



3R Genus Hedge FIM + 3R RE FIA

Carta do Gestor –2S2021

Prezado Investidor,

Como comentamos na carta de junho/2021, no final de cada semestre calendário faremos uma carta “conjunta” abordando a performance e posicionamento dos fundos 3R Genus Hedge (GH) e do nosso *long-biased* 3R RE FIA (RE). Os dois produtos seguem o mesmo racional e visão estratégica, sendo que no RE temos posições bem maiores, exposição bruta bem mais alta, exposição líquida neutra de 60% em bolsa, e horizonte de investimento mais longo, o que o torna o produto de maior risco da gestora. Manteremos nos demais meses a carta mensal do GH, que é o produto com benchmark CDI, menor risco e visão mais de curto prazo.

O 3R RE FIA (RE) rendeu -3,0% no semestre, comparados à -17,6% do Ibovespa. No ano fechou com +28,6%, comparados a -11,9% do Ibovespa. O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu 0,09% em dezembro (+12,3% do CDI). No ano, a performance acumulada foi de +6,39% (+145,4% do CDI).

Os ativos de risco globais tiveram desempenho positivo em dezembro. As preocupações com as consequências na economia e no lucro das empresas da variante Ômicron do coronavírus se dissiparam, apesar de alta de casos ao redor do mundo. Na China tivemos sinalizações do governo de estímulos para a atividade econômica e setor imobiliário.

As incertezas em relação a quão “transitória é a inflação”, e com que velocidade os bancos centrais terão que reduzir os estímulos continuam no ar, mas os mercados acionários ao redor do mundo preferiram relevar esta preocupação em dezembro, ou assumir uma expectativa mais benigna do processo.

Aqui no Brasil tivemos uma leve recuperação técnica, depois de 5 meses seguidos de queda do Ibovespa. As incertezas fiscais continuam muito presentes, e o BC sinaliza que vai ser mais agressivo na alta para “ancorar expectativas”. Os fundos locais continuaram a sofrer com resgates, mas com o estrangeiro na compra e um momento técnico de curto prazo que “pedia” uma recuperação, a bolsa fechou positiva e juros longos em queda.

Apesar das idas e vindas em relação à pandemia e a retirada de estímulos monetários, foi um semestre bem positivo para bolsas de países desenvolvidos. China sofreu com a mudança de postura do governo em relação a ao setor de tecnologia e com a crise de crédito de empresas do setor imobiliário.

No Brasil, o semestre foi bem difícil, contrariando expectativas positivas para o momento de reabertura da economia. A fragilidade fiscal ficou mais evidente, e o BC foi obrigado a começar a corrigir erros de política monetária, dada a forte e persistente alta da inflação.

Com uma quantidade impressionante de oferta de ações (IPO's e follow on's), em grande parte com *valuations* sem sentido e/ou de empresas ruins, com muito investidor que tomou decisões



3R Genus Hedge FIM + 3R RE FIA

nos últimos 12 a 18 meses que nos pareciam muito pouco racionais e muito baseadas na perspectiva de que os juros artificialmente baixos durariam por muito tempo, o resultado não foi bom.

Parte do mercado também acreditava que durante a crise formou-se uma poupança (recursos que deixaram de ir ao consumo naquele momento) e que seria gasta no momento de reabertura, tese que não se comprovou na prática.

A recuperação da atividade econômica perdeu força, e ainda não vimos todos os efeitos dos juros mais altos. Os próximos meses serão muito difíceis, e como já comentamos anteriormente, dado o alto endividamento (e situação fiscal de maneira geral muito frágil) e grande pobreza na população de maneira geral, ficamos numa situação que convida para decisões de má qualidade do lado da política econômica.

Do lado das empresas, esperamos ainda muitas revisões negativas nas projeções de lucro do mercado. Crescimento econômico pior, juros mais altos, competição crescente, além de projeções excessivamente otimistas que prevaleciam até pouco tempo atrás, são os catalizadores para tal revisão para baixo. Com o crescimento global desacelerando também, o cenário fica ainda mais desafiador.

