



Carta do Gestor – Junho 2024

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu +0,74% (93,49% do CDI) em junho. No ano acumula rentabilidade de 3,46% (66,26% do CDI).

Os ativos de risco voltaram a ter performance positiva em junho (S&P +3,47%, Nasdaq 100 +5,96% e EEM +2,62%). O destaque negativo do mês veio da Europa, em reação à surpreendente convocação de eleições para escolher um novo Congresso na França (DAX -1,42% e CAC -6,42%). Nos EUA as ações de tecnologia ligadas à IA continuaram sendo o grande destaque, impulsionadas por dados do mercado de trabalho e de atividade de maneira geral mais mornos, e de inflação em linha com o esperado, que levaram a uma leve queda no rendimento dos *treasuries* de 10 anos.

O Ibovespa apresentou a primeira metade do mês bem negativa, influenciado por preocupações com a questão fiscal, inflação e juros para frente. A curva de juros por aqui teve forte movimento para cima. Mesmo assim, o Ibovespa conseguiu se recuperar na parte final do mês, e terminou junho levemente positivo (IBOV +1,48% e SMALL -0,39%).

Nas *commodities* tivemos o petróleo em alta +5,87% (*Brent*) e o minério de ferro caindo -9,37%.

Fundo	% Mês	% Ano	% 12 meses	% Início	Volatilidade (desde início)	PL (R\$)
GENUS HEDGE	0,74%	3,46%	8,16%	95,69%	2,07%	80,65 MM
%CDI	93,49%	66,26%	69,76%	159,26%		
CDI	0,79%	5,22%	11,69%	60,08%		

Ref:28/06/2024

Cenário Macro Global

Dados de atividade nos EUA seguem vindo mistos, algumas vezes fracos/desacelerando e outra vezes “resilientes”. Por outro lado, os problemas no setor de imóveis para escritórios seguem muito relevantes, o nível de perdas de quem comprou imóvel a relativamente pouco tempo atrás é surpreendente, inclusive em imóveis dentro de Manhattan. E já começam a aparecer sinais negativos no setor residencial de *multi-family*.

No final do mês tivemos o primeiro debate entre os candidatos à presidência, com clara vantagem para Trump. Mesmo com as sinalizações ruins em relação à economia em um possível segundo mandato de Trump, claramente despreocupado da questão fiscal, provavelmente implementando novas barreiras tarifárias à importação e colocando limitações ao processo imigratório (estes dois últimos fatores tendem a pressionar inflação à frente), o mercado financeiro parece ver “positivamente” o seu favoritismo.



Na Europa, os dados de atividade continuam vindo razoáveis, reforçando a impressão de que o pior em termos de crescimento econômico pode ter ficado para trás. Temos que observar nas próximas semanas o resultado das eleições ao Congresso na França, e suas possíveis consequências econômicas.

E na China os dados de atividade continuam de maneira geral fracos.

Cenário Macro Brasil

A perspectiva do lado fiscal não mudou. Receitas crescem forte, em grande parte em função de receitas não recorrentes, mas despesas recorrentes crescendo ainda mais rápido. Em julho teremos uma nova atualização trimestral do orçamento o que deveria forçar o governo a implementar um contingenciamento de parcela dos gastos previstos à frente.

Talvez o destaque do mês tenha sido a presença constante do presidente do país em entrevistas, verbalizando falta de disposição de implementar corte de gastos estruturais e relevantes, intenção de tentar fechar a conta pelo lado da receita atacando desonerações, e vontade de ter um Banco Central “mais amigo” ajudando com juros mais baixos.

As projeções de inflação do mercado continuam subindo, e caso o câmbio se mantenha nos patamares atuais poderemos ver novas revisões para cima.

Os dados de atividade ao longo do mês foram razoáveis, mostrando uma economia resiliente. E o mercado de trabalho também parece ainda relativamente forte.

Visão de Mercado

Na “superfície” dá a impressão de que a economia americana vai bem, a inflação desacelera, emprego continua saudável e consumo em nível razoável. A “música continua tocando” e a maioria dança tranquilamente ao redor das cadeiras.

Mas “abaixo da linha d’água” muita coisa acontece, e muita coisa ruim. O setor de imóveis de escritórios está em franca implosão, e aos poucos esta tendência ruim parece chegar no setor residencial também. Como já escrevemos algumas vezes, acreditamos que existem muitos problemas fora do radar de dívidas privadas (que tomaram bastante do *share* dos bancos no negócio de crédito nos últimos anos) e *private equity* (muito investimento marcado no valor errado e muita alavancagem que vai gerar problemas).

No último mês o mercado de trabalho mostrou uma clara reversão de tendência. Investidores de maneira geral preferem acreditar numa “acomodação suave”. Importante notar que os dados positivos vistos por muitos meses tinham muito do emprego ligado a governo e trabalho temporário. A algum tempo temos falado que o mercado de trabalho nos parece menos saudável do que muitos acreditam, e temos a impressão de que a piora pode ser maior do que se antecipa.



3R Genus Hedge FIM

Nos chama a atenção também os comentários dos gestores de empresas de consumo nos EUA deixando clara a dificuldade nas vendas, necessidade de muita promoção.

Não nos parece descartado que em algum momento nos próximos trimestres as empresas tenham que repensar a velocidade de investimentos em AI em função da dificuldade de monetização. Será que o consumidor tem capacidade de “pagar esta conta”? Além disto, temos a impressão que tem muita empresa gastando em “google/instagram adds/nuvem” recursos que não possui, que são simplesmente fruto do impulso monetário e fiscal absurdo dos últimos anos.

Existe também o que para nós é a “falácia do ganho de produtividade impulsionado por AI”. O cálculo de produtividade sempre foi feito pela divisão do PIB por horas trabalhadas pela força de trabalho. O problema é que historicamente o número do PIB não era impulsionado de maneira tão relevante por ação do governo ou dos bancos centrais, ou seja, por tanta dívida.

Hoje a realidade é outra, na nossa opinião, o crescimento do PIB tem grande influência nos EUA devido à forte expansão fiscal. Vemos de maneira geral os economistas estimando o impacto desta expansão fiscal a algo próximo de 1/3 do crescimento do PIB. Temos uma percepção diferente, e se o governo americano tentar zerar o déficit primário por exemplo, a probabilidade de produzir uma recessão nos parece bem alta.

E aí não teremos mais este crescimento de “produtividade” de papel. Obviamente que a IA vai gerar ganhos de produtividade em setores específicos, em atividades repetitivas e que possam ser aprimoradas com base em dados históricos. Isto vale muito para atividades/setores que disponham de ampla e confiável base de dados, e em que o futuro tenha forte tendência a repetir o passado.

Veremos com certeza muitos gestores de empresas atribuindo resultados “milagrosos” ao IA. É sempre assim quando aparece algo novo, uma nova tecnologia. Vamos ver análises atribuindo crescimento mais acelerado para aquelas empresas que implementaram intensivamente IA, de novo, sempre acontece isto. E em algum momento mais à frente talvez se veja que parte disto não tinha muita correlação realmente com IA.

Em resumo, a probabilidade da economia americana acabar sucumbindo a uma quantidade de dívida explosiva, preços de ativos excessivamente altos e uma massa de consumidores que não consegue seguir gastando no mesmo ritmo nos parece muito alta.

Está demorando mais do que se esperava, mas aos poucos os custos mais elevados do capital vão pesar sobre empresas e indivíduos, à medida que tenha que renovar dívidas contraídas a custos muito baixos durante a crise do COVID.

E se realmente tivermos uma recessão o problema fiscal americano vai se provar ainda mais grave, e a solução será ainda mais dolorosa. Recessão e muita dívida são duas coisas que não combinam nem um pouco.

Caso se confirme o favoritismo de Trump o cenário não melhora, talvez até seja pior. A primeira reação dos ativos de risco, principalmente bolsa, parece ser positiva a uma possível vitória dele. Mas quando analisamos as perspectivas para a economia como um todo, sobram razões para uma visão bem mais cautelosa.



Aparentemente não existe preocupação com a questão fiscal. A imposição de tarifas sobre produtos importados e restrições à imigração podem gerar mais inflação, e menor competitividade da indústria por lá.

Se não bastasse isto, a surpresa política na França pode ser nova fonte de instabilidade. E a geopolítica no mundo continua para lá de complexa e sujeita a acidentes de percurso relevantes.

Aqui no Brasil não tivemos fatos relevantes novos. Os discursos e entrevistas do presidente só tornaram explícitos uma visão das coisas que estava clara nas entrelinhas de tudo o que foi feito até agora.

Hoje o que temos entre investidores e gestores de empresas é uma dúvida sobre o quanto são só ruídos ou o quanto existe uma disposição para “dobrar a aposta” na fórmula “gastos públicos recorrentes crescentes, estado impulsor do crescimento, financiado por receitas não recorrentes e mais impostos”, esperando também alguma ajuda do Banco Central a partir de Jan/25.

Nós não temos uma resposta convicta para esta dúvida, mas os sinais que vimos nas últimas semanas, seja nas informações “públicas” ou em interações com quem tem mais proximidade do centro de poder, nos levam a acreditar que cenário de “dobrar a aposta” é sim possível.

Não estamos posicionados ou apostando nisto de maneira significativa ainda. Mas também não nos parece claro que os ativos exageraram no pessimismo sob uma perspectiva de médio-prazo.

Muitos comparam o endividamento do Brasil com outros países ao redor do mundo, tentando concluir que no relativo não estamos numa posição tão ruim (dívida bruta do governo em relação ao PIB do Brasil não é a mais alta quando comparada a EUA, Japão e França por exemplo). Não concordamos com esta relativização, o Brasil tem dívida alta sem uma perspectiva clara de estabilização, uma base de arrecadação já muito alta (total de arrecadação de impostos como proporção do PIB), e crescimento econômico baixo. E não temos um Banco Central capaz de ajudar via compra de dívida do governo e emissão de moeda (solução esta que é insustentável a médio e longo prazo na nossa leitura, mas no curto prazo pode tornar a gestão da dívida possível, como tem ocorrido na Europa, EUA e Japão).

Por outro lado, temos alguns pontos positivos: 1) ativos brasileiros já precificam bem melhor do que outros mercados este cenário global que nos parece muito ruim; 2) queda de juros nos EUA se ocorrer uma recessão é positiva para ativos brasileiros; 3) a piora macro por aqui torna a eleição de 2026 talvez mais incerta do que se pensava a 6 meses atrás, e uma mudança de comando provavelmente seria muito positiva; 4) as empresas brasileiras continuam se ajustando para um cenário macro mais difícil, buscando eficiência.

A quantidade de empresas com bons negócios, dívida controlada e/ou baixa, e perspectivas razoáveis é maior hoje do que a 6 ou 12 meses atrás sim. Mas se o macro continuar a piorar na margem, os ativos podem ficar no mesmo *valuation* atual por muito tempo ou ainda mais baratos.

Se os juros nos EUA cair em função da desaceleração, mas sem uma recessão, poderemos sim ter um “respiro” no preço dos ativos de risco aqui. Nós acreditamos que os juros lá vão cair, mas junto com isto teremos um cenário recessivo, e muitos problemas no mercado de crédito. Neste contexto, ainda não parece óbvio tomar grandes riscos por aqui.



3R Genus Hedge FIM

Continuamos com exposição de risco reduzida, muito táticos e/ou com apostas muito específicas que não necessariamente dependam do macro.

Estratégias 3R Genus Hedge FIM

Estratégia Long & Short: Durante o mês, tivemos 8 pares; 5 ganhadores e 3 perdedores. A estratégia como um todo foi vencedora no período. O destaque positivo foi um par intrasetorial do setor de *Pulp and Paper*. O destaque negativo foi um par intersetorial comprado em *Transportation*.

Estratégia Direcional: A estratégia foi neutra no mês. O destaque positivo foi na estratégia comprado em opções de venda (PUT) em alguns papéis específicos.

Estratégia Juros e Moedas: A estratégia foi vencedora no período. No mês, tivemos uma posição na curva que foi zerada no meio do mês, sendo uma trava de 2 pontas na curva de juros futuros em alguns vértices em que vimos distorções.

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 da lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes do investidor 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.