

Carta do Gestor – 1T23

“Duas coisas são infinitas: o universo e a estupidez humana; e não tenho certeza sobre o universo”

Albert Einstein

O Mercado no 1T23

Nos últimos trimestres os bancos centrais das principais economias globais promoveram um forte ajuste monetário para combater a persistente inflação. O 1T23 foi marcado pelas consequências dessas políticas. Nos EUA vimos a quebra do Silicon Valley Bank (SVB), provocada pelo descompasso entre ativos e passivos do banco (*ALM – Asset Liability Management*). O evento não teria maiores consequências se ficasse restrito a uma única entidade bancária. No entanto, à medida que a bancarrota do SVB ganhou notoriedade, investidores e os clientes de bancos regionais americanos ficaram com receio de que a crise se alastrasse para outros bancos. Temendo uma corrida bancária e a escalada da situação, o Fed (banco central americano) se apressou em garantir os depósitos dos clientes do SVB. Esse foi a maior intervenção direta do Fed desde a crise bancária de 2008 e ainda estamos por ver quais serão os desdobramentos da medida, cujos críticos apontam, sobretudo, o *moral hazard*. Ainda mais profundo, com a nova política o Fed está na prática afirmando ao mercado que não existe mais limite nos depósitos que serão garantidos pelas autoridades americanas.

Na Europa vimos algo semelhante, com o colapso do centenário banco suíço Credit Suisse. É verdade que este estava em crise fazia anos, fruto dos equívocos gerenciais de sucessivas administrações. Mas foi em março que ficou claro que a situação era insustentável e após uma negociação intermediada pelo Swiss National Bank (o banco central suíço) o banco UBS acabou por “adquirir” o CS (com todas as características de um típico *shotgun wedding*)¹.

O receio com uma eventual crise bancária coloca em dúvida os próximos passos da política monetária, especialmente, a americana. Em função da persistência da inflação, a expectativa era de manutenção do aperto monetário pelo Fed. No entanto, a quebra do SVB implicou na injeção de grande liquidez por parte do banco central, conflitando com a política que era adotada até então. Além disso, o temor de que novas instituições bancárias venham enfrentar dificuldades pode afetar significativamente a atividade econômica, o que levaria o Fed adotar uma conduta mais acomodatória.

Na China, a atividade econômica retoma a normalidade após o pico da pandemia ter ficado para trás. Isso tem contribuído para a sustentação do preço de algumas commodities, sobretudo as metálicas. Por outro lado, o embate diplomático, político e econômico entre chineses e americanos evolui, o que nos faz crer que estamos nos primeiros capítulos de uma nova Guerra Fria².

¹ https://en.wikipedia.org/wiki/Shotgun_wedding

² <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-10/niall-ferguson-on-what-the-new-cold-war-means-for-the-global-economy#xj4y7vzkg>

No Brasil, a tônica do trimestre foi a decepção e a desconfiança. Após o segundo turno da eleição do ano passado, os investidores, acometidos de injustificável amnésia, pois pareciam não se lembrar dos disparates proferidos ao longo da campanha pelo então candidato que acabou se tornando vitorioso, mostrou alguma animação com o governo vindouro. Assim, nas primeiras semanas que se seguiram à eleição, os ativos apresentaram desempenhos positivos, com a expectativa que Lula 3 se assemelhasse a Lula 1, quando, até certo ponto, houve alguma responsabilidade fiscal.

Mas, pouco tempo depois, houve um choque de realidade, não apenas pelo discurso carregado de populismo do recém-eleito, como pela aprovação da PEC da Transição, que autorizou um aumento de gastos, colocando em dúvida a sustentabilidade da dívida pública. Desde a posse, o mercado aguarda a proposta do novo arcabouço fiscal, que foi apresentado no final de março, mas decepcionou, pois promete a melhora do resultado primário, mas as contas do governo não parecem fazer muito sentido. A conclusão dos analistas é que o governo federal precisará promover um brutal aumento de carga tributária para alcançar os resultados prometidos³. Isso é bastante alarmante, pois a carga tributária no Brasil já é muito elevada (acima de 30% do PIB)⁴, ainda mais quando leva-se em consideração a má qualidade dos serviços oferecidos pelo poder público. Além disso, a majoração de tributos tende a frear o crescimento econômico, algo grave quando a expectativa de expansão do PIB já é muito modesta.

Como agravante, a conta do novo arcabouço fiscal parece não fechar, uma vez que é improvável entregar o objetivo de resultado primário com os parâmetros propostos pelo Ministério da Fazenda⁵.

Se as questões fiscais não bastassem para minar a confiança do investidor, houve uma politização, por parte do governo, da condução da política monetária, com Lula, e demais membros do gabinete, além dos filiados do partido do presidente, atacando a taxa de juros praticados pelo Banco Central. De forma populista, o governo afirma que não há justificativa para o nível de juros reais vigentes no Brasil, mas se “esquece” do nosso endividamento, bastante superior ao dos demais países emergentes. Seja por ignorância ou opção, os detratores da independência do BC não mencionam que os juros de longo prazo possuem maior influência na atividade econômica, sobre os quais a autoridade monetária tem menor ingerência. Ao contrário, ao adotar a postura crítica e tentar forçar a redução da taxa Selic (juros de curto prazo) o efeito é adverso, pois aumenta a desconfiança do mercado e provoca a alta dos juros de longo prazo, inibindo o investimento e avanço da atividade econômica. No final, fica a sensação de que Lula prepara um *hedge*, preparando uma justificativa caso seu “plano” econômico não obtenha êxito.

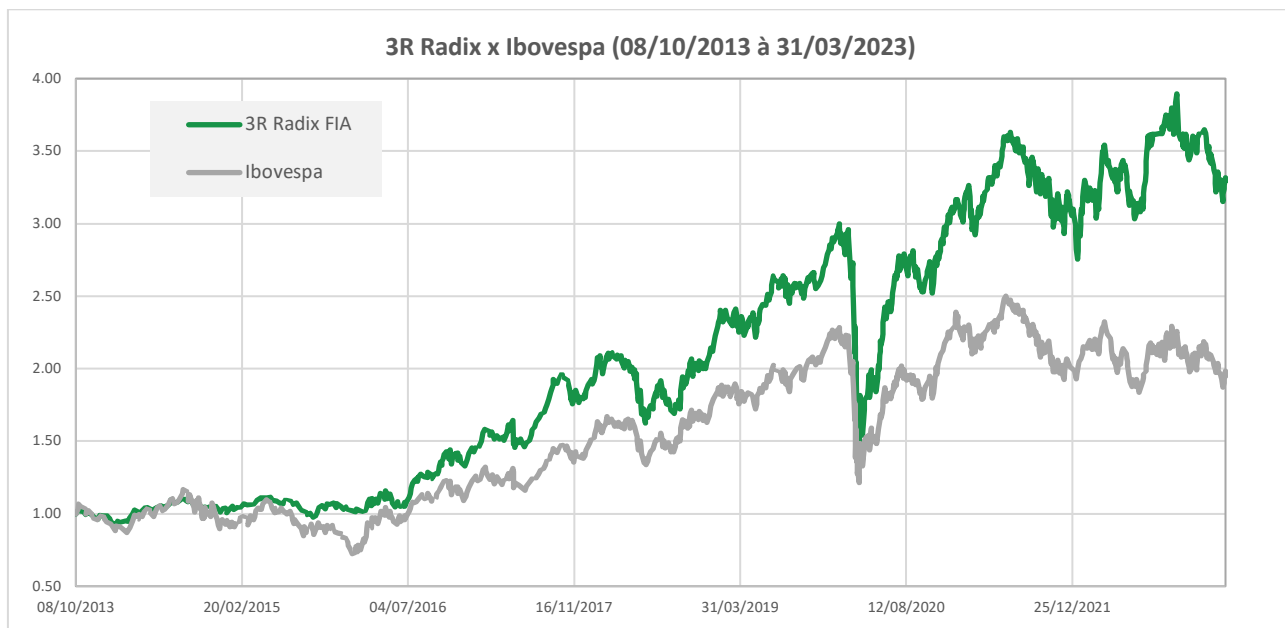
Atribuição de Performance 1T23

No 1T23 o 3R Radix FIA obteve uma performance de -9,09%, enquanto o Ibovespa rendeu -7,16%.

³ <https://braziljournal.com/como-quanto-onde-as-grandes-perguntas-sobre-o-arcabouco-fiscal/>

⁴ <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/noticias/carga-tributaria-bruta-do-governo-geral-chega-a-33-90-do-pib-em-2021>

⁵ <https://braziljournal.com/regra-fiscal-uma-avaliacao-preliminar/>

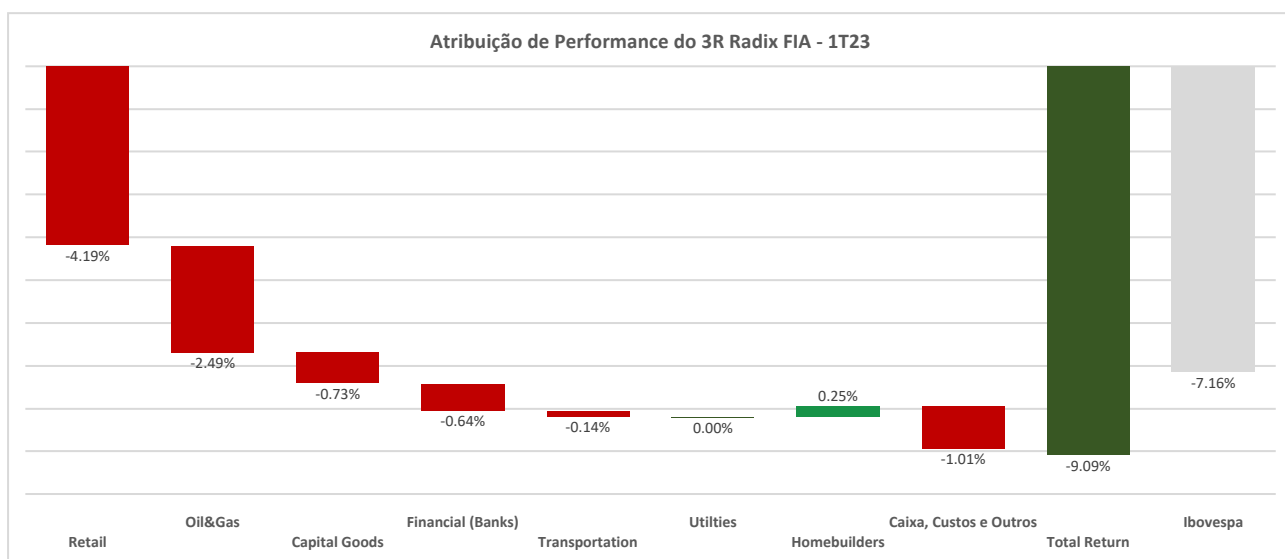


Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg

	1 Ano	2 Anos	3 anos	4 anos	5 Anos	6 Anos	7 Anos	8 Anos	Desde Início
3R Radix FIA	-5.54%	3.33%	98.05%	41.53%	56.43%	115.51%	202.27%	206.37%	229.25%
Ibovespa	-15.10%	-12.65%	39.53%	6.78%	19.35%	56.78%	103.54%	99.18%	94.76%

Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg

No período, a maiores contribuições negativas para a performance do 3R Radix FIA foram International Meal Company (IMC) e 3R Petroleum.



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg

IMC

A IMC é uma operadora de restaurantes no Brasil, Caribe e EUA. No Brasil é master franqueada de Pizza Hut e KFC, além de ser proprietária de Frango Assado. Nos EUA é master franqueada de Margaritaville. No total a companhia opera com 16 marcas em 4 países e possui 306 lojas próprias. Incluindo as lojas franqueadas, o sistema IMC atinge um total de 559 restaurantes.

O grande número de marcas e a atuação em múltiplas geografias trazem considerável complexidade para a operação da companhia. Assim, um dos objetivos da administração da IMC é a redução dessa complexidade, promovendo um enxugamento do número de marcas no portfólio da companhia e a redução do número de países em que opera. Paralelamente, a companhia foca na abertura de novas lojas de KFC, Pizza Hut e Frango Assado no Brasil, além de Margaritaville nos EUA, marcas que possuem o maior potencial de crescimento.

A pandemia foi um obstáculo relevante para a administração colocar o planejamento em prática, uma vez que o negócio de restaurante foi os um dos mais afetados pelas medidas impostas de distanciamento social, que determinaram o fechamento da maioria das lojas por vários meses. Assim, durante esse período, a administração focou na preservação de caixa e em formas alternativas de atender o cliente (e gerar receita), incrementando o *delivery*. Essa situação acabou por atrasar o plano original da companhia.

Mas, o ano de de 2022 foi marcado pela retomada do caminho desejado pela administração, com a abertura de novas lojas KFC, Pizza Hut e Margaritaville. Além disso, no segundo semestre a IMC anunciou a venda das operações no Panamá, o que contribuiu para a redução da complexidade operacional. Essa venda também proporcionou uma importante redução no endividamento da companhia, contraindo para menos da metade do nível anterior à alienação das operações panamenhas. A menor alavancagem permitiu a renegociação de R\$ 200 milhões de dívida cara por taxas mais baratas. Ambas medidas são importantes geradoras de valor para o acionista.

Dois pontos mostram o potencial de crescimento da IMC. Em apresentações para investidores o *management* da empresa recorrentemente salienta que a categoria de frango (especialidade da bandeira KFC) possui penetração muito baixa no Brasil, especialmente quando comparada com a categoria hambúrguer, em relação a outros países em que a marca já opera. Além disso, no pós pandemia se observa que as redes de restaurantes tomam participação de mercado daqueles que são independentes (ou familiares). Assim, existe um potencial crescimento da IMC no Brasil mesmo diante de ambiente macro desafiador.

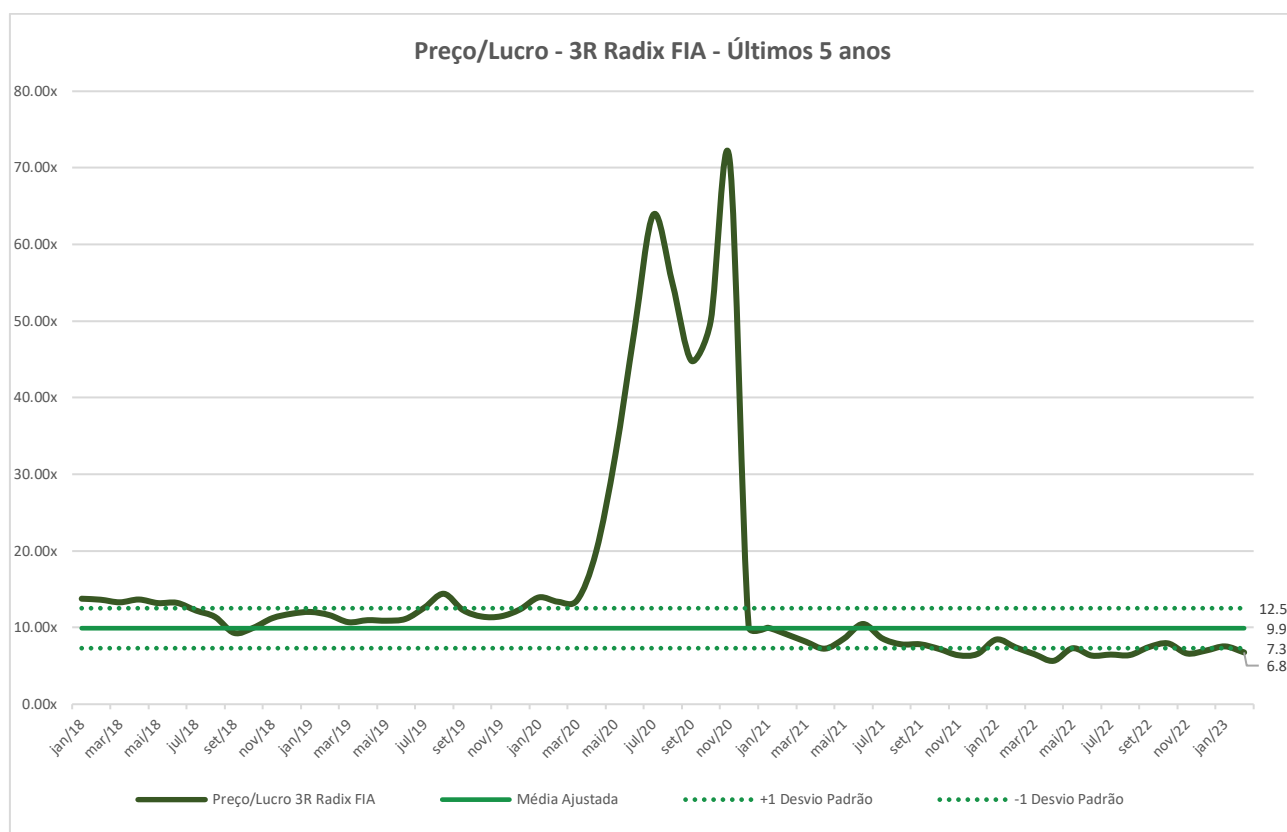
Os resultados entregues recentemente pela IMC foram bem positivos, mostrando crescimento de receita e rentabilidade. Além disso, na apresentação de resultados do 4T22, o *management* informou que o desempenho das lojas em janeiro e fevereiro de 2023 foi bastante robusto, superando a nossa expectativa.

O ambiente econômico é bastante desafiador e tem pesado no desempenho das empresas do setor de varejo, o que, de certa forma, parece ter alguma lógica, uma vez que há expectativa de contração da renda das famílias e as altas taxas de juros afetam o poder de compra do consumidor. Mas, ao contrário das varejistas, a IMC apresentou melhora nos resultados e possui um grande potencial de crescimento. A forte correção apresentada no trimestre mostra desalinhamento com os fundamentos e continuamos confiantes na tese de investimentos.

Expectativa para o Investimento em Ações

Na carta do trimestre anterior discorremos sobre a atratividade do investimento em ações, mesmo num ambiente de incertezas como o brasileiro⁶. Conforme comentamos na abertura da carta atual, a conjuntura se agravou, tendo em vista as dúvidas na condução da política econômica pelo novo governo. No entanto, nossa avaliação é que a conjuntura atual nos oferece muitas oportunidades de investimento, com retornos potenciais historicamente altos.

Para tornar tangível ao leitor a afirmação acima, segue abaixo um gráfico contendo o múltiplo Preço/Lucro do 3R Radix FIA dos últimos 5 anos. Como é possível perceber, atualmente o fundo está precificado no mais baixo múltiplo do período.



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg

Vale, entretanto, destacar que o período da pandemia distorceu muito os números, como pode ser constatado no pico mostrado no gráfico. Dessa forma, para calcularmos a média e o desvio padrão dos

⁶ https://3r-invest.com.br/arquivos/cartas-do-gestor/2022-radix/3R_Radix_FIA-Carta_do_Gestor-Dezembro_2022.pdf

últimos 5 anos desconsideramos o período em questão (entre abril/20 e jan/21). O ajuste deixou a análise mais conservadora, pois sem essa a média do Preço/Lucro ficaria maior, o que induziria, de forma errônea, o leitor a concluir que o nível atual de *valuation* da carteira do fundo estaria ainda mais descontado em relação à média.

A média ajustada do múltiplo Preço/Lucro dos últimos 5 anos do Radix é de 10,6x e atualmente está em 6,5x, abaixo de um desvio padrão (7,5x), o que comprava o nível descontado de *valuation* das empresas que compõem a carteira do fundo. Dessa forma, seguimos muito convictos que os casos de investimentos que atualmente compõem a carteira do fundo tem um grande potencial de entregar retornos expressivos nos próximos anos.

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.