

### Carta do Gestor – Agosto 2021

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu 1,21% em agosto (+285,3% do CDI). No ano a performance acumulada é de +3,88% (+188,4% do CDI). O fundo mantém um patamar de risco bem baixo, com volatilidade anualizada no ano de 2021 até agora de 1,02% e de 2,19% desde o início do fundo.

Os ativos de risco tiveram um mês de performance positiva ao redor do mundo. Foi um mês de bastante volatilidade com dados de atividade mais neutros nos EUA, continuidade do movimento mais intervencionista do governo chinês nas empresas de tecnologia e afins, e no final do período um discurso bem dentro do esperado do presidente do FED, sinalizando retirada dos estímulos monetários iniciando-se provavelmente no final deste ano, mas sem perspectiva de alta de juros.

As commodities tiveram de maneira geral mês de queda, com destaque para o minério de ferro que caiu aproximadamente 12%. Isso ocorreu em função de dados mais fracos de atividade na China.

Apesar do crescimento de casos e internação em algumas regiões do mundo em função da variante Delta, parece que a pandemia já não é o fator mais relevante para determinar a evolução da atividade econômica e do preço dos ativos.

O Brasil foi o destaque negativo em termos de performance dos ativos de risco. A preocupação com a situação fiscal, alta da inflação, dados piores de atividade e potencial crise de energia impactaram o preço dos ativos.

Nós temos sempre “advogado” por uma postura mais cautelosa, e insistido na visão de que os riscos não estão devidamente precificados pelos ativos no Brasil. As projeções de crescimento econômico e de lucros das empresas nos parecem excessivamente otimistas. A situação é de um equilíbrio para lá de tênue, e a probabilidade de eventos adversos com consequências negativas difíceis de administrar é alto. O cenário hoje nos parece pior ainda do que há alguns meses atrás.

E tudo isto num período em que a liquidez global e preços de commodities nos favoreceram muito. Como temos falado também, em algum momento o cenário global vai deixar de ser tão favorável, e aí as coisas podem ficar ainda mais difíceis.

Se não bastassem todos os problemas estruturais, podemos nos deparar com uma crise séria de energia. E esta possibilidade agora começa a entrar no radar dos investidores de maneira geral.

Continuamos focando em oportunidades de arbitragem, que são muitas, e estar preparados para um possível ajuste de preços mais relevante.

Fundo	% Mês	% Ano	% 12 meses	% Início	Volatilidade (desde início)	PL (R\$)
<b>GENUS HEDGE</b>	1,21%	3,88%	4,51%	50,84%	2,19%	109,15 MM
%CDI	285,33%	188,40%	166,71%	297,65%		
CDI	0,42%	2,06%	2,71%	17,08%		

Ref:31/08/2021

### ***Cenário Macro Global***

Os dados da economia americana neste último mês parecem indicar uma acomodação no ritmo de crescimento econômico para frente, num patamar bem mais moderado após uma recuperação rápida inicial pós-pandemia. No segmento de construção residencial os dados vieram em grande medida negativos, e de maneira geral a cadeia de bens duráveis parece desacelerar, enquanto serviços tem maior velocidade de recuperação. Chamou nossa atenção também a piora na confiança dos consumidores.

Na China, os dados de atividade também sinalizam um segundo semestre mais fraco. E o governo continua seu movimento na direção de intervir mais no setor privado.

**Conclusão Macro Global:** O discurso do presidente do FED no final de agosto tranquilizou o mercado, ao não trazer surpresas, sinalizar o provável início de retirada dos estímulos monetários no final do ano, mas sem perspectivas para alta dos juros.

De qualquer maneira, pode ser mais rápido ou mais devagar, mas o ambiente de liquidez muito abundante e/ou dinheiro com custo oportunidade zero está com os dias contados, temos repetido isto constantemente, e isto deve obrigar investidores a uma alocação de recursos mais racional e cautelosa. Muito dinheiro foi muito mal alocado nos últimos anos, e esta conta vai chegar.