Neste contexto, não nos parece claro que a bolsa esteja “barata” como um todo. O múltiplo de 7,0 x PE que muitos citam para exemplificar que a bolsa está barata não nos parece real, seja porque lucros têm que ser revisados para baixo, seja porque é distorcido por lucros conjuntamente mais altos em alguns setores cíclicos.

Existem sim ativos baratos mesmo que o cenário para frente seja pior do que o projetado. Mas também têm muitos ativos ainda caros, mesmo já tendo caído 40%, 50% ou mais.

No lado macro vemos a situação como muito frágil, mais do que o consenso parece acreditar, o que para nós coloca o país numa situação que pode sim levar a decisões macroeconômicas adicionais ruins, e que podem surpreender negativamente ao longo de 2022. A inflação pode se mostrar mais forte que o projetado neste começo de 2022, desconfiamos que pode ocorrer muitos aumentos de preços “represados”.

E caso o equilíbrio macroeconômico seja pior, as revisões negativas de lucro podem ser mais acentuadas, e o risco a ser considerado nas taxas de desconto teriam que ser maiores.

Por outro lado, temos eleições presidenciais em outubro/novembro, que pode abrir uma janela para mudança de trajetória, com esperança de melhora, ou pode reforçar a tendência negativa. Tudo é possível, desde a eleição do candidato Lula num primeiro turno ou a vitória de um candidato de terceira via.

Por todos estes motivos, não será um ano fácil. A melhor postura é começar preparado para o pior (e para uma piora adicional), mas “abertos e atentos” para uma possível mudança de ventos dependendo do resultado eleitoral.



3R Genus Hedge FIM + 3R RE FIA

Em ambos os produtos, GH e RE, optamos por manter o nível de risco de maneira geral mais baixo, esperando por uma tendência de mercado mais clara. Continuamos focando em oportunidades de arbitragem relativa tanto intra quanto intersetorial, que são muitas, e estar preparados para um possível ajuste de preços mais relevante, seja para cima ou para baixo.

Fundo	Cota Líquida	% Ano	% 24 meses	% 36 meses	% Início
3R GENUS HEDGE	1,846698	6,39%	17,91%	37,20%	54,49%
%CDI		145,37%	246,50%	272,60%	275,73%
CDI		4,39%	7,27%	13,65%	19,76%
3R RE FIA*	2,2957228	28,64%	0,55%	81,06%	129,57%
Ibovespa		-11,93%	-9,36%	19,27%	78,85%

Ref: 31/12/2021

*O fundo teve início em Agosto/2016, e teve alteração de categoria ANBIMA e estratégia do produto em Maio/2020.

Cenário Macro Global

De maneira geral, 2021 foi um ano de recuperação da atividade econômica e do emprego. Isto ocorreu de maneira mais clara nos EUA, mais opaca na Europa dada a menor flexibilidade das economias faz com que os movimentos sejam sempre em menor magnitude, e bem menos na China, que já não tinha sofrido queda tão relevante no primeiro ano de Covid, e consequentemente recuperou menos em 2021.

O destaque na China foi a mudança de postura do governo, com uma agenda redirecionada para o que parece ser um crescimento mais sustentável, menor alavancagem da economia como um todo, pela busca de uma equidade maior de renda e riqueza, e maior controle sobre a economia e a informação de maneira geral. Alguns setores foram diretamente afetados por este ajuste de rota, como as *techs* e o setor imobiliário, mas provavelmente veremos consequências mais profundas e duradouras ao longo de 2022.

A fase “fácil” da recuperação pós-Covid ficou para trás. 2022 vai ser um ano de ajustes, retirada de estímulos monetários, e menor crescimento. Neste contexto, os pontos mais relevantes a acompanhar serão:

- ✓ **Velocidade de retirada de estímulos nos EUA, com que intensidade os juros vão subir e quando/se e em que proporção o FED poderá começar a reduzir o tamanho de seu balanço.** E mais importante que tudo isto, como os preços dos ativos vão reagir.

O comportamento da inflação por lá vai influenciar bastante nesta velocidade de ajuste. O custo da força de trabalho parece ser o fator mais difícil de prever, e que pode gerar surpresas ao longo do tempo.



3R Genus Hedge FIM + 3R RE FIA

Apesar de aparentemente o mercado já ter estes movimentos no radar, não nos parece que os ativos, como ações e imóveis, precificam o que vai acontecer. Tanto lá, como aqui, muita decisão de alocação de recursos/investimento foi tomada nos últimos anos num contexto de custo oportunidade zero e liquidez infinita, e muitas destas decisões vão se mostrar ruins, em ativos caros e/ou com perspectivas de baixo retorno;

- ✓ **Regulação das techs nos EUA.** A concentração de poder e riqueza obtido por algumas poucas empresas de tecnologia chama muito a atenção, principalmente num contexto de mundo com desigualdades crescentes. O controle de informação e dados, e capacidade de manipulação é muito alta, e acontece à mercê do Estado e da justiça. Isso não nos parece sustentável a médio e longo prazo. Ou a economia (o crescimento econômico) como um todo vai sucumbir à toda esta concentração de renda e riqueza, atingindo as big techs também, e/ou vamos ter um movimento mais incisivo do lado de regulação/controle.

O governo chinês, com a facilidade de ser uma ditadura, já escolheu o caminho para tentar corrigir isto, e o estrago em termos de preço das ações das empresas de tecnologia listadas em bolsa foi muito grande. Apesar do questionamento referente ao possível cerceamento de liberdades e intervenção em empresas, tem que se reconhecer o mérito do que foi feito, já que o objetivo é focar a população em atividades que agreguem valor/produtividade, ao invés de “ficar no TikTok” o tempo todo.

Difícil saber o que vai acontecer nos EUA. O partido democrata, hoje no poder, mantém proximidade com estas empresas, e não parece ter vontade e/ou coragem de fazer algo. Mas em algum momento isto deve se ajustar;

- ✓ **Crescimento da economia chinesa.** As consequências da crise de liquidez/alavancagem no setor imobiliário chinês na economia como um todo vão ficar mais claras em 2022. Além disto, a maior interferência do governo em setores, como o de tecnologia, deve cobrar seu preço também.

O contexto nos parece indicar um viés para surpresas negativas do lado de crescimento econômico. A crise do setor imobiliária parece profunda, e vem depois de muitos anos de crescimento muito forte. E os impactos do setor na condição fiscal de governos locais é também muito relevante.

No começo do ano é preciso ficar atento a como o governo irá lidar com a nova onda de Covid, se vai impor restrições mais estritas, o que pode afetar ainda mais a atividade econômica.

O governo por lá vem anunciando medidas de estímulos, mas que nos parecem mais cosméticas do que qualquer coisa, e vão fazer pouco efeito dado o tamanho da desaceleração pela frente;



3R Genus Hedge FIM + 3R RE FIA

- ✓ Geopolítica continua confusa, com a Rússia ameaçando invadir a Ucrânia, a China ameaçando Taiwan, e os EUA e a China ajustando sua relação. Com isto podemos ter em algum momento algum evento mais agudo, com impacto sobre a atividade. De qualquer maneira, a médio e longo prazo deveremos ter um mundo com países mais isolados, com impactos que tendem a ser negativos em crescimento e inflação.

Conclusão Macro Global: A fase de recuperação rápida pós crise e de exuberância em alguns setores da economia deve ficar para trás. Economias de maneira geral estão muito endividadas, e os muitos ativos tiveram uma alta nos seus preços que não parece fazer sentido dado o menor crescimento à frente, custo oportunidade mais alto e toda a dívida que precisa ser remunerada/paga.

Mas o que mais importa para nós, o cenário global vai passar a atrapalhar o Brasil, com menos liquidez e custo oportunidade do capital mais alto, ao invés de ajudar como nos últimos anos. Vamos precisar melhorar bastante do lado das variáveis internas para frente se quisermos ter um “crescimento decente”.

Cenário Macro Brasil

As mudanças nos últimos meses foram para pior, e não conseguimos identificar um ou mais catalizadores para uma reversão sustentável nos próximos 3 a 6 meses.

