



Carta do Gestor – Novembro 2021

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu 0,08% em novembro (+13,99% do CDI). No ano a performance acumulada é de +6,29% (+174,50% do CDI).

Os ativos de riscos globais acabaram o mês no negativo (S&P -0,83%, DAX -3,75% e EEM -4,08%, o petróleo/BRENT -16,37%, o CRY -7,79%), com queda mais pronunciada nos últimos dias do mês decorrente do medo da nova mutação do Coronavírus identificada na África do Sul. Além disto, no último dia do mês tivemos comentários do Chairman do FED sobre possível aceleração na retirada dos estímulos monetários, resultando em um dia muito negativo para o preço dos ativos de risco globais.

A temporada de resultados nos EUA acabou e mais que confirmou os prognósticos já otimistas. Na China surgiram os primeiros sinais de um apoio do governo/BC para o setor imobiliário.

Apesar do contínuo ruído no macroeconômico e político local, o Ibovespa tentou uma leve recuperação, mas no final do mês também foi arrastado para o território negativo junto com os mercados globais.

Em termos de atividade econômica, os EUA continuam a ser o único destaque positivo. O grande destaque na nossa leitura é a recuperação do mercado de trabalho, o que é positivo para atividade como um todo, mas deve acelerar o processo de retirada dos estímulos monetários, e pode também acelerar a alta dos juros.

Na China, a retórica melhorou, com governo/BC dando leves sinalizações de algum apoio ao setor imobiliário. Mas importante ressaltar que do lado da economia real, os dados continuam fracos, o que não deve mudar até o final do primeiro trimestre de 2022.

Os dados de atividade no Brasil foram no geral fracos, o varejo mostra claramente o impacto negativo da inflação na renda disponível do consumidor, e os indicadores de confiança pioraram refletindo isto, juros em trajetória de alta e as maiores incertezas macro/políticas.

O preço dos ativos locais continuou seu processo de ajuste. Existem sim ativos em bolsa baratos e alguns muito baratos, mesmo considerando cenários bem mais negativos. Mas isto não quer dizer que está tudo muito barato, como vemos muitos afirmarem.

Ainda vemos vários ativos caros, muita revisão para pior nas projeções de lucro, e temos a impressão de que teremos muitas surpresas do lado de alavancagem financeira e contabilidade de resultados pela frente. Isto é muito comum em viradas de ciclo para pior, depois de períodos de euforia com mercado de capitais e em que muitas empresas se focaram em mostrar crescimento e fazer muitas aquisições/consolidação. Muitas empresas que

focaram em dados/métricas gerenciais não auditadas, que quando começarem a ser questionadas de maneira mais séria podem trazer surpresas negativas aos investidores.

O cenário para o 2S21 e para 2022 mudou relativamente rápido, e muitos tomaram decisão de investimento com base em um cenário bem diferente. O custo de dívida subiu bem mais do que o esperado, e a atividade tende a ser bem pior que a projetada antes. Este tipo de virada de expectativas é bem perigoso, e tende a revelar problemas não antecipados pelo mercado.

Em alguns setores/empresas, o resultado de curto prazo tem sido ajudado por momento cíclico positivo ou outro fator específico que ao longo dos próximos trimestres pode deixar de ser tão favorável.

E mesmo agora, depois de uma série de notícias ruins, temos empresas que mantêm o discurso e aparentemente a estratégia anterior, continua “pisando no acelerador”, **“abrindo a todas as velas”, mesmo com a tempestade se aproximando.**

Fora o nível de incerteza macroeconômico alto, os caminhos à frente podem ser muito diferentes, dependendo do resultado do processo eleitoral. Diferente de outros momentos, não temos tanta confiança que qualquer que seja o eleito, o ajuste será feito. As condições macroeconômicas são muito ruins, o nível de pobreza e de endividamento do governo são muito altos, as soluções boas para o país no longo prazo são difíceis de implementar e exigem sacrifícios de curto prazo neste contexto de ponto de partida muito ruim.

Do lado mais “técnico” do mercado, a destruição de riqueza para os investidores brasileiros de maneira geral foi brutal. E isto só considera o ajuste de preços dos ativos líquidos, com preço de tela. Tem muita gente que parece acreditar que os ativos ilíquidos, como os imóveis, vão passar ilesos a tudo isto. Para nós, este ajuste vai ocorrer também, impactando ainda mais o estoque de riqueza como um todo. E dado o cenário, nos parece muito difícil antever uma recuperação sólida de preços de maneira geral.

Como já falamos, muitas decisões ruins de investimento, seja por empresas ou por investidores em geral foram tomadas nos últimos 18 meses, impulsionadas principalmente por uma taxa de juros artificialmente baixa. Vai levar um tempo para se digerir isto.