E este mundo em que existe uma superconcentração de riqueza e poder, muita dívida soberana, mas ao mesmo tempo projeta crescimento econômico razoável e sustentável, não nos parece possível. Lá fora a margem de manobra é maior do que aqui no Brasil por exemplo, e a tal “conta” pode demorar mais a chegar. Mas em algum momento o ajuste deve ocorrer.

### ***Cenário Macro Brasil***

Aqui também os dados de atividade vieram piores que o esperado. Além disso, o potencial problema no fornecimento de energia começou a entrar mais no radar dos investidores. Os dados recentes dos reservatórios aparentam estar um pouco piores que o esperado, e parece existir o risco de faltar energia antes de chegarmos ao período de chuvas.

O choque vindo da escassez de água chega na inflação, seja via alimentos ou em função do maior custo da energia. Podemos ter surpresas na inflação no segundo semestre, mesmo já partindo de um patamar elevado. E o BC, que já vinha atrasado no ajuste e na nossa percepção sem muita convicção, pode se ver obrigado a ir mais longe e mais rápido no ajuste dos juros.

No final de tudo, como temos repetido, o equilíbrio é muito tênue, o cenário político muito volátil e imprevisível, e o quadro institucional é péssimo. O Legislativo é ruim, sem referências/lideranças com um mínimo de qualidade, o Judiciário politizado e jogando contra o tempo todo, e o Executivo muito ideológico, perdido e pensando na sobrevivência. Tudo isto com inflação acelerando, nível de pobreza crescente, e dívida muito alta.

**Conclusão Macro Local:** Não temos como prever se teremos ou não uma crise de energia, mas as consequências no curto prazo sobre uma economia já frágil podem ser muito ruins. É difícil prever a reação da classe política, executivo e legislativo, neste contexto.

Tudo isto deve atrapalhar ainda mais a recuperação e levar a piores indicadores. O mercado já se ajustou um pouco para um cenário menos otimista, mas não nos parece ter incorporado um cenário realmente ruim.

Muitos investidores no Brasil preferem sempre acreditar que o país não vai ser nem tão bom como o esperado nos momentos de euforia e nem tão ruim como o projetado em momentos de crise. Temos novamente escutado esta leitura. Ou falando de outra maneira, que o Brasil vai até a beira do precipício, mas recua.

Até temos uma tendência a concordar, mas nos parece que “estamos tentando muito cair no precipício, em algum momento vamos conseguir”. E não nos lembramos de um contexto tão ruim e difícil de se arrumar como o atual. A piora institucional nos parece muito relevante. Só como um exemplo, temos a Suprema Corte do país que muda de opinião sobre como interpretar a constituição “a cada dois anos”, que legisla e se mete em assuntos prosaicos do cotidiano do país. Pouca gente fala, mas a insegurança jurídica nos parece muito alta. O Legislativo é de péssima qualidade, só trabalha em causa própria e aprova reformas que a maioria fica em dúvida se o melhor não seria ficar sem fazer nada. E completando isto, o Executivo é extremamente ideológico, com muita pouca vontade de negociar o avanço de medidas realmente boas, e está focado na sobrevivência. Alguns destes aspectos podem parecer algo muito distante, mas acaba chegando na economia real e no preço dos ativos.

E se olharmos a região como um todo, um país após o outro tem caminhado para este precipício. A Venezuela virou uma espécie de Cuba, a Argentina parece virar uma Venezuela, o Chile que era a joia da coroa parece escapar pelas mãos, e o México também não vai nada bem.

O lado que pode ser potencialmente bom é que uma crise de energia tende a tornar-se realmente inviável a reeleição do Executivo, e quem sabe viabilize uma candidatura de terceira via com chances reais de vencer. Vamos chegar ao final de 2022 com um país em situação dramática, mas talvez as perspectivas lá sejam melhores.

