

Carta do Gestor – Setembro 2020

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu +0,21% em setembro (134% do CDI). No ano, o fundo está acumulado em +10,54% (+461% do CDI).

Tivemos um mês razoável, ganhamos menos do que esperaríamos para um mercado com ativos de risco caindo. O resultado do mês foi bastante impactado pelo crescente deságio das LFTs (título público pós-fixado).

Vale aqui um esclarecimento. Sempre mantivemos a grande parte, ou a totalidade, do caixa do fundo em ativos de baixíssimo risco. E o fundo precisa ter na sua carteira ativos com um *duration* mínimo, de maneira a viabilizar o enquadramento do fundo como “fundo de longo prazo” para fins fiscais, resultando numa alíquota de IR de 15% para os cotistas.

Desde os momentos seguintes à eclosão da pandemia tínhamos a preocupação com a questão fiscal, e por isto rapidamente zeramos nossas posições em outros títulos públicos, já esperando uma forte abertura da curva de juros. Mantivemos posição em LFTs (título público pós-fixado) de curto e médio prazo, no limite para cumprir o *duration* mínimo necessário.

Apesar de nossa grande preocupação com o equilíbrio fiscal, não esperávamos que estas LFTs passassem a negociar com tanto desconto. Para deixar claro, isto é uma explicação, não uma desculpa ou justificativa.

Este movimento nas LFTs custou um resultado negativo de **0,49%** ao fundo no mês de setembro. E continua a impactar muito nossa cota neste início de setembro (até ontem, 05/10/2020, tinha gerado um impacto negativo no mês de aprox. 0,5%). Decidimos não realizar o prejuízo, continuamos a carregar as LFTs que tínhamos. 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.

Falando um pouco do cenário para frente, temos expressado nossa visão mais cautelosa a algum tempo, e o que aconteceu nos últimos 30 dias só piorou nossa percepção. Devemos nos preparar para a possibilidade de um período muito difícil à frente.

Todo mundo fala muito sobre a manutenção do teto de gastos, mas para nós este limite hoje é mais algo simbólico do que realmente a solução. Para quem analisa em detalhe as contas públicas já está claro que o teto não vai ser obedecido, considerando a proposta do orçamento para 2021 enviada pelo governo ao Congresso. E tal orçamento contém projeções consideradas pouco realistas por quem entende de contas públicas.

Mas o que para nós é mais importante, o Tesouro precisa emitir um volume imenso de dívida nova entre o final deste ano e 2021, e não existe comprador para tudo nos preços de hoje. Precisa pagar mais para “convencer” investidores a deixar de comprar ações, imóveis e outros ativos reais, e comprar dívida do governo. Acreditamos que vai ficar claro que Selic em 2% a.a. não representa o custo oportunidade do dinheiro.

Finalmente, nossa impressão é que a classe política está longe de ter claro o tamanho do problema. Não sabemos se por pouca interlocução com o time do Ministério de Economia, se por falha na comunicação do time econômico, ou se por uma leitura talvez ainda benigna demais por parte da equipe econômica. Para completar, estamos na metade do primeiro mandato presidencial, com a reeleição já no radar.

Talvez a única maneira de trazer todos para a realidade do problema fosse o Banco Central proativamente subir a Selic de maneira substancial (algo entre 5% e 8%), que deveria tornar mais viável a rolagem da dívida e emissão de dívida nova, e para deixar claro aos políticos que não é possível financiar a atual trajetória fiscal a 2%, e que é urgente um ajuste profundo. Este é um cenário menos provável, não vemos no time do BC/Tesouro disposição para um movimento agudo dessa magnitude, estes devem seguir tentando ganhar tempo, a espera de alguma melhora que viabilize uma saída.

Fundo	Cota Líquida	% Mês	% Ano	% Início	% 12 meses
GENUS HEDGE	1,7309701	0,21%	10,54%	44,80%	13,32%
%CDI		133,98%	461,41%	316,14%	374,78%
CDI		0,16%	2,29%	14,17%	3,55%

Ref: 30/09/2020

Cenário Macro Global

Com exceção da China, cuja economia continua a se recuperar com força, tanto EUA quanto Europa mostram sinais de menor velocidade de recuperação. Na Europa, o aumento de casos parece explicar esta desaceleração.

Nos EUA, o fim de boa parte dos programas de apoio, e não aprovação de novas medidas no Congresso começa a chegar à economia real. A recuperação do mercado de trabalho mostra-se lenta.

Conclusão Macro Global: A direção da economia americana deve ser o grande balizador da direção dos mercados globais neste último trimestre. Além da questão relativa à real velocidade de recuperação da economia real, teremos agora as eleições presidenciais no centro das atenções.

A não aprovação de um novo pacote de estímulos parece o mais provável, e deve impactar esta velocidade de recuperação. Caso o cenário de vitória de Biden se confirme, além da preocupação com a “aceitação” da derrota por parte de Trump, podemos ter um momento de paralização no pós eleição, pois a instabilidade política pode levar a não discussão do pacote, que só seria discutido e votado quando o novo governo estiver empossado.

Nos surpreende um pouco algumas das análises que indicam uma tendência do mercado em atribuir pouca diferença de maneira geral na direção do mercado com uma vitória de Biden ou de Trump.

Acreditamos que mudanças substanciais na direção da economia americana são mais raras e levam tempo. Mas em termos de evolução setorial podemos sim ver mudanças, com novos obstáculos para o setor de tecnologia por exemplo, e um cenário mais difícil para as grandes empresas de maneira geral.

Cenário Macro Brasil

No Brasil os dados de economia real continuam mostrando boa recuperação, com tendência parecidas com o mês passado, os dados de produção industrial e demanda por moradia continuam sendo os destaques positivos. O varejo também parece se recuperar bem.

Como falamos no mês passado, 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.

Do lado fiscal, o recente anúncio do Renda Cidadã, e suas potenciais fontes de financiamentos marcam na nossa leitura a cristalização de uma série de fatores. A dificuldade aguda de se encontrar solução entre a vontade política e o foco na reeleição, e as grandes limitações fiscais. A posição ruim da equipe econômica, seja por não conseguir defender uma solução que seja realmente sustentável, seja por talvez não estar focada nisto. O distanciamento da equipe econômica do mercado como um todo, e da ala política do governo também chama muito a atenção e preocupa.

Nada disto é bom e deixa uma perspectiva ainda muito difícil pela frente. A diferença agora é que uma parcela maior dos investidores talvez esteja com isto no radar de maneira mais clara.

Conclusão Macro Local: A dicotomia entre dados positivos em relação à recuperação da atividade no curto prazo, e preocupações quanto à sustentabilidade e força da recuperação continuam.



Os riscos nos parecem altos, e dado o momento do país, as decisões difíceis que precisam ser tomadas, e que no curto prazo podem não ser populares politicamente, tendem a não acontecer.

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.

Continuamos acreditando que ao longo do tempo esta realidade mais difícil vai se impor. E muito provavelmente vamos passar por um ajuste na política monetária (juros mais altos) e no nível de liquidez disponível, afetando perspectivas de investimento e preço de ativos.

A dívida bruta de aprox. 100% do PIB é insustentável, mas muitos ainda se prendem à ilusão do custo de financiá-la a 2% a.a..

Visão de Mercado

O mercado continuou seu movimento lento de piora nos ativos de risco em setembro. Além da queda da bolsa, o que talvez tenha sido a grande surpresa é a piora na renda fixa, abertura ainda maior das taxas de juros, deságio crescente nas LFTs e piora da liquidez de maneira geral.

Este aliás é outro fator relevante, grande parte do mercado “na mesma ponta”, não vemos quem seria o comprador marginal se continuasse o movimento de queda. A piora na renda fixa, e o BC aparentemente só “assistindo” também chama muito a atenção e pode ter custo alto mais 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.

Estratégia Long & Short

Durante o mês, tivemos 15 pares e um *basket* abertos, 11 ganhadores e 5 perdedores. A estratégia como um todo foi ganhadora.

O destaque na ponta ganhadora foi QUAL3 x CYRE3, QUAL3 x JHSF3, QUAL3 x HBOR3, e ELET6 x ELET3. Na ponta perdedora foi o *basket* de desempenho relativo entre as empresas comprado em Financials, Consumo Cíclico e não Cíclico e vendido nos mesmos setores em empresas que considerávamos caras, e o par OIBR3 x OIBR4. O destaque na perda do *basket* foi na ponta vendida em RENT3 no dia em que anunciou a fusão com a Movida, esta posição foi zerada rapidamente na abertura do mercado.



3R Genus Hedge FIM

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, consequentemente, 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.