

Carta do Gestor – Setembro 2021

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu 1,10% em setembro (+250,3% do CDI). No ano a performance acumulada é de +5,02% (+200,2% do CDI).

O cenário, que na nossa leitura já era em vários aspectos bem desafiador, conseguiu trazer surpresas negativas neste último mês. Os ativos de risco no Brasil e no mundo tiveram performance bem negativa (Ibovespa -6,6%, S&P -4,8%, DAX -3,6% e EEM -3,9%), o petróleo (+7,6% o BRENT) foi a única exceção relevante.

Tudo começou na China, que continua seu movimento de ajuste no modelo de capitalismo praticado pela ditadura “comunista”. Depois de limitar os “superpoderes” das empresas *techs*, o passo seguinte foi na direção de grupos super alavancados e busca por uma economia mais igualitária, mantendo o foco na questão ambiental. **O efeito prático de tudo isto deve ser uma China crescendo menos, um ambiente mais difícil para grupos estrangeiros com atuação lá, seja vendendo seus produtos/serviços no mercado local seja como base de produção para exportação.**

Nos EUA os dados econômicos ainda mostram recuperação pós-covid, mesmo que nem todos os dados sejam necessariamente positivos. A construção civil residencial mostra desaceleração, e o segmento automotivo também sofre, neste caso aparentemente pela falta de componentes.

Mas o destaque por lá tem sido a dificuldade do governo democrata de avançar seus planos econômicos e mais recentemente de conseguir a aprovação para um novo aumento no limite de endividamento do Tesouro. Fora isto, parece claro que o FED vai começar em algum momento próximo a retirar parte dos estímulos, reduzindo a compra de ativos do mercado.

Se não bastasse tudo isto, as cadeias logísticas globais estão com diversos problemas, impactando o fornecimento de componentes e produtos, e levando a aumentos significativos de custos (o custo de transporte de um contêiner de mercadorias chegou a quintuplicar desde o início da pandemia). A Europa e a China estão às portas de uma crise de energia, que também deve impactar produção industrial e gerar ainda mais inflação.

Neste contexto, o Brasil mostrou dados de confiança e de atividade que indicam perda de ímpeto na recuperação, resultando em revisões na expectativa do mercado para crescimento do PIB. As idas e vindas sobre questões orçamentárias e de sustentabilidade do quadro fiscal continuam. E do lado da crise energética, após dois meses bem ruins (agosto e setembro), tivemos um ciclo de chuva recente um pouco melhor, mas o cenário continua muito incerto.

Apesar dos preços dos ativos negociado em Bolsa já terem se ajustado bastante, não achamos a assimetria boa para tomada de risco. Como comentamos recentemente, parece que a conta pelos excessos de estímulos mal direcionados pelos bancos centrais/governos e a má alocação

de capital implementada por muitos em decorrência disto, começa ser cobrada. E deve levar algum tempo até que seja digerido pelo mercado.

Além disto, temos questões específicas tanto globalmente como localmente que ainda podem gerar novas revisões negativas em crescimento (para menos) e inflação (para mais).

Em nossa visão o risco dos ativos de maneira geral estava muito mal precificado pelo mercado (taxas de desconto muito baixas), as projeções de lucros para as empresas nos parecem ainda muito otimistas, e foram muito pouco revisadas para pior nas últimas semanas.

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\$)
GENUS HEDGE	1,10%	5,02%	5,19%	52,50%	2,17%	103,23 MM
%CDI	250,293%	200,23%	172,99%	298,37%		
CDI	0,44%	2,51%	3,00%	17,59%		

Ref:30/09/2021

Cenário Macro Global

Depois de dados piores em agosto, o mês de setembro pareceu indicar melhora na atividade econômica americana e na dinâmica do mercado de trabalho. Mas como temos falado, a recuperação é desigual entre os setores, e vários dos ganhadores no pico da crise do COVID ou no primeiro momento de recuperação, agora parecem perder ímpeto. O que parece razoável de se esperar, é alguma aceleração na recuperação do emprego.

Na China, os dados de atividade continuam a sinalizar um segundo semestre mais fraco. Em paralelo, o governo continua seu movimento na “redefinição” do modelo de capitalismo a ser adotado para frente. Parece mais prováveis novas revisões para baixo nas projeções de crescimento, do que uma surpresa positiva.

A Europa se vê às portas de uma crise energética que deve afetar crescimento no curto prazo também.

Conclusão Macro Global: Os ajustes dos excessos de incentivos implementados por governos e bancos centrais devem continuar. A China de uma maneira até inesperada catalisou o início de tudo, mas tem muita coisa que ainda pode acontecer.

As dificuldades políticas do governo americano parecem grandes. E temos uma crise de energia em várias partes do mundo. Não nos parece um ambiente nada bom.

De novo, 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.

As perspectivas de crescimento econômico devem passar por uma revisão para pior. 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.

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.

Não temos claro ainda onde será o fim deste ciclo de juros. Não descartamos uma surpresa negativa em inflação ainda durante o segundo semestre, talvez forçando o BC a ir mais longe do que o esperado pelo mercado.

O final da crise de energia continua imprevisível. Não vamos ter racionamento antes de 2022, mas isto não é um grande alívio. Se as chuvas não forem razoáveis, o ano de 2022 será “longo”.

A notícia positiva é que apesar de muitas manchetes de jornal ao longo do mês, a solução mais provável para a crise ao redor do preço de combustíveis não deve envolver um subsídio bancado pela Petrobrás.

E a 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.

Visão de Mercado

Apesar do ajuste no preço de uma parcela dos ativos de risco já ter ocorrido, o mais provável na nossa visão é que este ciclo de ajustes continue. Foram muitos excessos, muita liquidez

disponível sendo mal investida com a premissa de que o dinheiro ia continuar de graça ou quase de graça para sempre.

As projeções de lucro e crescimento para as empresas continuam muito otimistas, o aparentam estarem desconectadas do cenário econômico pior, e na nossa leitura não consideram corretamente a forte competição em vários setores que estão congestionados de *players* fazendo a mesma coisa sem nenhum diferencial competitivo.

Muitas empresas levantaram recursos para buscar liderar um movimento de consolidação. O problema para nós é que muitos destes recursos estão sendo usados para aquisições caras, e em segmentos ou com perfis “da moda”, mas que lá na frente vão se mostrar sem sentido, com pouca sinergia ou com baixa probabilidade de gerar o resultado econômico que justifique o valor pago.

Nos chama muito a atenção o péssimo *disclosure* que se dá dos ativos comprados. No máximo se cita o valor de receita, e olhe lá. E como as empresas “consolidadoras” estão claramente atuando com a premissa de que o mercado de capitais vai estar lá sempre disponível para financiar a próxima aventura.

Investir em empresas com estas características, supostamente “disruptivas”, com narrativas da moda e que o jovem CEO, confiante e despojado que “inventa” uma nova narrativa, ou um novo TAM (*total addressable market*) gigantesco quando a narrativa anterior ameaça deixar de funcionar, é legal com juros perto de zero. Mas com custo oportunidade na casa dos 10% começa a perder a graça e os investidores vão começar a questionar mais o *business* e suas perspectivas.

Por outro lado, vemos uma maior quantidade de ativos verdadeiramente baratos aqui no Brasil e temos aumentado exposição a estes. Não estamos falando de negócios cíclicos globais, que apesar de baratos quando analisados sob a ótica de múltiplos de curto prazo, mas num possível ajuste das perspectivas de crescimento e de custo oportunidade globais podem sofrer bastante. Temos bons ativos focados em consumo não discricionário no Brasil que apresentam uma ótima assimetria de risco.

Botton line: Continuamos bastante focados no L&S, e o fundo continua com risco abaixo da meta e dos níveis históricos. 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, porém aumentamos o *basket* comprado no setor de consumo não discricionário e vendido em construtoras/consumo discricionário/*techs*, que foi bem ganhador no período. Na ponta perdedora o destaque foi o par CURY3 x DIRR3, devolvendo um pouco dos ganhos acumulados.



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.

Estratégia Juros e Moedas

Sem posições em Juros e Moeda.

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.