

Carta do Gestor – 4T22

“Insanidade é fazer sempre a mesma coisa e esperar resultados diferentes”

Frase atribuída à múltiplas personalidades, entre elas Albert Einstein¹

O Mercado no 4T22

O 4T22 trouxe uma importante mudança de expectativa em relação aos mercados desenvolvidos, sobretudo o americano, com o possível *pivot* da política monetária. No Brasil, a definição da eleição também provocou um significativo ajuste no preço dos ativos, com a indicação pelo novo governo da política econômica que pretende perseguir. A China segue na dependência da política do Covid-zero e do profundo impacto que essa trás para a atividade econômica.

Nos EUA, há a expectativa que a inflação pode ter atingido o pico, o que criaria as condições para uma mudança da política monetária por parte do Fed. Assim, o mercado passou a considerar aumentos de juros de menor magnitude e a vislumbrar uma possível queda do *fed fund rate* no final de 2023. Essa visão provocou um importante ajuste na curva de juros americana e a consequente subida, em magnitude significativa, no preço das ações.

A China manteve, durante a maior parte do trimestre, a política de Covid-zero, provocando massivos *lockdowns* em várias cidades. Como consequência, a atividade econômica sofreu relevante queda. No entanto, no início de dezembro, houve inéditas manifestações populares, o que seria uma indicação que parte da sociedade chinesa estaria exausta com a prática que impõe repressivo confinamento de enormes contingentes populacionais. De forma surpreendente, poucos dias após aos protestos, o governo chinês anunciou um relaxamento na política de Covid-zero.

O drama chinês afeta os preços no mercado financeiro e na economia real. Os *lockdowns* implicam em pressão negativa para os ativos, pois restringem a demanda. Por outro lado, a expectativa da reabertura impulsiona os preços para o campo positivo. Essa volatilidade foi a marca do 4T22.

No Brasil, houve, finalmente, o desfecho eleitoral, com a apertada vitória de Lula para um terceiro mandato. A reação inicial do mercado foi positiva, pois imaginava que Lula 3 seria uma continuação de Lula 1, apoiado por uma “frente ampla” que teria o apoio de uma coalizão alicerçada em uma pluralidade de visões políticas, o que afastaria o governo do radicalismo ideológico. Mas essa interpretação inicial do mercado não passou de *wishfull thinking*, pois durante a campanha Lula pouco falou ou prometeu no campo econômico, se atendo a surradas platitudes, tendo se eximido de apresentar a versão final do plano de governo antes do primeiro turno da eleição.

A primeira surpresa negativa foi a elaboração da PEC da Transição, que não apenas desfigurava o teto dos gastos, como autorizava o aumento do gasto público. A questão fiscal tem sido dominante no debate econômico brasileiro e um dos principais obstáculos ao crescimento do país. Tendo em vista o nosso alto

¹ <https://quoteinvestigator.com/2017/03/23/same/>

endividamento como proporção do PIB, muito superior ao de países comparáveis, o racional seria a produção de superávit primário, criando-se, assim, a condição para a redução da dívida. No entanto, persistimos na manutenção de colossal nível de gastos obrigatórios, que implica em elevado nível de inflação, que por sua vez demanda juros de equilíbrio mais altos. Dessa forma, garantimos um ciclo vicioso que sufoca nosso crescimento potencial. A PEC da Transição vai no sentido contrário, o que preocupa os investidores, pois a expectativa passa a ser de endividamento ainda maior, além de inflação, juros e desempregos mais altos. Ou seja, é o reforço do Brasil que escolhe não sair da armadilha.

A escolha da equipe econômica também elevou a desconfiança do mercado em relação ao novo governo. Depois do impasse de algumas semanas, Lula escolheu Fernando Haddad como ministro da Fazenda. Tendo em vista o histórico de ambos, como a proximidade do ex-prefeito de São Paulo do presidente eleito, fica claro que o ministro de fato é Lula. Como agravante, os nomes que ocuparão as secretarias do ministério são autênticos representantes da “heterodoxia” econômica. Aliás, esse termo nada mais é do que um eufemismo para terraplanismo econômico, pois insistem em ignorar as práticas econômicas consagradas pela academia e pelos países que são economicamente bem-sucedidos. Ainda pior, não são capazes de aprender com os próprios e repetem fórmulas fracassadas no passado, como no Plano Cruzado, Plano Bresser, Plano Collor, Governo Dilma...

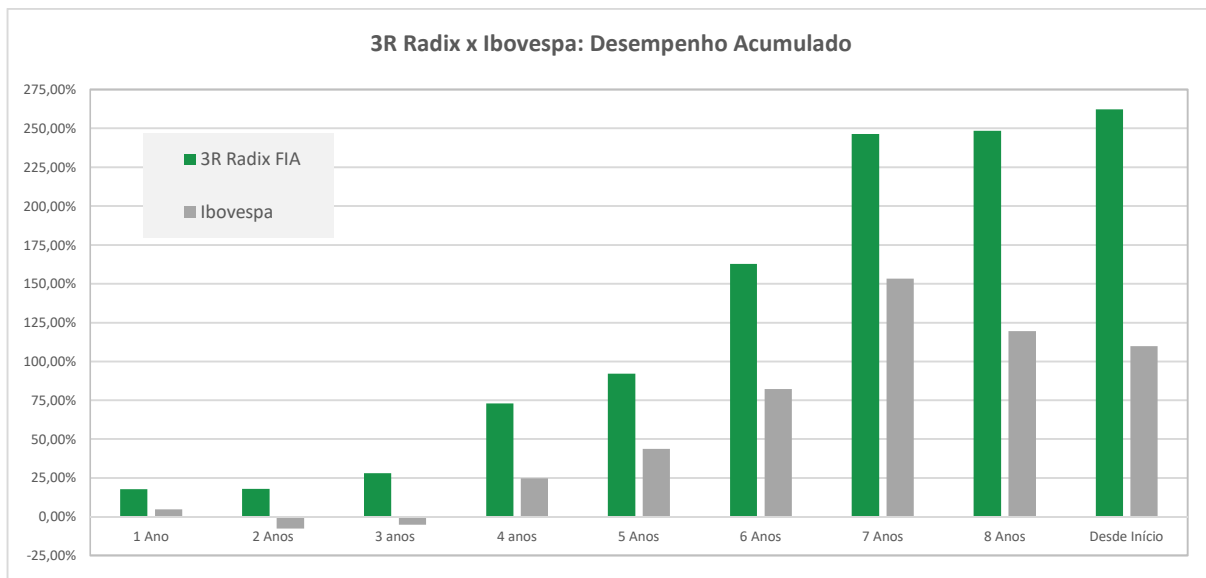
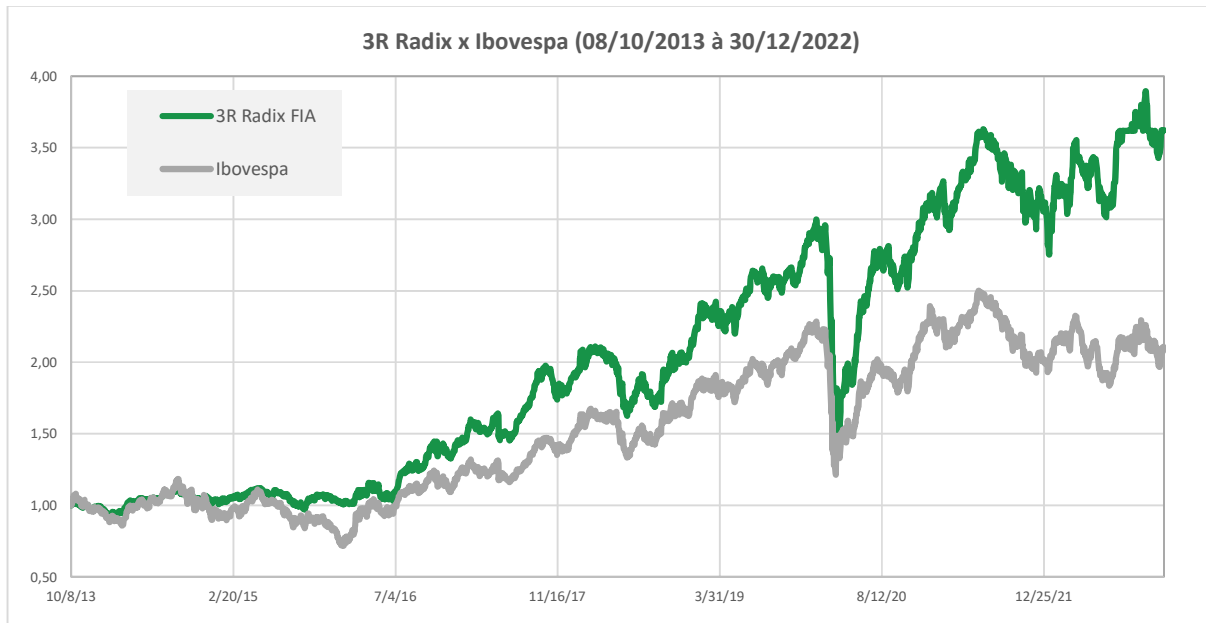
Por fim, quando se observa de forma mais abrangente o gabinete escolhido por Lula, contata-se a preferência por nomes do PT e de partidos-satélite desse, do que se conclui que a tal frente ampla não encontra base na realidade.

Na percepção do mercado, como o resultado fiscal será substancialmente pior do que imaginado antes do segundo turno, serão necessários juros mais altos para conter a inflação. Essa nova realidade provoca queda no preço dos ativos por dois motivos: 1) diminuiu a expectativa de geração de caixa pelas empresas; 2) esses fluxos serão descontados por uma taxa mais alta.

O mais chocante em relação ao novo cenário é a incapacidade dos membros do novo governo, muitos deles envolvidos em administrações anteriores (seja do PT ou ainda mais antigas, como no governo Sarney), de aprender com o próprio fracasso.

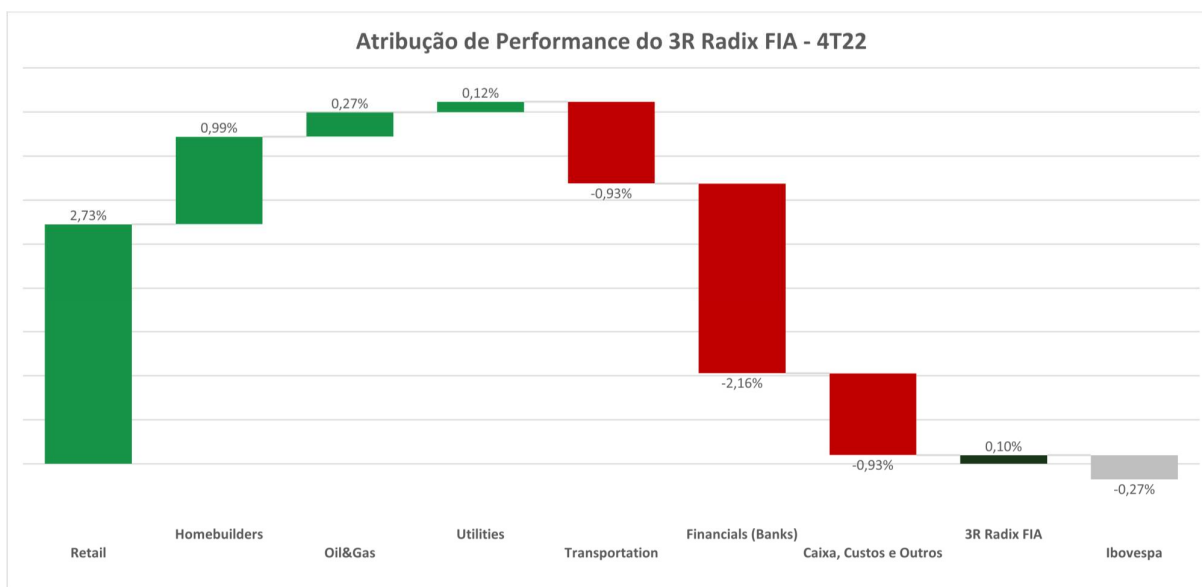
Atribuição de Performance 4T22 e 2022

No 4T22 o 3R Radix FIA obteve uma performance de +0,10%, enquanto o Ibovespa acumulou -0,27%. No ano de 2022, o fundo entregou uma performance de +17,59%, contra +4,69% do benchmark.

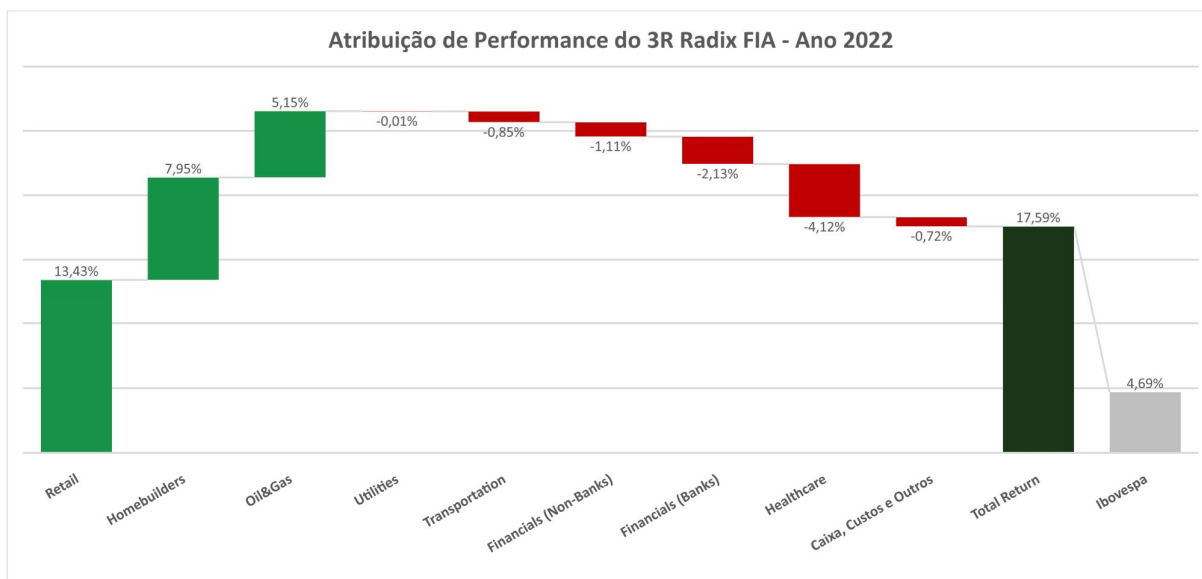


	1 Ano	2 Anos	3 anos	4 anos	5 Anos	6 Anos	7 Anos	8 Anos	Desde Início
3R Radix FIA	17.59%	17.81%	28.10%	73.04%	91.94%	162.66%	246.42%	248.58%	262.16%
Ibovespa	4.69%	-7.80%	-5.11%	24.86%	43.63%	82.20%	153.14%	119.44%	109.77%

No ano de 2022 as maiores contribuições positivas para a performance do 3R Radix FIA foram Petrobras, Hypera Pharma, Cury Construtora e Vulcabras. Já discorreremos sobre as teses de investimentos de cada uma dessas empresas em nas cartas anteriores. Com exceção de Petrobras, todas elas permanecem na carteira do fundo.



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg

Cury

Depois de uma valorização de mais de 90% no 3T22, e com o estreitamento da margem de segurança, começamos a diminuir, de forma gradativa posição de Cury, como tradicionalmente fazemos na gestão do fundo. No entanto, o movimento de correção do mercado iniciado pelas surpresas negativas proporcionadas pela formação do novo governo levou a uma queda expressiva no preço das ações da companhia. Tendo em vista que considerávamos que a tese de investimento na companhia continuava válida, a correção nos trouxe a oportunidade de recomprarmos parte da posição vendida poucas semanas antes.

Na nossa opinião, a queda no preço da Cury destoava do fundamento. Geralmente, quando há uma elevação dos juros futuros, as empresas com maior capital investido acabam apresentando as maiores quedas. Esse é o caso da incorporação imobiliária focada no público de alta renda, uma vez que esse negócio exige que as companhias carreguem um maior volume de ativos em seus balanços quando comparadas aquelas atuantes no segmento de baixa renda. Essas costumemente adquirem terrenos através de permuta e o repasse do financiamento do cliente ao banco se dá quando o empreendimento ainda se encontra na planta. A Cury se destaca nesse quesito, pois é a empresa mais eficiente do setor, apresentando a maior velocidade de vendas dentre as incorporadoras listadas, o que lhe permite possuir, quando comparadas aos *peers*, uma menor quantidade de ativos (terrenos, estoque de unidades e contas a receber). Como diferencial, a Cury é caixa líquido, ou seja, o caixa é superior às dívidas, o que destoava da grande maioria das companhias listadas do setor, tornando-a menos sensível à variação da taxa de juros.

Além disso, a procura por unidades na faixa de preço e regiões em que a companhia atua segue firme e a Cury possui um banco de terrenos adequado para atender essa demanda. Assim, há expectativa de crescimento de lançamentos e vendas em 2023 em relação a 2022. Por fim, é uma opcionalidade atraente na tese de investimento em Cury. O novo governo promete a retomada do investimento de recursos do Tesouro no *funding* do subsídio do Minha Casa Minha Vida (o programa habitacional retomará esse nome), o que permitiria o retorno do lançamento da Faixa 1,5 do programa (unidades focadas em famílias com renda mais baixa, cujo subsídio é maior). Nos últimos anos, as faixas mais baixas deixaram de ser economicamente atraentes para as incorporadoras. Com o aumento do subsídio esse mercado deve ressurgir, o que representa um volume extra de lançamentos, não contemplado no atual planejamento de 2023/2024 da companhia.

Tendo em vista que as questões qualitativas referentes à tese de Cury são bastante sólidas, a queda de preço em meados do trimestre trouxe o elemento que faltava para voltarmos a adicionar a empresa ao portfólio, a adequada margem de segurança. Assim fizemos e seguimos confiantes na capacidade da companhia em entregar os resultados planejados.

Petrobras

Ao longo do 4T22 encerremos o investimento em Petrobras. Conforme mencionamos em cartas anteriores, o grande risco para o caso de investimento estava na troca no governo federal, com a possível entrada de novos representantes que tivessem ideias retrógradas e intervencionistas para a companhia, como de fato aconteceu.

Ao longo da campanha, a retórica (ou seriam ameaças?!) de Lula em relação à Petrobras deixou clara a intenção de retomar as práticas adotadas pelo PT quando administrou a estatal: aumento do investimento em refino (que em nada contribuiu para reduzir, de forma orgânica e sustentável, o preço dos combustíveis no Brasil), mudança na política de preço (essa a principal responsável pela destruição de valor da empresa nos anos Lula/Dilma, superando a corrupção), redução do pagamento de dividendos (inacreditável o representante de um acionista de uma companhia reclamar que está recebendo muito dividendo!) e investimento na “transição energética” (mas quais os retornos que serão auferidos nessa alocação de capital?). Enfim, o novo governo parece obstinado e retomar as práticas que quase levaram a estatal à bancarrota. Isso só comprova o total desprezo que Lula e seus auxiliares possuem pelos acionistas minoritários da Petrobras.

Diante das nefastas promessas descritas acima, entre o primeiro e o segundo turno das eleições decidimos pela venda da totalidade da posição que possuíamos em Petrobras. É evidente que não nos jugamos capazes de fazer qualquer previsão sobre o rumo da política brasileira. Aliás, verificamos com frequência que mesmos os analistas políticos que fazem prognósticos de forma profissional costumam apresentar questionáveis índices de acerto. No entanto, na nossa análise, o preço dos ativos atribuía uma chance relativamente alta da reeleição de Bolsonaro. Consideramos que havia uma elevada dose de otimismo nessa previsão e que o racional seria não correr o risco binário de ficar exposto à Petrobras. Essa se mostrou uma decisão bastante acertada.

Passado o segundo turno da eleição, as notícias relativas à Petrobras foram ainda piores do que a expectativa de mercado: nomes ventilados para o comando da estatal que são autênticos representantes do intervencionismo e do atraso; o desejo do novo governo de reverter o plano estratégico aprovado pelo conselho da companhia (o plano em vigor preza pela racionalidade e pela geração de valor ao acionista); tentativa de mudança da lei das estatais que em muito facilitaria as indicações políticas para o comando dessas empresas (essa proposta foi aprovada na Câmara, mas enfrentou resistência no Senado).

De qualquer forma, o retorno apurado ao longo dos dois anos de investimento em Petrobras foi muito positivo, sendo a principal contribuição de performance para o Radix no período de investimento e um dos principais retornos do nesses mais de 12 anos de história do fundo. Entre dezembro/20 e outubro/22 apuramos uma taxa interna de retorno (TIR) de 134,3% (ou 59,75% ao ano) no investimento em Petrobras. Nesse mesmo período, o Ibovespa variou -1,03%.

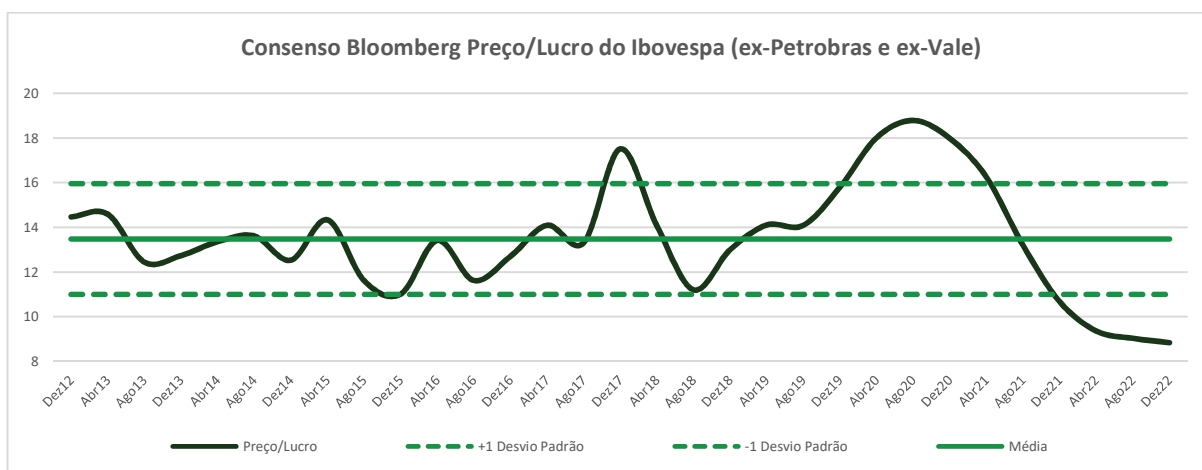
Resultado do Investimento Petrobras x Ibovespa	
TIR Petrobras	134.30%
Variação Ibovespa	-1.03%

Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg

Continuaremos a acompanhar a Petrobras e avaliando potenciais oportunidades de investimento na empresa caso a nova administração encontre dificuldade, tendo em vista o arcabouço legal em vigor, de implantar as retrógradas políticas prometidas.

Expectativas para o investimento em ações

Pelo exposto acima, fica evidente que o cenário macroeconômico será desafiador doravante. No entanto, há uma importante diferença na conjuntura atual em relação a outros momentos em que o Brasil adentrava um cenário adverso: o preço corrente dos ativos já desconta uma grande dose de pessimismo. O gráfico abaixo traz o múltiplo Preço/Lucro² das empresas do Ibovespa, excluindo Petrobras e Vale, para os últimos dez anos. O múltiplo foi medido de forma quadrimestral, no momento de rebalanceamento do índice. Como pode ser verificado, em dez/22, último dado observado, o Preço/Lucro encontrava-se na mínima dos últimos 10 anos, negociando quase dois desvios padrões abaixo da média desse período.



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg

Ainda mais importante, as empresas do portfólio do Radix possuem a adequada margem de segurança. Indo além das questões quantitativas, as investidas do fundo apresentam bons atributos qualitativos: baixo endividamento, teses que não dependem de elementos exógenos, empresas listadas há um bom tempo (não são IPOs realizados na última grande janela de ofertas de 2019/2021).

Nesse contexto, existem várias oportunidades de investimentos disponíveis na B3. Consideremos que as empresas do portfólio do 3R Radix FIA possuem os requisitos para entregarem retornos diferenciados no longo prazo.

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.

² Preço dividido pelo Lucro do consenso da Bloomberg para os doze meses seguintes.