Como temos escrito mensalmente, o momento macro é muito ruim, como poucas vezes visto anteriormente. Juros subindo, inflação muito alta, atividade desacelerando, mercado de trabalho precário, e miséria muito grande. Junto a isto, um quadro institucional também deteriorado, com o poder Executivo buscando reeleger-se e pouca vontade de fazer política de verdade, legislativo de má qualidade e votando basicamente em causa própria, e ainda um Judiciário também desconectado da realidade e muito politizado.

Tudo isto continua “convidando” a decisões de má qualidade adicionais, medidas populistas que pioram a expectativa fiscal e/ou criam distorções adicionais no funcionamento da economia. Aqui temos uma visão diferente do que parece ser o consenso do mercado, de que tudo de negativo já está aí. Não estamos apostando que vai acontecer algo ruim adicional, mas não achamos tão improvável. Neste momento a agenda dos políticos difere muito da racionalidade econômica de médio e longo prazo.

Nos preocupa a dinâmica de inflação no começo de 2022, mesmo com a atividade desacelerando, acreditamos ainda ter muito aumento de preço represado.

O mercado de trabalho também já mostra perda de ímpeto na sua recuperação, e a qualidade dos empregos gerados é fraca.



3R Genus Hedge FIM + 3R RE FIA

O Banco Central deve continuar sua correção de rota, o que no curto prazo significa juros reais muito altos. E a economia real só vai sentir todos os efeitos disto ao longo do ano, até o 3T22.

O nível de endividamento das pessoas é alto, e vai sofrer com a alta do custo e provável não crescimento material da renda. Difícil antecipar, mas o mercado de crédito é foco de atenção.

A boa notícia dos últimos meses foi a volta das chuvas, o que reduziu bastante a probabilidade de falta de energia e pode acabar ajudando a reduzir a inflação mais para o final do ano.

E a agenda do ministério da economia, focada em reduzir o tamanho do estado, evolui, mesmo que em velocidade muito menor do que se esperava, com venda de ativos, novas concessões e aprovação de alguns marcos regulatórios bem positivos a longo prazo.

Conclusão Macro Local: Até pelo menos o meio do ano, o cenário do lado macro é bem negativo, deixa o país numa situação frágil ante aos possíveis choques inesperados e à mercê de decisões políticas populistas de curto prazo.

Talvez as perspectivas para inflação realmente melhorem ao longo do ano, e os gargalos logísticos e de suprimentos devem gradualmente serem resolvidos, o que ajuda no que se refere a inflação pela ótica da oferta e deve ajudar de alguma maneira a produção industrial.

Mas uma melhora substancial e sustentável vai depender do mundo político e do resultado das eleições.

Não gostamos muito de fazer cenários políticos, nosso grau de acerto tende a ser baixo. Mas precisamos ter algum cenário, e algumas hipóteses. Existe pouca informação sobre como seria o mandato de cada candidato a partir de 2023. Claramente a candidatura de terceira via é a que dá a impressão de ter vontade política e ímpeto para aprovar reformas mais profundas. A dúvida é se esta terá capacidade de articular uma base sólida no Congresso. Uma eleição da candidatura Lula, se “diluída” com um vice como Geraldo Alckmin, não deve ser mal-recebida inicialmente. O mercado financeiro tem uma pré-disposição para acreditar no melhor, e vai preferir apostar no pragmatismo e na habilidade política do Lula. Para nós a dúvida é se ele terá realmente a vontade de fazer as duras e impopulares reformas necessárias. Podemos ter uma “lua de mel” inicial, mas na sequência uma realidade dura pode se impor. A reeleição do governo atual trás menos dúvidas sobre a direção da economia de maneira geral, mas um segundo mandato historicamente tende a ser mais fraco politicamente, com dificuldade de aprovar temas difíceis no Congresso.

O mais importante é que tudo nos parece possível. Podemos ter desde uma eleição do Lula no primeiro turno caso o Bolsonaro deixe de se candidatar a presidente para buscar uma vaga no Congresso, até a eleição de uma candidatura de terceira via. Neste começo de ano não dá para traçar um cenário único com bom grau de convicção.



3R Genus Hedge FIM + 3R RE FIA

Visão de Mercado

O segundo semestre de 2021 surpreendeu a muitos de forma negativa. O otimismo com a reabertura foi superado pela: i) alta mais acelerada dos juros e da curva futura de juros; ii) piora nas perspectivas sobre o equilíbrio fiscal após as manobras do governo e sua base política para aprovar mais gastos e deixar o quadro fiscal mais incerto.

Do nosso lado, concordamos que estes fatores ajudaram sim, e foram em parte os catalizadores da piora do mercado local. **Mas as expectativas excessivamente otimistas para o impacto da reabertura na atividade como um todo, o resultado negativo das empresas, e expectativas muito irrealistas para as companhias que prevaleciam até então, não podem ser menosprezados.**

E a tendência de resultados piores do lado das empresas vai continuar por boa parte de 2022. Numa economia crescendo muito pouco, a tendência é a competição de acirrar. Como temos falado repetidamente, tem muitas empresas fazendo a mesma coisa, com pouco ou nenhum diferencial competitivo e verdadeiro. Junto a isto, os resultados do 4T21, 1T22 e 2T22 devem mostrar o impacto do novo nível de juros na despesa financeira das empresas e na sua rentabilidade.

Acreditamos que teremos muitas surpresas do lado corporativo, com resultados mais fracos que o que se projetava até agora há pouco. Vamos ver também como se comportam os gestores/fundadores das empresas, em um novo momento em que as cotações das ações estejam em baixa, tendo que explicar resultados piores e/ou crescimentos mais baixos (ou bem mais baixos), e sem ter a ação como instrumento para M&A ou atração/retenção de pessoas.

Não foram só os investidores pessoas física que tomaram decisões ruins de investimento na ilusão do custo oportunidade “quase zero” por muito tempo. Muitas empresas fizeram M&As caros, de negócios aparentemente ruins e/ou sem sinergia com o que faziam originalmente.

Muitas destas empresas tem abusado no foco em informações gerenciais não auditadas. Vamos ver o mercado questionar mais estes dados e não descartamos surpresas negativas. Mesmo empresas mais estruturadas e tradicionais “entraram na moda”.

Apesar de nossa visão bem mais cética que o consenso do mercado, e como consequência uma postura mais cautelosa pelo menos para a primeira metade do ano, não nos parece claro se será um ano de bolsa com performance negativa ou positiva.

Nosso foco está muito longe do que acontece com o Ibovespa, mas para deixar mais clara nossa visão é importante ressaltar que alguns dos setores que mais pesam na composição do índice tem dinâmica que pode se descolar do que acontece com a atividade econômica local e/ou dos setores mais ligados à demanda local.

Nossas expectativas para as várias “bolsas” dentro do Ibovespa:



3R Genus Hedge FIM + 3R RE FIA

- ✓ Os grandes **bancos**: O foco em 2022 é qualidade da carteira de crédito e seu crescimento. Além disto, o risco dos bancos é muito macro, se a percepção de risco do país piora é ruim para percepção de *valuation*. Dito isto, dado o excedente de provisões, o bom nível de diversificação de receitas dos bancos, e o ambiente mais difícil para as *fintechs* daqui para frente, os bancos tradicionais estão com *valuation* atraente e numa posição relativa que nos parece boa;
- ✓ **Petrobrás**: Ativo mais barato dentre as “*large caps*”. O preço do petróleo parece ter um piso na casa dos US\$ 60/barril, e pode passar boa parte do ano perto dos US\$80/barril. E se analisarmos racionalmente, considerando o quanto paga de impostos, o que paga de dividendos para o governo federal, e o quanto os governos estaduais arrecadam com *royalties* e impostos, não faz sentido mexer na política de preços. O que pode sim ser feito por um governo populista é forçar a empresa a fazer investimentos não prioritários.

Em resumo, o preço da ação está barato, com fluxo de dividendos interessantes, e está sim um pouco mais blindada do que no primeiro governo do PT. Tudo pode mudar, mas dada a alta liquidez (facilidade de ser liquidar a posição), vale o risco;

- ✓ **Commodities (mineração/siderurgia/papel e celulose)**: Nosso cenário aqui é negativo, pois acreditamos numa desaceleração relevante do crescimento da China e do mundo daqui para frente;
- ✓ **Ativos voltados para o mercado interno: Fora Bancos, o cenário é bem negativo**. Tem muita revisão de lucros para pior para acontecer, desalavancagem operacional e/ou piora de margem por competição ou maiores custos, e revisão de valores de ativos comprados nos últimos anos. Vemos também várias empresas que parecem desalavancadas mas que dado o nível de capital já comprometido para frente podem se ver em situação bem pior em alguns trimestres.

E é importante ter no radar que se a incerteza do lado macro se estender para 2023 e anos seguintes, o estrago nas empresas pode ser ainda maior.

Botton line: Nosso foco continua nas oportunidades relativas, comprados em “negócios chatos e fora de moda”, resilientes, primordialmente em consumo não discricionário, e/ou ativos que se beneficiam do fim da pandemia, e na ponta da venda em consumo discricionário, setores mais sensíveis a juros altos e nas *techs*.

Estruturalmente preparados para o pior, e preparados para uma piora adicional, mas abertos e atentos para uma possível mudança de tendência/ciclo econômico após as eleições.



3R Genus Hedge FIM + 3R RE FIA

Estratégia 3R RE FIA

Mantemos nossa visão estrutural de estar posicionado em consumo não discricionário, setores que se beneficiam da normalização pós-pandemia, via ativos que tenham verdadeiramente uma boa assimetria de valor. Adicionamos posições no setor bancário e de petróleo recentemente. Continuamos vendidos em consumo discricionário/*tech/e-commerce*, e adicionamos com uma exposição menor posição vendida em commodities e locadoras de automóveis.

Mas é importante comentar que a assimetria de valor intersetorial não é mais tão gritante quanto há 6 meses, mas ainda existem boas oportunidades.

A posição neutra direcional líquida do fundo é 60% comprado em bolsa. Ao longo de 2021 estivemos sempre perto dos 40%, dada nossa visão mais negativa como um todo, utilizando a capacidade máxima de exposição bruta vendida, que é de 80%.

Continuamos a utilizar próximo do limite da capacidade máxima vendida, mas agora estamos com o direcional líquido comprado entre 50% e 60%.

No 2S21 a grande geração de alpha foi na ponta vendida, com destaques para posições médias/grandes em MGLU3, BIDI11, CASH3, LWSA3, AMER3, ENJU3 e GFSA3. Na ponta comprada o único destaque positivo relevante foi VULC3. De maneira geral sofremos razoavelmente nas demais posições compradas.

Estratégia 3R Genus Hedge FIM

O foco ao longo do segundo semestre foi manter o nível de risco geral baixo, e buscar gerar *alpha* principalmente no *L&S*. Manteremos por ora esta abordagem, já que não nos parece clara a direção da bolsa e demais ativos de risco.

Durante todo o semestre mantivemos posição vendida em consumo discricionário (duráveis e imóveis), financiando as compras de consumo não discricionário e exportadoras. A estratégia deu resultado nos dois lados, e ainda vemos potencial de ganhos adicionais.

Quando conseguimos identificar o que nos parecia o começo do fim da moda *tech* aumentamos a exposição vendida nas *tech/fintech*. São muitas empresas ruins, sem histórico, executando estratégias que não faziam antes, com excesso de capital para pagar caro em aquisições e com baixo nível de diferencial verdadeiro num contexto de forte competição.

Até novembro a posição short tinha sido o destaque positivo, mas a partir daí sofremos bastante na ponta *long*, o que atrapalhou um pouco a performance nos últimos meses do ano.

Não tivemos posições relevantes em juros e câmbio, e por hora não vemos assimetrias claras nestes dois tipos de ativos.



3R Genus Hedge FIM + 3R RE FIA

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos



Gestão de Recursos

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.