### **Visão de Mercado**

Não estamos construindo nossos cenários com base em alguma perspectiva de resultado de eleições em 2022. É muito cedo e muito difícil de acertar. Não temos nem convicção de o quão volátil será o cenário em 2022. Mas temos sim uma forte opinião que os riscos são altos, todos os demais países da região foram por um caminho ruim, e neste contexto faz muito sentido ter foco na proteção do capital.

Também não temos como saber se teremos um problema grave de fornecimento de energia ou não. Mas precisamos estar preparados caso algo realmente ruim ocorra. Os dados recentes foram piores ainda do que esperávamos, com aumento do consumo e queda mais rápida dos reservatórios.

Na nossa opinião ainda veremos muitas revisões para pior nos cenários do mercado. Será um segundo semestre bem difícil, e bem diferente do que a maioria esperava até pouco tempo atrás.

Vemos muito otimismo nas projeções do mercado para crescimento e lucro das empresas. E poucos olhando com cuidado os riscos nas empresas que tem dívida relevante. O custo desta dívida está subindo mais rápido que a grande maioria esperava, os spreads cobrados vão subir também. Muitas empresas talvez não estejam preparadas, fizeram muitas aquisições e/ou investimentos que podem provar-se não tão boas e/ou podem ver seu resultado operacional piorar em função de condições macro deterioradas.

Isto sem falar na leva de empresas recentemente listadas e que tem seu modelo de negócio quase que totalmente baseado no *“investment bank fee payer”*, usar o caixa do IPO para aquisições (pagando bons fees no IPO e no M&A), fazer um *follow-on* quando o caixa acabar, e repetir isto na sequência. Num ambiente de juros mais altos e com a performance ruim de muitas das ações recentemente listadas, esta *“bicicleta”* deve perder velocidade, e muitos podem *“cair no chão”*.

Por último, como falamos anteriormente, a liquidez da bolsa parece mudar de patamar, e muitos investidores vão se ver *“presos”* em posições bem menos líquidas do que parecia ser o caso até agora a pouco.

**Botton line:** Escutamos muito que a bolsa está barata, negociando a P/L de 7x ou 8x. Do nosso lado vemos alguns ativos negociando em múltiplos de lucro de curto prazo aparentemente baratos, mas a grande maioria destes estão em setores muito cíclicos que estão no momento de maior rentabilidade hoje.

Para nós, tem muito mais ativos caros do que baratos em bolsa. E vários destes ativos *“baratos”*, só parecem assim pelo momento cíclico e numa expectativa de perpetuação do ambiente de liquidez global.

Por outro lado, vemos muitos ativos nos setores que estão em *“moda”*, ou naqueles beneficiados num primeiro momento pela pandemia, negociando a preços que perpetuam uma

condição irrealista de rentabilidade e crescimento, sem falar no risco (taxa de desconto) muito mal precificado.

Isto sem falar na leva de *IPOs*, com muitas empresas sem histórico, várias que nos parecem simplesmente não ter um negócio de verdade, e muitas com o discurso tradicional de “dominar o mundo” via consolidação e crescimento altíssimos.

Continuamos bastante focados no *L&S*, mas de maneira geral o fundo continua com risco abaixo da meta e dos níveis históricos. Quem conseguir não perder dinheiro já será um vencedor no relativo, nós escrevemos isto na nossa carta de fevereiro de 2020, e continuamos acreditando bastante nisto.

As oportunidades de arbitragem relativa entre setores continuam abundantes, dado os modismos e excessos do mercado.

### ***Estratégia Long & Short***

Durante o mês, tivemos 8 pares e 2 *baskets*, 8 ganhadores e 2 perdedores. A estratégia como um todo foi ganhadora no mês.

O destaque na ponta ganhadora foi o *basket* comprado no setor de consumo não discricionário e vendido em construtoras e consumo discricionário. Na ponta perdedora o destaque foi o par CURY3 x DIRR3.

### ***Estratégia Direcional***

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

### ***Estratégia Juros e Moedas***

Sem posições em Juros e Moeda.

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos