacidade de entregar o prometido do lado de reformas e privatizações. As aprovações destes processos são sempre complexas, existem muitos interesses e agendas. Mesmo num governo com grande articulação e capacidade política é difícil conseguir executar e entregar. O acordo do governo federal com o Centrão nos parece reduzir bem a probabilidade de eventos caudais. Mas por outro lado, deve tornar ainda mais difícil a administração da questão fiscal para frente.

### **Visão de Mercado**

O mercado de ações local recuperou-se muito mais e mais rápido do que esperávamos. A curva de juros já está bem “inclinada”, e o câmbio (USDBRL) após bater um pico perto de R\$ 6,00 voltou para o patamar de R\$ 5,00. O que chama a atenção é a forte volatilidade em quase todos os ativos.

De maneira geral, a mensagem dos gestores das empresas listadas é continua positiva, seja por ainda não sentir tanto o impacto até o momento, ou por otimismo com a reabertura e expectativa de poucas mudanças nos negócios a médio e longo prazo.

Assumindo que 2020 é um ano excepcional, dado a parada abrupta, o que faz sentido é comparar/analisar os lucros projetados para 2021 e comparar com 2019. Do que vimos até agora, o mercado de maneira geral projeta leve crescimento ou contração, algo perto de +5% e -5%. Para nós este ainda é um cenário bem otimista, dada a forte piora que esperamos para o mercado de trabalho e a deterioração no balanço das empresas afetadas pela parada forçada.

Um assunto que nos pareceu passar relativamente batido é a desalavagem operacional que as empresas sofrerão, o impacto nas margens operacionais e em seu *bottom line*. Quando analisamos um pouco mais em detalhe as projeções dos analistas de mercado para resultado das empresas de maneira geral, nos chama à atenção o otimismo com crescimento e margens, muitas vezes nos parecem muito irrealistas.

Acreditamos mais numa queda na faixa de -10% a -20%, o que resulta numa bolsa negociando, de maneira agregada, mais perto de 20x Preço/Lucro em 2021.

Os investidores em ações, de maneira geral, sempre têm um viés otimista. Este viés vem sendo reforçado pelo custo oportunidade em patamares muito baixos, próximo de zero. Complementando este cenário, as empresas listadas passam mensagens quase sempre positivas.

Neste contexto, nossa visão é de que as surpresas a médio prazo tendem a ser mais negativas do que positivas.

Temos nos posicionado na compra em consumo não discricionário, que caiu como o mercado, mas tende a sofrer bem menos na ponta da receita a médio prazo, e/ou em exportadoras, dado que o mundo deve se recuperar mais rápido e melhor do que o Brasil.

No mercado de juros, já está precificada nova queda da Selic, de 75 *bps*. A curva de longo prazo já está bem inclinada. Não conseguimos ver assimetria de valor clara. Dado nosso ceticismo/cautela com o equilíbrio fiscal, achamos que a ponta mais longa da curva pode surpreender e abrir ainda mais.

Em câmbio também temos *mixed feelings*. Não acreditamos em significativa entrada de recursos no BZ dada a recuperação esperada que deve ser bem pior aqui, e o ambiente muito conturbado. Por outro lado, o déficit de conta corrente deve melhorar muito no nível de câmbio atual. E a nível global, dado o crescimento brutal de oferta de USD, não parece lógico contínua valorização



## 3R Genus Hedge FIM

da “verdinha”. Mas a R\$5,00/USD não conseguimos ver uma assimetria clara para nenhum dos lados.

**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 5 pares e um basket (empresas de consumo não discricionário e exportadoras) comprado contra BOVA11. O destaque na ponta ganhadora foi LAME3 x LAME4 e PCAR3 x CRFB3. O basket também foi ganhador. Na ponta perdedora o destaque foi o par BOVA11 x SMALL11.

### ***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.

### ***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.