

## Carta do Gestor – Outubro 2019

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu +0.44% no mês de Outubro ou 91% do CDI. No acumulado do ano a performance alcançou +14.01% ou 271% do CDI.

Foi o mês mais fraco do fundo no ano, e o segundo mês abaixo de 1%. Uma posição direcional perdedora atrapalhou razoavelmente o resultado. Mas o mais relevante é que o mercado foi numa direção diferente de nossa visão estrutural mais cautelosa, o que obviamente não nos ajudou. Neste contexto, preferimos também tomar menos risco, o que se vê pela baixíssima volatilidade durante o mês, 0,9% anualizada comparados aos 2/2,5% dos últimos 12 meses.

Nossa visão estrutural permanece muito parecida, negativa no *front* externo e com mais cautela do que nos parece ser a visão média do mercado para ativos de risco no Brasil. Continuamos a olhar com um pouco mais de ceticismo o movimento de recuperação da atividade econômica local. O otimismo da “Faria Lima” não nos parece se refletir de maneira clara na economia de maneira generalizada. Mas é óbvio que existem algumas transformações estruturais ocorrendo, com possíveis impacto em preços de ativos, e com claros benefícios para o país no longo prazo.

**Para nós os problemas estruturais a nível global (muita dívida, excesso de estímulos e demografia pior) são fatores que pesam muito, e a nível local os desafios são na nossa visão maior do que a média do mercado acredita.**

**A recente decisão do STF e consequente liberdade concedida ao Lula só ilustram na nossa leitura o tamanho dos problemas que temos. O STF que deveria ser fonte de estabilidade institucional de longo prazo, hoje desempenha papel muito diferente disto.**

**Não muda o cenário de curto-prazo, e também achamos que o Lula de hoje é muito menos popular do que o de anos atrás. Mas pode sim atrapalhar, criando insegurança de médio e longo prazo, e aumenta a pressão sobre a equipe econômica por resultados palpáveis. No contexto de forte instabilidade nos demais países da região esta preocupação é ainda mais real.**

**Vamos continuar monitorando com detalhe o impacto em atividade econômica local para eventualmente ajustar nosso cenário. Não descartamos totalmente um cenário mais positivo.**



**Distribuição do Resultado**

	JUNHO	JULHO	AGOSTO	SETEMBRO	OUTUBRO	Desde o início
Inter-Setorial	-0,37%	-0,03%	0,00%	0,17%	0,03%	2,06%
Intra-Setorial	-0,01%	0,07%	-0,28%	0,34%	0,01%	2,96%
Direcional	1,70%	2,02%	2,29%	1,06%	0,45%	27,98%
Juros e Moedas	-0,07%	0,05%	0,03%	0,25%	0,05%	1,84%
Caixa	0,20%	0,22%	0,31%	0,33%	0,33%	3,06%
Custos	-0,61%	-0,37%	-0,65%	-0,80%	-0,43%	-9,54%
Fundo	0,85%	1,96%	1,70%	1,35%	0,44%	28,34%
CDI	0,47%	0,57%	0,50%	0,46%	0,48%	10,89%
% CDI	180,83%	345,05%	338,14%	291,07%	90,52%	260,12%

### ***Cenário Macro Global***

Os últimos dados de atividade na Europa parecem mostrar alguma estabilização. Dados de outros países da Ásia, como Coreia e Japão, ainda mostraram piora. Na China tivemos alguns dados que mostraram estabilização, mas também dados ainda mostrando fraqueza da atividade econômica ainda crescente.

Nos EUA existem vários dados mostrando tendências divergentes, mas na nossa leitura ainda é de uma maior tendência de desaceleração.

Os dados e informações disponíveis até o momento em relação às eleições americanas reforçam nossa cautela sobre o tema. O presidente Trump não parece em boa posição, e dado seu perfil, duvidamos que deixe de tentar de tudo para virar o jogo, o que nos parece um risco para a economia a médio prazo. E do lado democrata, a não ser que a candidatura de Michael Bloomberg ganhe corpo, Elizabeth Warren aparece com boas chances, o que não seria positivo ao menos num primeiro momento.

Continua a chamar a atenção os níveis de interferência do FED no interbancário.

### ***Cenário Macro Brasil***

Os dados de atividade foram razoavelmente positivos no mês. Mas menos empolgante do que a leitura que a média de mercado tem preferido ter destes dados.

Os índices de confiança referente à outubro vieram mistos. Dados de crédito dos bancos por exemplo continuam a mostrar uma recuperação, mas não um ganho significativo de velocidade na margem. E a queda nos custos de financiamento parece ser lenta, em alguns tipos de produto inclusive já não temos novas quedas na margem.

No segmento imobiliário, de grande relevância dado o tamanho do ticket, os bancos privados estão tendo postura bastante cautelosa no que diz respeito a queda das taxas cobradas, dado o *duration* longo do produto. Isto está bem em linha com nossa expectativa. O Banco do Brasil tem uma abordagem próxima dos bancos privados, e só a CEF, coerente com seu histórico, é que tem uma abordagem bem mais agressiva, oferecendo linhas indexadas a inflação e anunciando financiamento à taxa fixa para início em breve.

No mês o governo anunciou o envio de 3 PECs de reforma administrativa. O conteúdo de maneira geral é muito bom. A reforma tributária por outro lado parece ter sido deixada de lado, mostrando de alguma maneira que o governo não estava preparado para o assunto e/ou não tem capacidade política de discutir o tema no Congresso.

Por outro lado, continua a ser verdade sim que no que depender exclusivamente do Executivo, primordialmente do Ministério da Economia, devemos continuar a ter boas notícias.

A temporada de resultados já terminou, e de novo nos chama a atenção o baixo crescimento, ou quase nulo, dos lucros, num contexto em que *sell-side* e investidores de maneira geral parecem preferir querer ver mais o lado positivo do que foi publicado.

### ***Visão de Mercado***

Dado que nossa visão estrutural mudou pouco, e o preço dos ativos de maneira geral está mais caro, nossa visão para o mercado continua de cautela. Continuamos evitando grandes posições direcionais, apesar do mandato do fundo permitir isto. Mantivemos posições direcionais tanto compradas quanto vendidas, sempre muito mais fundamentada em viés micro/específico da empresa, do que numa leitura macro.

### ***Estratégia Long & Short***

O resultado em Outubro dos nossos pares foi levemente positiva. Dos 9 pares abertos ao longo do mês, 7 foram ganhadores. Os destaques na ponta ganhadora foram: i) arbitragem do aumento de capital da GFSA3; ii) ABEV3 x HGTX3; iii) BRFS3 x QUAL3 (este par já tinha contribuído bem positivamente no mês de Setembro).

Estes dois últimos pares apareceram no nosso filtro quantitativo e foram confirmados pela nossa leitura de research, no caso de HGTX3 pela visão mais negativa que temos e de BRFS3 pela positiva.

Por outro lado, o resultado líquido do mês não foi muito significativo por perdas em dois pares que tinham como ponta *long* DIRR3, contra CYRE3 e EVEN3. Erramos ao não perceber o quanto o mercado está disposto a comprar incorporadoras de média e alta renda em detrimento de baixa renda, mesmo que o *valuation* relativo tenha perdido um pouco o sentido segundo nossas métricas.

### ***Estratégia Direcional***

A estratégia manteve-se ganhadora em Outubro, sempre com postura mais focada em posições oportunistas.

Duas posições do mês passado foram mantidas em parte do mês de Outubro, uma comprada em HBOR3 e uma vendida em BIDI11. Mas diferente do mês anterior, HBOR3 voltou a gerar ganhos mas BIDI11 gerou perdas nos dias posteriores a uma notícia de que o Softbank estaria “estimulando” a busca de sinergias do banco com o Uber.

Depois que zeramos a posição, que bateu nosso stop-loss, o banco divulgou seus resultados do 3Q19, que na nossa leitura ilustram bem a dificuldade de um mínimo de monetização da base de clientes atingida. Nossa visão para o case continua cética em relação aos reais diferenciais criados e conseqüentemente à capacidade de monetização.

Também tivemos uma posição ganhadora em BRFS3, que tem sido uma posição ganhadora da casa ao longo do ano, e recentemente sofreu um movimento de realização bem forte. Este movimento continuou em Novembro.

### ***Estratégia Juros e Moedas***

Não temos nenhuma posição aberta em juros, títulos públicos ou câmbio no mês.

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos