

Carta do Gestor – Dezembro 2021

Prezado Investidor,

Segue abaixo a Carta do Gestor do 3R Radix FIA, na qual discorreremos sobre o comportamento do mercado, bem como expomos o desempenho do fundo e a atribuição de performance desse no 4º Trimestre de 2021.

O Mercado no 4T21

No 4º trimestre de 2021 vimos a continuidade da correção do mercado brasileiro iniciada no trimestre anterior. Apesar de pontos de preocupação vindos do exterior, o que mais pesou no mau desempenho foram fatores relacionadas à dinâmica local.

O tema que mais influenciou o mercado foi a aprovação da Emenda Constitucional 113, que ao longo de sua tramitação ficou popularmente conhecida como PEC dos Precatórios. Devido a um alto volume de vencimento de precatórios no ano de 2022, e como essa é tratada como despesa primária, o executivo federal propôs uma emenda à constituição para postergar os pagamentos de tal forma que o teto dos gastos fosse respeitado. No entanto, o governo aproveitou a peça legislativa para a abertura de espaço fiscal extra destinado para financiar o pagamento do Auxílio Brasil, que não apenas substituiu o Bolsa Família, como aumentava o benefício pago às famílias de baixa renda.

Mas, a maneira encontrada para a abertura do espaço fiscal foi um tanto heterodoxa, para dizer o mínimo. A PEC alterava o período de correção do teto de gastos, que se dava pelo IPCA acumulado em 12 meses até junho do ano anterior, passando a ser corrigida pela inflação de janeiro a dezembro. O deslocamento da janela de mensuração do indexador do teto abriu R\$ 39 bilhões de espaço fiscal, uma vez que a inflação de 12 meses apurada em dezembro/21 seria maior do que apurada em junho/21. Dessa forma, foram “encontrados” os valores necessários para financiar o Auxílio Brasil.

A forma como a constituição foi emendada trouxe desconfiança. Em primeiro lugar, o governo, e a base desse no legislativo, deixou bastante claro que a mudança de indexação do teto objetivava exclusivamente o aumento dos gastos correntes, faltando requisitos técnicos que a justificasse. Em segundo lugar, qualquer mudança no teto dos gastos seria encarada de forma negativa pelos investidores (ainda mais quando essa foi classificada como “furo” pelos economistas que possuem o mínimo compromisso com a disciplina fiscal). O teto, quando aprovado no governo Temer, foi muito bem recebido pelo mercado, pois não apenas estabelecia uma âncora fiscal, como abria prazo para o governo propor e aprovar as reformas necessárias para conter o crescimento do gasto primário. Portanto, mudanças nesse dispositivo causaram

justificada reação no mercado, ainda mais quando é levado em consideração o longo histórico brasileiro de descontrole das contas públicas.

Após dois anos de severas dificuldades impostas pela pandemia, é inegável que a população mais carente encontra-se em situação quase calamitosa. No entanto, a criação de novas despesas a serem suportadas pelo Tesouro foram reputadas como populismo, dando a impressão de que a verdadeira preocupação do governo é com as eleições em outubro e não com o bem-estar dos mais carentes. O Brasil conhece, como ninguém, os nefastos impactos do populismo nas contas públicas e na inflação. Infelizmente, parece que o trauma é menor para os *policy makers* do que para aqueles que de fato sofrem com o descontrole de preços.

Mais do que preocupação, o sentimento dominante é o de frustração. Entramos no último ano do mandato do Presidente Bolsonaro, o qual foi eleito com um discurso reformista alicerçado nos ideais liberais de Paulo Guedes (cujo prestígio encontra-se em baixa tanto no Palácio do Planalto como na Faria Lima), com a percepção de que os resultados entregues estão muito aquém das expectativas. Há uma urgente demanda pelo conserto das contas públicas com o objetivo de se conter a escalada da dívida como proporção do PIB, que está muito acima da praticada por países comparáveis ao Brasil.

Se não bastassem as questões acima relatadas, outros desafios afloraram em profusão, no campo econômico no último trimestre de 2021. A inflação persistiu alta e o Banco Central parece estar “atrás da curva”, ou seja, atrasado em adotar medidas de restrição monetária para conter a carestia. Depois de mostrar certa letargia em reagir ao aumento de generalizado de preços, a autoridade monetária, desde o início do ciclo de alta de juros, aumentou a taxa Selic em 7,25 pontos percentuais, a qual terminou o ano em 9,25% aa. Além disso, a atividade econômica, a produção industrial e as vendas do varejo decepcionaram, apresentando números inferiores à expectativa de mercado.

Mais do que insensível, o presidente se mostra totalmente alheio às questões fiscais, o que aumenta a percepção de risco e afasta os investidores dos ativos de maior volatilidade e *duration*.

Como agravante, com a subida da taxa Selic, houve uma relevante migração de recursos investidos na renda variável para renda fixa. Diante do grande volume de resgates, os gestores dos fundos multimercados e de ações, não tendo alternativa, se viram obrigados a vender os ativos de suas carteiras pelo preço de tela, amplificando o movimento de queda nas ações.

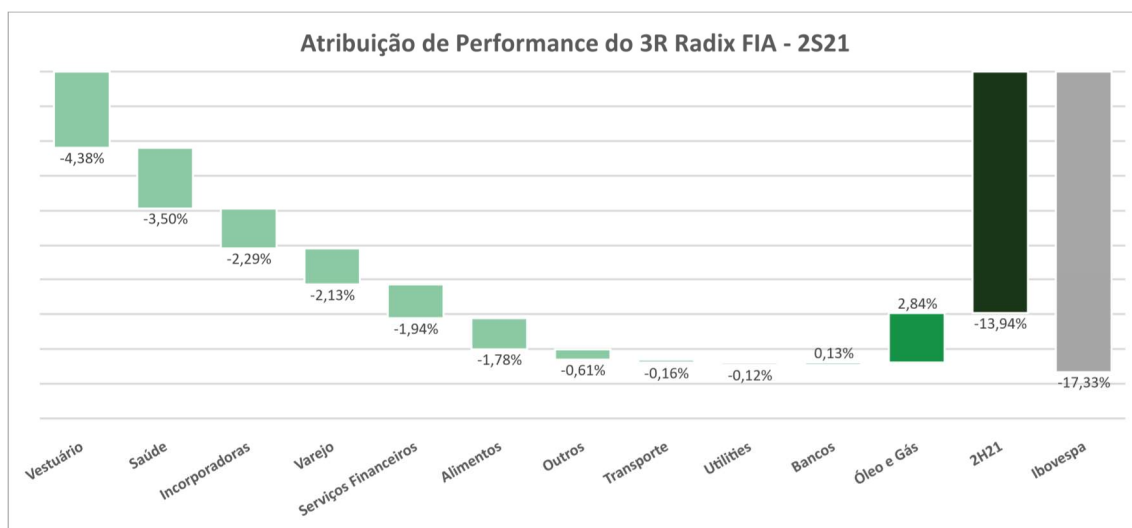
Dado o exposto, é inegável que há vários desafios e riscos pela frente. Apesar disto, sob a ótica pela qual analisamos as empresas, a da margem de segurança (diferença entre preço e valor), acreditamos que o momento atual, após um significativo ajuste nos preços das ações listadas em bolsa, temos algumas oportunidades bastante atraentes, como há algum tempo não víamos.

No atual cenário, o mercado projeta uma profunda deterioração das condições econômicas. Tal visão também acomete as empresas da carteira do 3R Radix FIA, cujos preços encontram-se injustificadamente deprimidos, tornando a margem de segurança substancial e, simultaneamente, aumentando o retorno potencial. Mais importante, continuamos confiantes

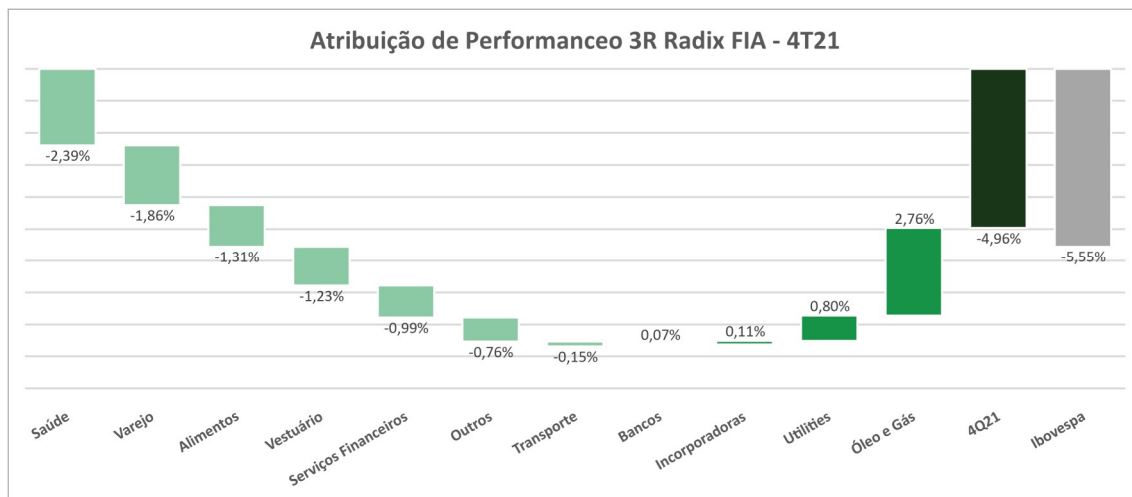
que as empresas investidas seguem no rumo correto e que no futuro próximo entregarão os consistentes resultados esperados. Nesse contexto, estamos aumentando exposição em algumas empresas da carteira, com a devida parcimônia que o processo de investimentos demanda.

3R Radix FIA: Desempenho do Fundo e Atribuição de Performance no 2S21 e 4T21

No 2º semestre de 2021 o 3R Radix FIA entregou uma performance de -13,94%, contra um resultado de -17,33% do Ibovespa.



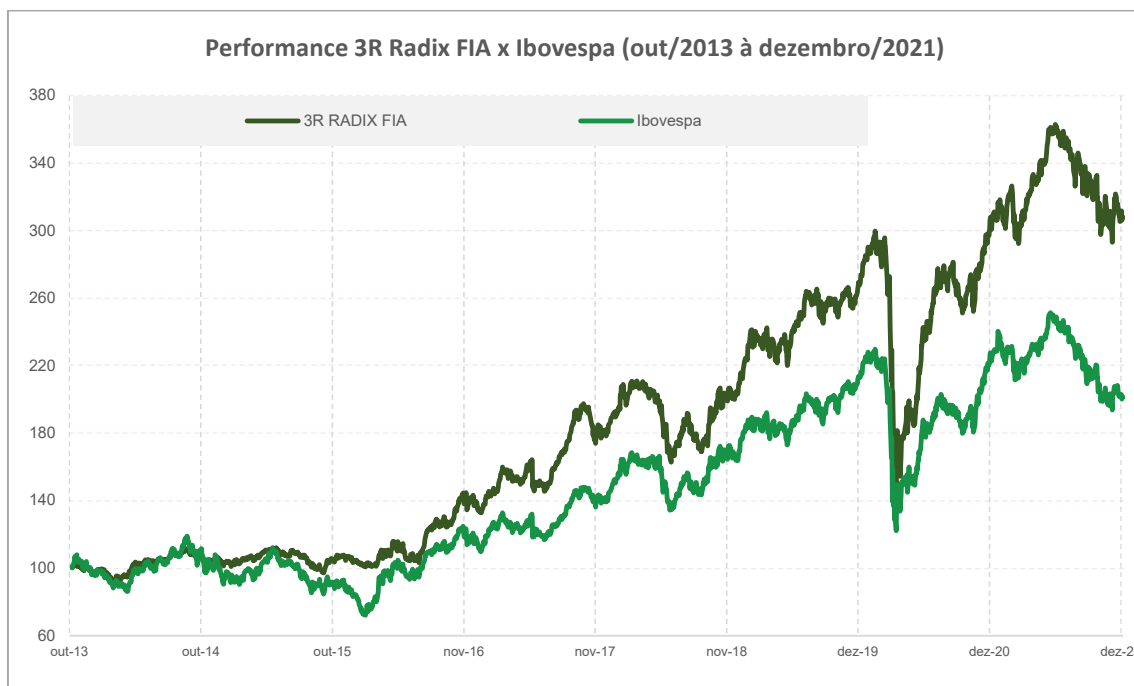
No 4º trimestre de 2021 o 3R Radix FIA obteve um retorno de -4,96%, contra uma rentabilidade de -5,55% do Ibovespa



Como pode ser visto nos gráficos acima, os setores que mais contribuíram negativamente para a performance do fundo no 4T21 e no 2S21 foram aqueles relacionados ao consumo. A desafiadora conjuntura macro atual, conforme discorreremos na seção anterior, afeta de forma considerável alguns dos vetores do crescimento dos setores de consumo. A alta de juros torna o crédito mais caro para as famílias, desestimulando as compras. Agravando a situação, a renda é afetada pela atividade econômica mais fraca e menor poder de compra decorrente da alta da inflação. Além disso, nesse segmento as margens são mais modestas, o que torna o lucro mais vulnerável, sujeito a uma diminuição mais expressiva, dada a desalavancagem operacional.

Por outro lado, a maior contribuição positiva trimestral e semestral foi dada pelo segmento de óleo e gás (exploração de petróleo). Os preços das empresas desse setor estavam (e ainda estão) muito deprimidos, com múltiplos historicamente baixos. Assim, qualquer notícia marginal minimamente positiva acaba sendo um gatilho para uma rápida reprecificação.

Nos últimos anos, a pressão de iniciativas ESG (sigla em inglês para a preocupação dos investidores, sociedade e governos para temas sensíveis às questões relacionadas ao meio-ambiente, governança e social), objetivando conter a emissão de carbono na atmosfera, desestimulou o investimento em produção marginal de óleo. Tal situação deixou a relação entre oferta e demanda muito justa, resultando em uma expressiva alta do petróleo desde o fim das restrições de mobilidade impostas pela pandemia. Esse movimento se intensificou nos últimos meses, contribuindo para a boa performance das ações do setor.



Performance 3R Radix FIA x Ibovespa

	Trimestre	No ano	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses	60 meses	Desde Início
3R Radix FIA	-4,96%	0,19%	0,19%	8,94%	47,15%	63,22%	123,36%	235,16%
Ibovespa	-5,55%	-11,93%	-11,93%	-9,36%	19,27%	37,20%	74,04%	127,15%

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos