

### Carta do Gestor – Outubro 2020

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu +0,14% em outubro (89% do CDI). No ano, o fundo está acumulado em +10,70% (+437% do CDI).

Tivemos um mês razoável. O mês foi muito volátil, com ativos de risco performando muito bem boa parte do tempo, mas tendo forte realização na última semana do mês. Conseguimos gerar um *alpha* bem atraente nas estratégias de ações, mesmo com o mercado fechando próximo da estabilidade na comparação mensal. Mas outra vez o resultado do mês foi bastante impactado pelo crescente deságio das LFTs (título público pós-fixado).

Como comentamos na carta passada, mantivemos posição em LFTs (título público pós-fixado) de curto e médio prazo, no limite para cumprir o *duration* mínimo necessário. Este movimento nas LFTs custou um resultado negativo de aproximadamente **0,35%** ao fundo no mês de outubro. Somado com setembro temos acumulado 1,0% de prejuízo (não realizado) nesta posição. Pelo tamanho da posição podemos carregar até o vencimento, o que deveria resultar na reversão deste prejuízo ao longo do tempo. Mas antes disto, acreditamos que o BC vai ter que se render à realidade, e subir a Selic e/ou dar liquidez às LFTs.

Nosso cenário macroeconômico e a visão mais cautelosa para ativos de risco não mudou. O risco fiscal já ganhou o “centro das atenções”, mas como comentamos na carta anterior, todo mundo só fala do teto fiscal, que para nós hoje é algo mais simbólico do que realmente uma solução sustentável para o tamanho do problema que temos. As dificuldades de emissão de dívida a custos próximos da Selic atual, ou da dívida atualmente em circulação, vão continuar, com ou sem teto de gastos. Caso não se tenha um choque de confiança, pode contaminar o crédito e atividade econômica.

Do lado político, tivemos menos ruídos, o que ajudou no desempenho da bolsa durante boa parte do mês. O presidente da Câmara dos Deputados e o Ministro da Economia até selaram um “acordo de paz”, o que foi interpretado como positivo pelo mercado. Até concordamos com esta visão, mas para nós está cada dia mais claro que o centro de decisão do governo mudou, e passou a ser guiado pelo presidente e pela sua nova base de apoio no congresso, o Centrão. A agenda de um está centrada na reeleição, e do outro em benefícios político-econômicos de curto prazo, aspectos que não “combinam” muito com rigor fiscal e decisões difíceis que precisam ser tomadas. E do lado “oposto” a estes dois grupos estão Guedes e Maia.

Outro destaque foi a aceleração da inflação ao consumidor, mas o Banco Central preferiu “dobrar a aposta” num cenário benigno, de inflação passageira, mesmo com claro crescimento na dispersão do aumento de preços. O que para nós é mais relevante e sinal ruim, o BC já não consegue ancorar as expectativas, com a volatilidade do mercado de DIIs por exemplo

“lembrando a *vol* de construtoras listadas em bolsa”, e as curvas de juros precificando um cenário bem mais negativo que a previsão oficial dos economistas

Por último, do lado de atividade vamos começar a ver o impacto da redução dos programas de distribuição de renda, e depois do término destes (mesmo aprovado algum programa de distribuição de renda para 2021, este teria aproximadamente 1/3 dos beneficiários do programa atual). Nos últimos meses assistimos à um fenômeno que nós internamente “batizamos” de “milagre da multiplicação dos pães”. A poupança e os fundos tiveram captação líquida, muitos recursos foram levantados em ofertas de ações, a demanda final do lado de bens de consumo e imóveis com recuperação relativamente forte, tudo isto num contexto de desemprego alto e com melhora marginal na parte de emprego formal. Esperamos uma reversão parcial deste movimento para os próximos meses.

Apesar do risco fiscal já estar no radar de muita gente, parcela do mercado ainda se foca no tal teto de gasto, e acredita que a manutenção dele vai garantir uma transição tranquila. O cenário consenso para a recuperação da atividade econômica ainda é muito otimista na nossa opinião. E se e quando tudo isto acontecer, veremos o impacto claro na popularidade do governo, e o risco de decisões ruins só vai ficar maior.

Fundo	Cota Líquida	% Mês	% Ano	% Início	% 12 meses
<b>GENUS HEDGE</b>	1,7333769	0,14%	10,70%	45,01%	12,96%
<i>%CDI</i>		88,58%	437,41%	313,59%	399,84%
CDI		0,16%	2,45%	14,35%	3,24%

Ref: 30/10/2020

### ***Cenário Macro Global***

A maior mudança neste mês foi a piora na propagação da pandemia na Europa, levando vários governos a reestabelecer medidas restritivas. Nos EUA, a evolução também tem sido negativa, mas os governos não tomaram medidas adicionais antes das eleições, e nos parece pouco provável que adotem algo que limite muito a circulação.

Do lado de dados de atividade o que vimos nos EUA foi uma predominância de dados positivos, principalmente do lado de produção industrial, mas na margem também no emprego.

A grande expectativa é com o resultado das eleições, mas de maneira geral os investidores têm preferido assumir um quadro benigno, com Trump sendo sempre pró-mercado, e Biden sendo menos pró-mercado, mas já anunciando um grande plano de investimentos que mais que compensaria o possível aumento de impostos.

**Conclusão Macro Global:** A direção da economia americana deve ser o grande balizador da direção dos mercados globais neste último trimestre.

Enquanto não existir preocupação com o financiamento do pacote de estímulo, parece pouco provável um cenário muito negativo nos EUA. O que pode ser um cenário ruim neste contexto é um crescimento menor e recuperação mais lenta do emprego.

Não nos parece claro qual será a abordagem de Biden em relação às *Big Techs* e sua regulação, e aqui poderíamos eventualmente ter algo relevante e novo para o mercado acionário.

### ***Cenário Macro Brasil***

No Brasil a tendência de recuperação continua, mas olhando a ponta de demanda final aparecem alguns sinais de possível estabilização, tanto em dados de varejo específicos quando no dado de confiança do consumidor. Ainda é cedo para conclusão, mas podemos estar vendo os primeiros sinais práticos da redução do valor recebido via programas de distribuição de renda, que devem ser descontinuados no começo de 2021.

Outro destaque foi a evolução da inflação ao consumidor, mas ainda muito abaixo da inflação de atacado capturada no IGP-M. A dispersão na variação dos preços crescente nos índices também é relevante.

A preocupação com a situação fiscal já ganhou o centro das atenções, como falamos antes na nesta carta. Mas o governo decidiu só discutir possíveis caminhos depois das eleições municipais, o que de alguma maneira mostra o grau de prioridade dado ao tema.

**Conclusão Macro Local:** Estamos aos poucos entrando numa nova fase pós-crise, com retirada gradual dos estímulos e sentindo o peso dos custos dos programas governamentais. O cenário político e foco do governo já mudaram muito, e de maneira surpreendente para boa parte do mercado, desde o começo da crise. Mas as pressões e problemas de difícil solução só vão crescer na nossa visão. Não nos parece um cenário propício para crescimento econômico forte.

Como falamos antes, o problema fiscal não é insolúvel, e o espaço para arrumar a questão fiscal parece muito grande, dado o grau de ineficiência e de privilégios existentes. Mas a classe política historicamente prefere, na grande maioria das vezes, o caminho mais fácil de curto prazo, e pior em termos de sustentabilidade e crescimento de longo prazo.

**Nos chama especial atenção o comportamento do Banco Central, que não quis ancorar expectativas e adotar postura mais cautelosa, o que inclusive ajudaria para alertar os políticos da gravidade do problema. O custo disto mais à frente se o cenário não evoluir positivamente deve ser bem alto.**

### **Visão de Mercado**

O mercado passou boa parte do mês de outubro favorável ao risco, consequência da trégua política no Brasil e dados de economia real positivos. A alta só foi anulada no final do mês quando a Europa assustou o mundo anunciando novas restrições à mobilidade. Existe também a perspectiva de boa safra de resultados trimestrais no Brasil.

Nosso foco de atenção nas próximas semanas é acompanhar o quanto a atividade econômica continua melhorando ou mostra algum impacto do menor benefício distribuído. Além disto, o fluxo de recursos para investimentos tanto em fundos, como poupança e depósito bancário também nos parece um importante indicativo do que está realmente acontecendo na economia, e da capacidade de consumo das famílias.

Mesmo que o BC continue a fazer “cara de paisagem”, como falamos antes, a realidade vai se impor. Aliás, já está se impondo. Não é à toa que o custo de crédito nos bancos não caiu praticamente nada nos últimos meses, à exceção de alguma iniciativa no crédito imobiliário e/ou com garantia de imóvel. A miragem da Selic em 2% a.a vai em algum momento desaparecer.

Não nos parece um cenário bom para tomar risco.

Analisando setorialmente, vemos muita gente focando nos mesmos negócios. E-commerce, *marketplace*, plataforma de investimentos, meios de pagamento e outros serviços financeiros. Fica a clara impressão que se projeta para frente um crescimento muito forte por muito tempo. Vemos relativamente poucas barreiras de entrada na maioria destes negócios, muita gente comprando “usuário/cliente”, fazendo a mesma coisa com muito pouco diferencial.

Outra tese muito difundida é de que as empresas listadas vão muito melhor que o PIB, são consolidadoras e ganham *market share* na crise e serão as grandes ganhadoras pós crise. Nós concordamos com boa parte do racional, mas nos setores que acompanhamos mais de perto achamos que o preço dos ativos antecipa um cenário pouco realista, e que não condiz com a realidade da economia real. As empresas vão ter mais *share* num mercado que ficará menor, e algumas vezes ganhando um *market share* que pode ser perdido com alguma facilidade no futuro dado o baixo diferencial do que oferecem.

Por último, nos impressionou a qualidade e preço da safra atual dos IPOs, e a colocação de operações mesmo com demanda comprovadamente fraca, e até ofertas de ações PN via oferta secundária. Não parece ter margem de segurança nenhuma para um cenário macroeconômico mais difícil do que o esperado, e a liquidez das ações pode se provar um problema também à frente.

**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.



## 3R Genus Hedge FIM

### ***Estratégia Long & Short***

Durante o mês, tivemos 10 pares e dois *baskets* abertos, 7 ganhadores e 5 perdedores. A estratégia como um todo foi bem ganhadora.

O destaque na ponta ganhadora foi o *basket* vendido no setor imobiliário e comprado em consumo não discricionário e ABEV3 x TRIS3. Na ponta perdedora foi LREN3 x ARZZ3.

### ***Estratégia Direcional***

Os ganhos aqui foram em posições táticas compradas e vendidas, sempre em ações de alta liquidez. No estrutural ganhamos nas *PUTs* de BOVA11.

### ***Estratégia Juros e Moedas***

Estamos zerados tanto em posição de juros quanto de moedas. Mas como explicado no início da carta, tivemos prejuízo significativo na posição de LFTs.

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.