



Carta do Gestor – Outubro 2022

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu 1,02% em outubro (+100% do CDI). No ano a performance acumulada é de +11,54% (+115% do CDI ou CDI+1,54%).

Os ativos de risco de maneira geral tiveram uma recuperação “técnica” em outubro, após a forte queda em setembro. Alguns dados mais fracos na economia americana, como no setor imobiliário, alimentaram a expectativa de uma mudança de rota por parte do FED, o tal “Pivot”.

Na China tivemos a conclusão do congresso do partido chinês para renovar o mandato de Xi Jinping por mais cinco anos. Apesar do resultado esperado, surpreendeu o grau de poder, com eliminação de qualquer alternativa de liderança e que não fosse do “grupo” de Xi Jinping. A mensagem parece reforçar a perspectiva de um governo cada vez mais ideológico e menos focado em crescimento pura e simplesmente.

As bolsas tiveram um desempenho bem positivo, revertendo parte das perdas de setembro (S&P +8%, Nasdaq 100 +14%, DAX +9,4% e EEM -2%). A exceção ficou para o mercado chinês, em forte queda novamente.

No mercado doméstico, o Ibovespa seguiu os mercados externos ajudado por uma visão positiva do resultado eleitoral, na expectativa de mesmo com o candidato da oposição eleito, será implementada uma agenda de responsabilidade fiscal. O Ibovespa fechou positivo em +5,5% (EWZ +10,26%) e o SMLLBV, que captura mais as ações voltadas para a economia local, +7,3% no mês.

As commodities tiveram alta (CRY +2,2%), com destaque para o petróleo (BRENT +7,8%). O minério de ferro desvalorizou 6% com uma pior perspectiva da demanda na China.

Fundo	% Mês	% Ano	% 12 meses	% Início	Volatilidade (desde início)	PL (R\$)
GENUS HEDGE	1,02%	11,54%	11,74%	72,32%	2,19%	101,51 MM
%CDI	100,35%	115,40%	102,15%	227,85%		
CDI	1,02%	10,00%	11,49%	31,74%		

Ref:31/10/2022

Cenário Macro Global

O mercado de trabalho nos EUA mostra alguma desaceleração, mas vindo de uma base ainda muito forte. Dados da indústria pioraram, e do setor imobiliário pioraram bastante e rapidamente. Mas inflação cede muito devagar, e resta a incógnita da tendência do preço do petróleo no momento em que a economia chinesa estiver funcionando sem limitações e que o governo dos EUA para de vender reservas estratégicas.



Ainda nos parece pouco provável uma mudança de postura do FED no curto e médio prazo. No discurso pós-FOMC, Jerome Powell deixou claro que vê os juros chegando a um patamar mais elevado do que esperava a alguns meses, e que o erro de subir demais é mais fácil de corrigir do que o de parar cedo demais.

Na China, existe uma grande expectativa pela reabertura plena da economia, mas isto nos parece um “evento” só para algo entre o 1T23 e o 2T23. Além disto, deveremos ver uma melhora de curto prazo neste momento, mas os problemas estruturais vão continuar lá e devem limitar bastante o crescimento econômico a médio e longo prazo.

Finalmente, ao longo do tempo é bem provável que os juros mais altos e menor liquidez resultem em eventos de crédito em empresas e países.

Cenário Macro Brasil

Dados de atividade de maneira geral mostram desaceleração. Os números de inflação vinham levemente melhores do que o esperado, mas temos dúvida se esta tendência seguirá, nas últimas semanas já vimos preço de combustíveis voltando a subir mesmo com a Petrobrás segurando os preços na refinaria.

Mas sem dúvida a grande pergunta hoje é qual será a postura do governo eleito em relação à economia, à política fiscal e às empresas estatais.

Grande parte do mercado parece acreditar numa postura “pragmática” do lado fiscal, buscando justificar isto pela presença de Geraldo Alckmin como vice-presidente e supostas conversas com economistas de centro como Pérsio Arida e com o ex-ministro da economia Henrique Meirelles.

Visão de Mercado

Outubro foi marcado por uma recuperação de preços que nos parece “técnica”, e que é natural em um longo ciclo de baixa e de ajuste de preços relativos. Continuamos a acreditar que este ajuste não está terminado, a correção de rota dos bancos centrais ainda vai produzir efeito nos preços dos ativos de risco e na economia real ao longo do final de 2022 e boa parte de 2023.

O Brasil teoricamente está “bem-posicionado”, dado que o Banco Central já completou a correção de rota da política monetária, e por ter ativos que parecem muito baratos à primeira vista.

Mas nossa visão é um pouco mais cética e cautelosa do que parece ser o consenso:

- Primeiro, em relação a “quão barata” está a bolsa, para nós temos várias “bolsas” com *valuations* bem diferentes. Algo como 25% das empresas parecem realmente baratas, mesmo que o cenário macro para frente seja mais difícil. No resto temos dois grupos, empresas que parecem talvez baratas, mas que dependendo do cenário não entregarão bom retorno, e muitas outras que nos parecem caras mesmo tendo algumas destas já sofrido muito nos últimos meses e anos.

O que faz a bolsa como um todo parecer barata por múltiplo de Preço/Lucro, algo muito comentado por todos, são poucos setores ligados a commodities e o setor bancário.

Resta saber se em um mundo caminhando para uma recessão, e algumas destas empresas sob controle de um governo claramente mais intervencionista, estes múltiplos continuaram tão baixos, ou se não veremos ajuste significativo para baixo nas projeções.

No setor bancário chama a atenção o volume de crédito renegociado em alguns bancos e o volume de crédito de maneira geral na economia, considerando não somente o crédito bancário, mas instrumentos de mercado de capitais e fundos de crédito. A quantidade de novos “entrantes” no negócio, que crescem agressivamente, também é algo a se monitorar.

Dado o custo de crédito no Brasil e o *duration* normalmente mais curto, o nível de comprometimento de renda das pessoas atinge níveis muito altos. Além disto, nos últimos anos já se utilizou de muitos artifícios para expandir a base de crédito. Caso anedótico, mas bem relevante, é o do crédito consignado. Começaram com um limite de comprometimento da renda de 25%, hoje já estamos em 45% e agora estão querendo fazer crédito de benefícios como o Auxílio Brasil.

- Do lado político acreditamos que o consenso do mercado tem uma visão excessivamente otimista a respeito do papel do congresso como contraponto ao novo executivo. Acreditamos sim que será uma relação diferente e mais difícil e complexa que nos primeiros mandatos do Lula, mas por outro lado o mercado menospreza o quão facilmente um congressista eleito muda de lado.

Sobre o suposto pragmatismo na agenda econômica, nos parece mais uma projeção (no sentido freudiano) dos investidores do que algo que se possa basear em fatos claros e concretos. Não existe uma comunicação clara até agora, nem a indicação de uma liderança clara do lado econômico. O que temos de concreto até agora é o desejo de se aprovar uma PEC com algo como R\$175bi de despesas fora do teto, algo claramente negativo.

Também achamos que o mercado superestima o quanto o Lula acertou do lado econômico nos seus primeiros mandatos. Tivemos sim uma agenda positiva nos primeiros dois anos (2003-2004), como a aprovação da lei que deixou clara a alienação fiduciária no caso de imóveis financiados. Mas ainda no primeiro mandato o então ministro da fazenda, Palocci, propôs a Lula uma lei que estabelecia um limite para o crescimento dos gastos, e foi vencido por Dilma Roussef na discussão interna do governo.

O governo já vinha gerando superávits primários em 2002, último ano do governo FHC, Lula não teve tanto trabalho, e aí apareceu a China crescendo 10% ao ano, o que tornou tudo muito mais fácil.

A realidade hoje é muito diferente, a correção de rota do lado fiscal vai exigir muito mais esforço. Do lado de crescimento econômico (e crescimento de arrecadação, que foi o que sustentou os resultados fiscais no governo Lula) o caminho é muito mais difícil. O mundo vai atrapalhar ao invés de ajudar. E aqui, temos uma população bem mais velha que no começo do primeiro mandato de Lula (8 anos maior em termos de idade média), e a simples absorção de mão de obra excedente não deve ser um catalizador de crescimento relevante. Precisamos de produtividade e de infraestrutura, que são dois fatores difíceis de se implementar e que leva tempo.

Observando quem está envolvido com a transição e com quem Lula tem mantido interlocução, são pouquíssimas as pessoas qualificadas, com boa visão e capacidade técnica ao redor do governo eleito, e muita gente com uma agenda atrasada e ruim. Não parece o mais provável que as coisas terminem muito bem, e o desafio no contexto atual é muito grande.

Dito isto, continuamos atuando de maneira cuidadosa nos portfólios, evitando tudo que dependa de forte crescimento econômico e/ou de renda, e/ou de melhora forte no custo de capital/dívida. E focando na ponta da compra em ativos realmente resilientes a *valuations* razoáveis.

Estratégias 3R Genus Hedge FIM

Estratégia Long & Short: Durante o mês, tivemos 7 pares e 1 *basket*; 6 ganhadores e 2 perdedores. A estratégia como um todo foi vencedora 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, o destaque negativo foi em um par intrassetorial em *Metals and Mining*.

Estratégia Direcional: A estratégia como um todo foi perdedora no mês. Na ponta ganhadora, os destaques positivos foram em opções de compra de PETR4, e 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