Nosso foco na gestão do fundo tem sido em oportunidades de arbitragem, em manter um nível de risco relativamente baixo e preservação de capital. Ao longo dos últimos meses fomos bem devagar montando algumas pequenas posições compradas, que estavam de alguma maneira *hedgedas* com algum outro ativo ou *put* de índice Ibovespa, mesmo sabendo que não se tratava de uma proteção perfeita.

Para frente a tendência é manter o foco no valor relativo, na preservação de capital, mas carregando as posições compradas montadas, que individualmente tiveram perdas, mas que foram compensadas pelas proteções e/ou outras apostas. São ativos muito baratos, que se beneficiam da reabertura econômica e relaxamento das medidas de restrições, e já em processo de recuperação operacional.

Fundo	% Mês	% Ano	% 12 meses	% Início	Volatilidade (desde início)	PL (R\$)
GENUS HEDGE	0,08%	6,29%	6,46%	54,34%	2,19%	94,43MM
%CDI	13,99%	174,50%	171,19%	288,23%		
CDI	0,59%	3,60%	3,77%	18,85%		

Ref:30/11/2021

Cenário Macro Global

A recuperação americana continua, com destaque positivo para o mercado de trabalho. Mas isto parece levar o FED a acelerar a retirada dos estímulos monetários. Também nos chama a atenção o nível extraordinariamente alto de rentabilidade das empresas nos EUA. Será possível manter isto num contexto de mão de obra que parece mais escassa e cara?

Na China surgem os primeiros sinais por parte das autoridades de possível suporte, mesmo que bem mais limitado do que no passado, ao setor imobiliário.

Conclusão Macro Global: A atividade e emprego nos EUA confirmam trajetória de recuperação, o que reforça a probabilidade de redução dos estímulos monetários e deixam no ar uma maior preocupação com a inflação futura, e o quanto o FED pode estar “atrás da curva”.

E a China deve ter um período maior de desaceleração, que talvez comece a ser revertido entre o 1T22 e o 2T22.

Mesmo acreditando que parte da inflação é transitória, os bancos centrais terão que se mexer e retirar os estímulos implementados e aos poucos voltar a praticar uma política monetária mais normalizada.

Também nos chama a atenção o nível recorde de margens de lucro das empresas americanas, quanto isto será sustentável para frente?

Cenário Macro Brasil

Os dados recentes de atividade e de confiança continuaram apontando para uma perda de ímpeto na recuperação da atividade. Ainda não vimos todo o efeito da alta de juros na economia real. E a inflação não dá trégua, e reduz muito a capacidade de consumo da população.

Aos poucos o mercado vai refazer os cálculos do novo custo de dívida, tanto do lado do governo quanto de empresas, o que mostrará quão desafiadora é a situação.

O final da crise energética continua imprevisível, apesar das chuvas recentes e moderação no consumo. O período chuvoso entre dezembro/21 e março/22 é que definirão a situação para 2022.

O Banco Central caminha para ter em 2022 o terceiro ano seguido sem atingir o centro da meta de inflação. Muita gente no mercado parece acreditar que os juros longos já bateram num teto, e pelos dados de atividade fracos dos últimos dias não teria sentido a alta que estava precificada. E o mercado começou a precificar isto.

Esta linha de raciocínio busca notícias ou dados que possam corroborar uma melhora acentuada na inflação para frente. Melhor hidrologia e petróleo mais barato são sempre citados. Do lado do petróleo vale lembrar que as tarifas de transporte público estão muito defasadas, e devemos ter fortes ajustes em 2022 mesmo se tivermos alguma queda no preço dos combustíveis.

Para nós é um ajuste de curto prazo, que faz sim sentido depois do movimento brutal de abertura de taxas, mas não conseguimos ver uma tendência consistente. A questão fiscal ainda está muito pouco resolvida. Não acreditamos que a PEC dos Precatórios delimita o mal todo que pode ser praticado do lado de contas fiscais. Se a agenda eleitoral exigir, poderemos ter sim novas surpresas ruins. A discussão sobre o piso salarial para enfermeiros, com grande envolvimento de Artur Lira, e o comentário do Bolsonaro sobre salários dos servidores são sinais disto. E estamos curiosos para ver a evolução da arrecadação para frente, com a piora da atividade e da lucratividade das empresas.

Importante também chamar a atenção para a dinâmica fiscal corrente. Alguns do mercado argumentam que a situação não é tão ruim, e que o resultado corrente tem sido até bom diante do contexto de pandemia (se excluídos os gastos extraordinários). O problema na nossa visão é que o resultado corrente (ex-extraordinários) tem uma distorção importante. As receitas com impostos estão impulsionadas pela inflação (nos estados por exemplo a receita de ICMS é muito ajudada pelos preços altos de energia elétrica), e as despesas correntes só sobem depois.

Ao longo do tempo a inflação deve perder força, o que obviamente é positivo, mas a queda de preços de energia por exemplo vai afetar arrecadação. Além disto, como já falamos outras vezes, alguns setores estão passando por um momento cíclico ou conjuntural específico, que resulta numa lucratividade alta (e mais impostos pagos), mas que acreditamos não ser sustentável a médio e longo prazo. Se a atividade econômica como um todo não reagir, permitindo que outros setores gerem mais lucro e paguem mais impostos, poderemos ter decepção do lado de arrecadação à frente.

Conclusão Macro Local: Temos uma atividade econômica perdendo força, desemprego ainda muito alto, níveis de pobreza muito elevados, algum risco de crise de energia (nos parece mais baixo hoje do que há 60 dias), inflação muito elevada, e que vai sentir o efeito do aumento de juros. E isto não se reverterá nos próximos 6 a 9 meses.

A boa notícia é que a terceira via eleitoral começou a parecer mais viável. Ainda tem muito por acontecer até as eleições, e dada a grande diferença do cenário pós-eleitoral entre as

diferentes opções, fica mais arriscado tentar antecipar algo. Mas a novidade é um fato novo positivo em nossa visão.

E se por um bom tempo tivemos o vento global a favor do Brasil, de agora em diante isto parece menos provável.

Visão de Mercado

Continuamos acreditando que os ajustes necessários para corrigir decisões de investimento ruins, tanto de empresas quanto de investidores individuais, em função do ambiente de excesso de liquidez e taxa de juros excessivamente baixas, ainda vão levar algum tempo.

A piora recente nas condições macro foram rápidas e significativas. As empresas e pessoas físicas ainda não sentiram o impacto dos juros mais altos e as condições mais restritivas de maneira geral. E como escrevemos acima, ainda existem empresas “abrindo todas as velas”, mesmo com a tempestade se aproximando.

O movimento nos últimos meses no mercado de juros e bolsa foram muito acentuados, o que abre espaço para alguma recuperação técnica de curto prazo. Muitos participantes de mercado buscam “motivos” para fundamentar uma melhora. O foco está na inflação, que poderia surpreender positivamente em função da melhor hidrologia e queda do preço do petróleo e juros, que não deveriam subir tanto diante dos fracos dados de atividade.

Talvez se o BC não tivesse errado tanto até agora este caminho fosse mais claro. O problema é que estamos caminhando para o terceiro ano seguido fora da meta de inflação. A inércia inflacionária no Brasil é relativamente alta, e se existe espaço para alguma eventual surpresa positiva, temos também potenciais surpresas negativas, como o aumento das tarifas de transporte público no começo de 2022 (estão há 2 anos sem ajuste, e muito defasadas em relação aos preços do combustível).

E o estrutural continua bem ruim. Não “compramos” a narrativa de que a PEC dos Precatórios delimitou definitivamente possíveis manobras que piorem o fiscal. Caso a agenda política exija, Executivo e Centrão vão fazer novas manobras em nossa opinião.

São mais uns 3 a 6 meses de notícias ruins no microeconômico, potencial para surpresas negativas no macroeconômico, e do outro lado a esperança de uma terceira via política viável. E durante este período, a cena externa na nossa leitura tende em não ajudar, e sim em atrapalhar.

Setorialmente, continuamos focando em consumo não discricionário e/ou ativos pouco sensíveis a renda/crédito na ponta compradora, e vendidos em consumo discricionário, cíclicos globais e *techs/fintechs*. E temos posições de *long & short* intersetoriais, normalmente vendendo os ativos com alavancagem financeira que pode surpreender negativamente em alguns trimestres, e comprado nos *players* com balanço e/ou resultados mais saudáveis e recorrentes.

Botton line: Continuamos bastante focados no *L&S*, e em proteger o capital para movimentos mais agudos para baixo.

Na nossa leitura, como comentamos acima, a posição técnica continua ruim. E apesar de vermos alguns ativos baratos e/ou muito baratos, tem muita coisa que já caiu muito e continua cara. E os lucros projetados ainda não refletem o que nos parece ser o cenário na maioria das empresas.

Estratégia Long & Short

A estratégia como um todo foi perdedora no mês. Fizemos poucos novos pares este mês. Como destaque negativo tivemos o *basket* comprado em consumo não discricionário e vendido em *rental cars* (no qual fomos *stopados*).

Estratégia Direcional

Os ganhos aqui foram em posições táticas compradas e vendidas, sempre em ações de alta liquidez. O destaque positivo foi a posição comprada em Vulcabrás e o destaque negativo foram as posições compradas em Grupo Pão de Açúcar e Marisa.

Estratégia Juros e Moedas

Continuamos com a posição de trava 3 pontas na curva de juros futuros (*butterfly spread*) em alguns vértices que vimos uma grande distorção.

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos