



Carta do Gestor – Novembro 2022

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu 0,05% em novembro (+4,70% do CDI). No ano a performance acumulada é de +11,60% (+104,24% do CDI ou CDI+0,48%).

Os ativos de risco continuaram sua trajetória de recuperação, suportados por uma percepção de maior proximidade do fim da alta de juros nos EUA, anúncios de novos estímulos e uma possível reabertura mais ampla na China.

As bolsas tiveram um desempenho bem positivo (S&P +5,40%, Nasdaq 100 +4,40%, DAX +8,60% e EEM +15,60%). A exceção ficou para o mercado chinês, em forte queda novamente.

No mercado doméstico, o Ibovespa não conseguiu acompanhar o movimento positivo global em função das sinalizações negativas do governo eleito em relação a política fiscal e possível indicação para o Ministério da Economia. O Ibovespa fechou negativo em -3% (EWZ -3,6%) e o SMLLBV, que captura mais as ações voltadas para a economia local, -11,2% no mês. A performance no Ibovespa só não foi bem pior pela ótima performance das ações da VALE3 (+24% no mês).

As commodities tiveram alta (CRY +2%) apesar da queda forte do petróleo (BRENT -9,9%). O minério de ferro ficou praticamente estável, +0,90%.

Fundo	% Mês	% Ano	% 12 meses	% Início	Volatilidade (desde início)	PL (R\$)
GENUS HEDGE	0,05%	11,60%	11,70%	72,40%	2,19%	100,13 MM
%CDI	4,70%	104,24%	97,73%	218,84%		
CDI	1,02%	11,12%	11,97%	33,08%		

Ref:30/11/2022

Cenário Macro Global

O mercado de trabalho nos EUA continua mostrando uma lenta desaceleração, a quantidade de vagas em aberto caindo levemente. De maneira geral as tendências por lá estão se mantendo, com piora mais acentuada na indústria e no setor imobiliário, e serviços e mercado de trabalho mais resilientes. Em algum momento a piora na parte de duráveis/imóveis deve contaminar de maneira mais perceptível o resto da economia.

Na China tivemos várias medidas de estímulo, muita coisa focada no problemático setor imobiliário. Além disto, a piora no número de casos de COVID, e reação com protestos da população, acabou criando uma expectativa de fim ou flexibilização da política de COVID-Zero, que vai se mostrando insustentável do ponto de vista econômico.



Cenário Macro Brasil

Dados de atividade de maneira geral continuam mostrando desaceleração. O destaque do mês foi a reversão para pior dos índices de confiança. Os efeitos da alta de juros, de uma inflação ainda alta e suas consequências na capacidade de consumo da população vão ficando claros, e aos poucos começam a atingir o setor industrial e imobiliário.

Outro ponto a destacar é a continua piora na qualidade das carteiras de crédito do sistema bancário e alguns eventos de crédito na indústria de fundos de crédito.

Visão de Mercado

Depois de uma recuperação que nós acreditávamos ser “técnica” em Outubro, os ativos de risco seguiram subindo em Novembro no mundo, impulsionados por uma percepção positiva em relação à proximidade do fim do ciclo de alta de juros nos EUA, medidas de estímulo econômico na China e um potencial fim da política de COVID zero por lá também.

O Brasil, apesar de “teoricamente estar bem-posicionado”, não conseguiu se beneficiar disto. Nós tínhamos expressado nossa visão mais cautelosa em relação ao novo governo e a probabilidade de o Congresso ser realmente um contrapeso que limitaria mudanças de rota mais abruptas.

No entanto o que temos até o momento acabou sendo ainda pior do que nossa “visão cautelosa”. Apesar de ter menor poder em suas mãos e menos instrumentos para captar apoio, Lula continua tendo muita capacidade política e os membros do congresso continuam muito atraídos pelo poder do governo central. O novo parlamento toma posse em fevereiro, mas pelas indicações vistas até agora dá a impressão de que na prática Lula não terá as facilidades de seus primeiros mandatos, mas também não parece que terá as dificuldades que muitos estimavam no momento pós resultados eleitorais, o que é ruim para o cenário de médio e longo prazo.

A proposta da “PEC de Transição” e todas as mensagens transmitidas até agora mostram um foco em pagar as promessas de campanha já no primeiro ano de mandato. Mais de uma vez lemos que a prioridade é “acabar com a fome” e retomar investimentos em saúde e infraestrutura, deixando claro que isto é prioridade mesmo que resulte em um resultado fiscal pior.

Para nós parece claro que Lula confia muito na repetição do que aconteceu em seus primeiros mandatos, em que as receitas de arrecadação cresceram muito rápido e permitiram um crescimento também significativo das despesas. A solução para o fiscal para eles parece estar no crescimento da receita. O problema é que temos o mundo e o Brasil crescendo muito menos. O crescimento da receita só virá com aumento de impostos. Mas o saldo necessário para arrumar o fiscal parece difícil de se obter via aumento de carga tributária, fora as consequências negativas que a elevação desta magnitude em impostos pode gerar na atividade econômica.



Reforçamos o que escrevemos mês passado, o mercado superestima o quanto o Lula acertou do lado econômico nos seus primeiros mandatos e o “pragmatismo” econômico dele.

Outro ponto relevante, e que já tínhamos comentado na nossa última carta, chama a atenção muito negativamente a capacidade técnica e visão de mundo, de como funciona a economia, das pessoas em volta de Lula e envolvidas na transição.

Do lado micro, temos alguns pontos a ressaltar:

- **Chama a atenção a piora na qualidade do balanço ao longo do último ano de muitas grandes varejistas listadas. Em alguns casos a piora pode estar disfarçada por crescimento do financiamento via fornecedores e/ou por venda de recebíveis de cartão de crédito (aumento de prazo com fornecedores não é geração de caixa). Mas quando ajustada a estes dois fatores, a deterioração é brutal.**

Excetuando o segmento de vestuário, estão alavancadas e gerando forte prejuízo antes de impostos (nestas empresas o resultado financeiro é parte intrínseca do negócio, e é muito difícil saber o que é contabilizado na margem bruta e o que entra na despesa financeira, por isto só olhamos o resultado antes de impostos – EBITDA é um indicador sem muita utilidade). Tudo isto com margens brutas que já estão em níveis que nos parecem normais. Fica difícil vislumbrar como vão reverter este cenário, a não ser que tenham forte crescimento de receitas, o que está longe de ser óbvio com as perspectivas macroeconômicas atuais.

Muito capital foi mal investido em aquisições e/ou em um negócio supercompetitivo que não consegue remunerar adequadamente este investimento (*marketplace/logística*). A não ser que exista alguma grande mudança de tendência que não conseguimos vislumbrar com as informações que temos hoje e/ou a perspectiva para a economia como um todo melhora significativamente, AMER3/VIIA3/MGLU3 vão precisar de vultuosas capitalizações à frente e de passar por algum tipo de consolidação;

- A piora no crédito para pessoas também é foco de atenção, tanto no sistema financeiro como nas varejistas. Esta deterioração ocorreu num contexto de melhora significativa do mercado de trabalho. Parece pouco provável uma reversão de tendência num contexto de juros mais alto e perda clara de ímpeto do mercado de trabalho. Junto a isto, os bancos, *fintechs* e varejistas devem reduzir os limites de crédito, o que pode potencializar a piora. **Temos a clara impressão que existe excesso de crédito dado o custo e prazo praticados no Brasil, e num contexto macro ruim (juros altos e baixo crescimento econômico), o ajuste pode surpreender para pior;**
- **O crédito corporativo até agora parece imune a esta piora.** É verdade que as empresas estão mais preparadas depois de tantas crises, e aproveitaram a liquidez abundante do período inicial pós-covid para se capitalizar. **Mas com o tempo, com os juros se mantendo altos, a atividade econômica fraca e o consumidor final com tantas dificuldades com suas dívidas, não nos parece razoável esperar que as grandes empresas consigam se manter tão à margem da piora da qualidade de crédito.**

Além disto, os governos do PT historicamente produzem surpresas regulatórias que acabam afetando as empresas privadas. Temos que nos preparar para um cenário mais difícil no crédito corporativo;

- **Outro nicho do mercado de crédito que nos chama a atenção é o consignado. O nível de comprometimento de renda nos parece insustentável, e existe na nossa leitura um desequilíbrio na relação entre o financiador (ganhando uma ótima remuneração para o nível de risco) e o tomador (superendividado e muito provavelmente sem recursos para várias despesas básicas).** Em algum momento podemos ser surpreendidos por medidas governamentais e/ou do judiciário em favor do tomador, a assimetria nos parece ruim;
- Nos últimos anos tivemos forte crescimento dos fundos de crédito. Os investidores aumentaram sua exposição a este tipo de ativo, e como sempre acontece nestes momentos de forte crescimento e de “moda”, muitos investidores e gestores podem não estar cientes dos verdadeiros riscos a que estão expostos. Se alguns dos tomadores deste crédito tiverem problemas, algo mais do que normal num contexto macro complicado, muito investidor vai ser surpreendido e isto pode provocar um movimento em cadeia que torne a situação mais complexa;
- Ainda do lado de crédito, o movimento de reprecificação de ativos como imóveis e valor de empresas ainda está em curso. No Brasil, apesar da alavancagem utilizada pelas empresas em operações de M&A ser normalmente bem menor do que nos EUA por exemplo, tivemos muitas empresas listadas e não listadas fazendo investimentos muito ruins, muita gente investindo no mesmo tema, muitas aquisições que vão se mostrar caras e sem sinergias. Num cenário macro difícil, isto vai ficar ainda mais claro e provavelmente levar a lucros menores do que o mercado estima. E algumas empresas poderão estar em posições de alavancagem financeira ruim;
- As incorporadas são outro foco de atenção. A euforia já passou, mas os níveis de estoques estão muitos altos. Além disto, o comprador sente o impacto da significativa piora no *affordability*. A estratégia de muitas incorporadoras para mitigar o agravamento da conjuntura foi concentrar os lançamentos no segmento de alta renda, que na teoria seria menos sensível a piora macro.

O ano de 2023 será marcado pelo consumo de caixa (para construir tudo o que foi lançado nos anos anteriores), muita dificuldade de repassar para o preço das unidades e a inflação de custos, aumento de alavancagem das incorporadoras. A sobre oferta na alta renda parece piorar muito “na margem”, e num contexto macro ruim, não acreditamos que este segmento estará imune a piora do setor como um todo, com o agravante desta sobre oferta. O cenário aqui também pode surpreender muito para pior.

Analisando com cuidado o balanço de algumas empresas, vemos crescimento muito forte nos custos a incorrer de estoques (produtos não vendidos). Isto representa saída de caixa ao longo dos próximos trimestres, sem contrapartida clara de entrada de recursos, dado o cenário incerto e provável

dificuldade na venda de estoques. O crescimento do endividamento pode surpreender, e algumas empresas podem precisar de capital novo.

Por último, caso o cenário macro ruim dure mais tempo, podemos sim ter problemas de *funding* para o financiamento imobiliário. Nossa impressão é que alguns dos bancos privados já utilizam recursos com custo de mercado para o financiamento imobiliário, de alguma maneira subsidiando o produto por ter uma visão de longo prazo positiva e pela alta retenção de cliente que o produto gera. Mas quanto mais tempo o custo de *funding* de mercado demorar para cair, maior é a probabilidade de termos restrições de *funding* efetiva;

- O segmento de aluguel de veículos e maquinário/equipamentos é outro que demanda atenção. As empresas cresceram muito, comprando frota/equipamento a preços elevados. É verdade sim que várias destas empresas possuem uma posição competitiva boa. Mas são negócios intensivos em capital, e a ponta da demanda não é imune ao ciclo da economia;
- Do lado positivo, podemos sim ver governos estaduais privatizando empresas de saneamento e no setor elétrico, o que é muito bom do ponto de vista micro e macro. A venda destes ativos deixou de ser um tabu do ponto de vista político.

As ações brasileiras só têm um comprador marginal, o investidor estrangeiro. Aparentemente sem opção dentre os mercados emergentes e/ou talvez acreditando que as empresas de commodities daqui vão se beneficiar de uma melhora na atividade econômica na China. Vamos ver até quanto dura, até quando os possíveis riscos locais vão ser ignorados. Com certeza esta dependência é fator de risco adicional.

Dito tudo isto, continuamos atuando de maneira cuidadosa nos portfólios. O momento continua nos parecendo mais para focar em preservar capital e poder de compra do que para tomar risco em busca de altos retornos.

Muitos ativos ainda precisam ser reprecificados para baixo, e vão proporcionar oportunidades realmente boas de compra mais à frente. Ainda é hora de evitar posições que dependam de forte crescimento econômico e/ou de renda, e/ou de melhora forte no custo de capital/dívida. É prudente evitar empresas endividadas, com alto comprometimento de caixa/capital à frente e/ou estão gerando perdas operacionais sem perspectivas claras de melhora. Enfim, na ponta *long* focaremos em ativos realmente resilientes a *valuations* razoáveis.

Estratégias 3R Genus Hedge FIM

Estratégia Long & Short: Durante o mês, tivemos 12 pares e 1 *basket*; 5 ganhadores e 8 perdedores. A estratégia como um todo foi perdedora no período. O destaque na ponta ganhadora foi o *basket* comprado em consumo não discricionário/bancos/petróleo e vendido em construtoras/consumo discricionário/*techs*. Na ponta perdedora, os destaques negativos foram em um par vendido em minério de ferro e um par intra-setorial do setor de *Car Rentals*.



3R Genus Hedge FIM

Estratégia Direcional: A estratégia como um todo foi perdedora no mês. O destaque negativo foi em uma estratégia vendida em IVVB11 e comprada em *Put* de BOVA11.

Estratégia Juros e Moedas: Sem posições em Juros e Moedas.

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.