

Carta do Gestor – Janeiro 2021

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu 0,22% em janeiro (142% do CDI). Em 12 meses o fundo a performance acumulada é de +10,85% (+392% do CDI), e de +27,09% (+321% do CDI) em 24 meses.

Neste mês os ativos de risco desvalorizaram um pouco, e taxa de juros subiram na maioria dos mercados. O BRL também se desvalorizou contra o dólar.

No final do mês, o movimento de investidores individuais americanos na compra de ações em que fundos de investimento tinham grande posição vendida sacodiu o mercado, aparentemente forçando alguma redução de risco dos fundos, e chamando a atenção para o momento especulativo dos mercados em geral.

O novo governo americano tomou posse, mas ainda não conseguiu dar velocidade aos planos de suporte à economia.

No Brasil, os dados da economia real do final de 2020 e início de 2021 mostram um varejo perdendo força e a indústria que vinha acelerando revertendo um pouco a tendência. Além disto, a forte aceleração no número de casos e mortes por COVID-19 forçou a medidas de restrição de movimentação, o que não ajuda na recuperação.

O processo de vacinação no Brasil começou, mas ainda muito lento e deve ser estender por muitos meses até ter um efeito mais efetivo. Nos EUA o começo foi lento, mas parece ganhar velocidade e já a sinais positivos em número de internações. Na Europa a velocidade de vacinação, como no Brasil, é lenta também.

O consenso de mercado continua bem otimista com ações, com commodities, com base no tal do *reflection trade*. Muito dinheiro sendo empurrado para o risco, aceitando taxas de retornos cada vez mais baixas e antecipando perspectivas de crescimento muito altas.

Acreditamos que ao longo do ano vamos ver uma recuperação mais sólida nos EUA, com recuperação nos setores mais afetados pela restrição de mobilidade como serviços, restaurantes, lazer e turismo. O quanto os setores de bens duráveis podem de alguma maneira deixar de se beneficiar pela “volta” dos gastos com estes itens é algo a acompanhar.

O preço das ações parece antecipar muito desta recuperação, e nada do custo de como foi feita, mas no ambiente atual é difícil antecipar o que levaria o investidor a ser mais cauteloso na análise do risco que está disposto a tomar. Parte do tal “custo” virá com a redução/retirada das políticas hiper estimulativas dos bancos centrais, o que por si só já mudará a percepção de liquidez abundante e forçará uma visão mais realista.

Aqui no Brasil, como já escrevemos antes, o cenário parece mais complicado do lado da economia real. A lentidão na vacinação só torna as coisas ainda mais difíceis.

Parece ter se formado algum consenso aqui de que os novos presidentes de Câmara e Senado, supostamente mais alinhados com o governo, vão levar adiante uma agenda liberal e reformista. Para nós, o histórico das pessoas liderando executivo e legislativo não corroboram com esta visão. Além disto, as lideranças do legislativo não têm nenhum histórico de boa relação e compromisso com as pessoas e a agenda do executivo atual. Tudo é possível, mas preferimos de alguma maneira esperar para ver.

Nos parece provável que votem o orçamento de 2021, a PEC Emergencial, ou alguma coisa em seu lugar que ache espaço para a volta de algum programa social emergencial, talvez a independência do BC. A reforma tributária é possível, mas se for boa tem efeito mais qualitativo de longo prazo. A mais importante de todas, uma reforma administrativa com cortes efetivos do custo da máquina do governo, e privatizações, nos parecem bem menos prováveis. E se a economia não for bem por muito tempo, vamos ver os novos líderes do Congresso se distanciando rapidamente do Executivo.

Não nos parece um ambiente que dê suporte para as empresas serem precificadas em bolsa com o nível de prêmio ou antecipando crescimentos poucas vezes visto, que é o que o mercado está fazendo.

As distorções de preços, como falamos na carta passada, vão ficando maiores e geram oportunidades. Mas é um ambiente que exige muito cuidado com a tomada de risco na nossa leitura, porque as correções dos excessos são difíceis de antecipar e tendem a ser violentas.

Fundo	Cota Líquida	% Mês	% Ano	% Início	% 12 meses
GENUS HEDGE	1,7396019	0,22%	0,22%	45,53%	10,20%
%CDI		146,57%	146,57%	305,91%	396,83%
CDI		0,15%	0,15%	14,88%	2,57%

Ref: 29/01/2021

Cenário Macro Global

Na Europa, a atividade segue afetada pela propagação da pandemia, porém os dados da indústria de dezembro foram um pouco melhores do que o esperado. Dada a evolução ainda lenta da vacinação por lá, espera-se uma recuperação mais lenta ao longo do ano.

Os EUA continuam sendo o grande foco para determinar a direção da economia global, tanto em relação à velocidade de recuperação da atividade, como quanto a precificação de ativos de risco. Por lá a vacinação está ganhando velocidade, e já aparecem dados positivos de número de internações.

Ainda se viu pouco do que será o governo Biden, qual o tamanho do estímulo que aprovarão e como vai agir em termos de regulação da economia e dos mercados.

Conclusão Macro Global: Do lado de atividade, parece razoável esperar uma boa recuperação no setor de serviços nos EUA, o principal afetado pela pandemia. Isto vai levar a uma recuperação do mercado de trabalho também.

Os pontos de dúvida para nós é o quanto os demais segmentos da economia serão afetados por isto, com a volta do setor de serviços parte da renda das pessoas será gasta com isto. Mas por outro lado a melhora no emprego beneficia a toda a economia. Acreditamos que vamos ver a economia como um todo se recuperando.

Parece pouco provável para nós esperar que neste contexto tenhamos a inflação tão baixa e comportada, juros básicos da economia próximo de zero e o FED na ponta da compra de maneira agressiva. Um rebalanceamento em relação às condições atuais vai ocorrer mais hora menos hora, reduzindo o excesso de liquidez dos mercados, e levando a uma busca por retornos maiores e/ou riscos menores.

Cenário Macro Brasil

O final do ano de 2020 e começo de 2021 estão se mostrando fracos para o varejo. Além do final do pagamento do auxílio emergencial, e do final de um período em que na nossa leitura tivemos alguma antecipação de consumo em alguns segmentos, a maior intensidade da pandemia e medidas de restrição à circulação não ajudam a melhorar isto.

Continuamos vendo piora nos indicadores de confiança, e a indústria, que vinha na contramão e mostrando melhora, mostra sinais de perda de ímpeto.

A vacinação evolui lentamente, e ainda não se consegue ver sinais de melhora em termos de propagação da doença. Isto deve ocorrer nos próximos meses, com um cenário melhor de verdade no segundo semestre.

Neste contexto, parece menos provável uma melhora da renda e do emprego no primeiro semestre.

Por outro lado, parece consolidado que qualquer novo programa de ajuda à população deverá respeitar o teto de gastos. O nível de endividamento é muito alto, e o custo efetivo de rolagem muito acima da Selic de 2.00% a.a. Por enquanto continua a calma e o Tesouro Nacional tem conseguido rolar de forma satisfatória a dívida. Mas é bom não termos ilusão, o equilíbrio é para lá de frágil, e qualquer choque inesperado vai trazer muita volatilidade.

Do lado político, o governo saiu vitorioso da eleição dos novos presidentes de Câmara dos Deputados e Senado. Agora é ver o quanto a agenda de reformas e medidas de curto prazo vai evoluir.

Conclusão Macro Local: O primeiro semestre deve ser bem ruim em termos de atividade e emprego. Na nossa leitura o mercado ainda vai precisar revisar para baixo expectativas de crescimento para o ano.

Se a inflação continuar alta ou acelerar, o BC vai estar numa posição pouco confortável. Difícil saber se vão fazer o que é necessário, ou vai seguir preferindo uma agenda que nos parece mais “política” do que técnica e conservadora como se deveria esperar de um BC.

Riscos de eventos de cauda parecem menores, mas o equilíbrio é muito tênue.

Visão de Mercado

Apesar da performance negativa em Janeiro, a visão geral do mercado para ativos de risco no Brasil parece continuar positiva. O fluxo de recursos de estrangeiros para bolsa em janeiro continuou muito forte. Se olharmos o investidor local, este parece mais “de lado”.

Olhando com uma perspectiva de longo prazo e usando taxas de desconto que nos parecem mais razoáveis, os ativos em bolsa estão na sua grande maioria caros ou muito caros. E os resultados das empresas no primeiro semestre devem refletir o momento ruim da economia. Vamos ver até quando o investidor vai privilegiar alguma métrica de crescimento específico das empresas, ou perspectivas de longuíssimo prazo baseadas em cenário ultra otimistas de crescimento.

Setorialmente temos uma visão negativa para consumo discricionário, incluindo o setor de incorporadoras, no qual nos parece bem provável uma sobre oferta de produtos. O setor de varejo é na grande maioria muito caro, e antecipando crescimentos que nos parecem pouco prováveis, mas sempre acham uma métrica que está muito positiva e o mercado prefere dar maior relevância para isto (uma hora é GMV, outra hora é geração de caixa).

O varejo físico deve se recuperar ao longo do ano, incluindo aí os shoppings centers. Não acreditamos em mudanças drásticas de hábitos aqui.

Em tudo que é e-commerce ou *fintech* vemos o processo de “compra de CPFs” acelerado, oferecendo serviços de graça ou benefícios que não são sustentáveis a longo prazo, trazendo um cliente que é fiel a este atributo mais do que qualquer outra coisa, e inventando métricas novas. A longo prazo talvez algum destes negócios faça sentido, difícil saber.

E faz sentido ter exposição a dólar e consumo não discricionário, pois tem muita empresa fora de moda realmente negociando a *valuations* que fazem sentido.

Botton line: Mantivemos nosso risco direcional estrutural baixo, estamos focando mais no L&S.

Estratégia Long & Short

Durante o mês, tivemos 5 pares e 2 *baskets*, 4 ganhadores e 3 perdedores. A estratégia como um todo foi perdedora.

O destaque na ponta ganhadora foi o par ALSO3 x YDUQ3. Na ponta perdedora o destaque foi o *basket* Apparel x Online.

Estratégia Direcional

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

Estratégia Juros e Moedas

A estratégia não teve nenhuma movimentação no mês e continuamos sem posições em Juros e Moedas.

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos