

### Carta do Gestor – Outubro 2021

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu 1,12% em outubro (+234,2% do CDI). No ano a performance acumulada é de +6,20% (+206,8% do CDI).

Os ativos de riscos globais performaram muito bem de maneira geral (S&P 6,9%, DAX 2,8% e EEM 1,1%, o petróleo/BRENT +7,5%, o CRY 3,8%), com as bolsas em boa parte do mundo atingindo novamente seu pico nominal. A temporada de resultados nos EUA começou, e de maneira geral com alguma surpresa positiva, já considerando expectativas bem elevadas.

Este mês a surpresa negativa ocorreu no cenário macro local, com a movimentação do governo e sua base de apoio para “driblar” a regra do teto de gastos, criando condições para um plano de apoio a população de baixa renda, e deixando ainda bastante espaço para emendas parlamentares.

Mesmo com grande parte das bolsas no mundo e commodities em alta, o Ibovespa caiu 6,7% no mês. As taxas de juros futuras explodiram.

Em termos de atividade econômica, os EUA parece ser o único destaque positivo, com continuidade de seu processo de recuperação, e indicadores no mercado de trabalho mostrando tendência sólida de recuperação.

Na China, os dados continuam vindo piores. Os problemas do setor imobiliário, e restrições de energia disponível, devem levar algum tempo para serem revertidos. E o governo não parece disposto desta vez a colocar em prática grandes programas de apoio ou políticas monetárias mais expansionista. O foco parece ser mesmo em desalavancar empresas e a economia como um todo, em ter uma atividade econômica mais sustentável, e na redução do nível de desigualdade econômica. Algum programa deve ser anunciado no final do ano, mas nada comparado ao que se fez no passado. E poderemos ver dados marginalmente melhores talvez entre o 1T e 2T de 2022.

Os dados de atividade no Brasil continuam a indicar uma recuperação lenta da atividade e do mercado de trabalho. O mais relevante é que ainda não capturam a piora das expectativas recentes, a alta adicional dos juros e um nível maior de incertezas.

O preço dos ativos locais já se ajustou bastante, existe sim ativos em bolsa baratos e alguns muito baratos. E a curva de juros também parece precificar uma boa piora macro/fiscal. Mas ainda não temos tanta convicção de que é uma grande oportunidade de compra.

Na teoria toda crise é uma oportunidade. A questão é conseguir saber a duração dela, e como será o final, a saída. Você precisa estar vivo para se beneficiar das oportunidades. E o jeito como a saída ocorre não é sempre igual, existem ganhadores e perdedores diferentes em cada crise.

O evento da quebra do teto de gastos é para nós mais um “anedótico” ou o catalizador. Os reais fundamentos para a piora já estavam em grande parte dados. E mudar a direção destes fundamentos está longe de óbvio, e mesmo que ocorra, pode levar bastante tempo. Talvez estes ativos que já estão baratos estejam no mesmo preço ou até mais baratos daqui a 6, 12 ou 18 meses.

A situação fiscal é muito ruim. Muito se comemorou que a relação da dívida bruta sobre o PIB não atingiu os 100% que alguns projetaram no pior momento da pandemia, mas o nível de 85% atual está longe de ser confortável, dado o histórico pouco responsável do país, o quadro institucional deteriorado, e a situação de pobreza e má distribuição de renda.

Importante chamar a atenção que vemos com cautela o ânimo com as surpresas na arrecadação fiscal. Muito da surpresa vem de imposto sobre o lucro das empresas, que nos parece se beneficiar de um momento cíclico favorável em alguns setores. Ao longo do tempo a lucratividade voltará a patamares mais normais, e a arrecadação vai sentir o efeito disto. Poderá ser compensada por melhora em outros setores, ou não, dependendo bastante de como vai evoluir a atividade econômica como um todo.

O nível de pobreza e desigualdade é muito elevado, como consequência as demandas ditas “sociais” são altas, e o risco de eventos mais extremos aumentam bastante. E 2022 não deve ser muito mais fácil.

O quadro institucional é ruim, num contexto em que as condições macroeconômicas não são boas e o equilíbrio é muito frágil. Este quadro pode parecer algo muito distante do preço de ativos, mas não é. A manobra de quebra do teto de gastos é uma das consequências deste quadro.

A Câmara dos Deputados aprova projetos em causa própria, focando na reeleição de seus membros, ou projetos da pauta do Executivo num formato final que deixa dúvidas se não seria melhor ficar como está. O Senado na melhor das hipóteses deixa morrer alguns destes projetos ruins da Câmara. O Executivo não mostra disposição para negociar ou articular nenhum projeto razoável, o seu foco todo é uma agenda que viabilize a reeleição. E o Judiciário também foca em agendas próprias, desconectados de qualquer pauta que realmente ajude a perspectiva de longo prazo, interferindo em tudo e muito politizado.

Neste contexto, sempre advogamos que o risco estava muito mal precificado nos ativos locais. Ainda vemos muitos no mercado usando premissas de risco que nos parecem muito irrealistas. Este risco alto que em parte explica múltiplos (Preço/Lucro por exemplo) de curto prazo que podem parecer “baixos/baratos”.

**Muitas das crises que vimos nos últimos 25 anos vieram de fora do país, pegavam a economia brasileira com algum desequilíbrio ou variável macro fora do lugar (câmbio/juros) e cuja correção não era tão complexa, mas parte da resolução também vinha de fora. E em outros momentos, apesar da grave situação, tínhamos lideranças capazes de entender todo o contexto e com um mínimo de disposição de endereçar os problemas reais.**

Ainda não vemos elementos hoje para ter um grau de convicção maior que vamos conseguir sair da atual situação em um prazo razoável, e de que não vamos caminhar para um cenário ainda pior (los exemplos recentes na região não são bons, vide Argentina, Chile, Peru e até o México). E diferente de boa parte das crises que passamos no passado recente, o mundo nos ajudou razoavelmente nos últimos anos (liquidez abundante, juros a zero e um alto preço de commodities), pode deixar de ser tão favorável ou até a atrapalhar daqui em diante.

As projeções macroeconômicas já foram bem revisadas para pior, mas ainda não vimos o mesmo nas projeções de resultados das empresas. Além do fator macroeconômico, em nossa visão o mercado subestima o impacto de um ambiente muito mais competitivo em alguns setores. E o fechamento do mercado de capitais para novas ofertas de ações também deve obrigar muitas empresas a rever os planos de crescimento para frente.

Ainda do lado micro, vale ter atenção com o nível de alavancagem das empresas, que realmente nos parece baixo atualmente. Vemos muitos ainda tomando decisões como se ainda estivessem no ambiente de custo de dinheiro zero e liquidez infinita. Dependendo do que aconteça do lado macroeconômico, da duração do período de juros altos e do baixo crescimento econômico, o custo futuro dessas decisões pode ser alto. Em alguns casos vemos o lucro/resultados operacional de curto prazo ciclicamente ou conjunturalmente alto, o que pode mudar e mostrar uma foto bem pior em termos de alavancagem no futuro. O cenário para o 2H21 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.

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.

Continuamos focando em oportunidades de arbitragem e no desempenho relativo entre ativos, protegendo o capital do cotista de um ajuste de preços mais relevante.

Fundo	% Mês	% Ano	% 12 meses	% Início	Volatilidade (desde início)	PL (R\$)
<b>GENUS HEDGE</b>	1,12%	6,20%	6,24%	54,21%	2,17%	104,23 MM
%CDI	234,17%	206,75%	186,88%	298,54%		
CDI	0,48%	3,00%	3,34%	18,16%		

Ref:29/10/2021

### ***Cenário Macro Global***

Os dados de atividade de outubro indicam continuidade da recuperação americana, com boas perspectivas para o mercado de trabalho. Isto é por um lado muito bom, mas também confirma

a perspectivas da reversão de políticas estimulativas implementadas pelo FED. Os títulos do Tesouro Americano com prazo de 10 anos remuneram a 1,6% a.a, um pouco acima dos 1,45% do final de setembro.

A Europa sofre um pouco mais com a falta de componentes e crise energética, mas este impacto parece realmente transitório. A China ainda deve mostrar o impacto da desaceleração do segmento imobiliário e das restrições energéticas por algum tempo.

**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.

A cada dia que passa fica mais claro que estamos voltando a um mundo “normal”, no qual não faz mais sentido o nível de estímulos que foram implementados. O ajuste pode ser mais lento ou mais rápido, difícil antecipar. Mas deve sim levar também a uma correção nas distorções dos preços de ativos. O ambiente de liquidez infinita e custo zero do dinheiro deve acabar. Estaremos num mundo bem mais endividado, com uma demografia bem diferente e provavelmente de baixo crescimento.

### ***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 o efeito da alta de juros. E a inflação não dá trégua, e reduz muito a capacidade de consumo da população.

A piora em termos de perspectiva do quadro fiscal já foi muito grande. Abre espaço para alguma surpresa positiva, mas dada a agenda de todos os envolvidos (Congresso e Executivo), não parece provável. 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.

Pelo menos agenda de concessões e venda de ativos, mesmo que em dimensão bem menor que o alardeado pelo time do ministério da Economia nos primeiros meses de governo, continua evoluindo.

**Conclusão Macro Local:** Temos uma economia em lenta recuperação, com desemprego ainda muito alto, níveis de pobreza muito elevados, risco de crise de energia, inflação muito alta, e

que vai sentir o efeito do aumento de juros. O cenário político não deve ficar claro tão cedo, o que não ajuda, e nível de incertezas permanece muito alto.

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

Em algum momento o mercado vai abrir espaço para “sonhar” com a viabilidade de uma terceira via, o que no curto prazo pode ajudar o preço dos ativos de risco. Nós acreditamos que seja possível uma candidatura de terceira via competitiva, mas será um cenário bem incerto até o dia das eleições, e nos parece não óbvio antecipar muito disto no preço dos ativos. Mas é um fator que teremos que monitorar dia a dia e nos ajustar, porque pode sim mudar as perspectivas de maneira mais aguda.

### ***Visão de Mercado***

Continuamos acreditando que os ajustes necessários para corrigir decisões de investimento ruins tanto de empresas quando 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 condições mais restritivas de maneira geral. Muitas empresas nos parecem ainda trabalhar com o “cenário antigo”, de liquidez abundante e mercado de capitais disponível “a custos muito baixos”.

Como já falamos, também vemos muitos segmentos em momento ciclicamente bom, ou conjunturalmente favorável, mas que ao longo do tempo vão ver uma piora cíclica ou por favores específicos como competição ou maior disponibilidade de matérias-primas ou opções ao seu produto/serviço. E alguns destes que hoje parecem pouco alavancados podem aparecer lá na frente numa situação bem pior. **Não é hora para fazer recompra de ações por exemplo, salvo raras exceções.**

**Botton line:** Continuamos bastante focados no *L&S*, e em proteger o capital para movimentos mais agudos para baixo. As oportunidades de arbitragem relativa entre setores continuam abundantes, dado os modismos e excessos do mercado.

### ***Estratégia Long & Short***

A estratégia como um todo foi ganhadora no mês. Fizemos poucos novos pares este mês, como destaque tivemos o *basket* comprado no setor de consumo não discricionário e vendido em construtoras/consumo discricionário/*techs*, que foi bem ganhador no período.



## 3R Genus Hedge FIM

### ***Estratégia Direcional***

Os ganhos aqui foram em posições táticas compradas e vendidas, sempre em ações de alta liquidez. O destaque positivo foi a estratégia com opções de venda (PUT) do índice Ibovespa e o negativo foi a posição vendida em S&P 500 com hedge em dólar.

### ***Estratégia Juros e Moedas***

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

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.