



3R Genus Hedge FIM + 3R RE FIA

Carta do Gestor – 1S2021

Prezado Investidor,

A partir de agora, 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 e horizonte de investimento mais longo, o que o torna o produto de maior risco da gestora.

O 3R Radix FIA (Radix) terá uma comunicação própria, dada a visão de mais longo prazo ainda e abordagem *de long-only* puro, *value investing*, bem mais *bottom-up* do que *top-down*, e menos “temático” que os demais produtos abertos ao mercado 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 Genus Hedge FIM (GH) rendeu 0,30% em junho (+99% do CDI). No ano, a performance acumulada é de +2,38% (+187,5% do CDI). O 3R RE FIA rendeu 32,56% no semestre, comparados à 6,54% do Ibovespa.

Os ativos de risco globais tiveram desempenho positivo novamente em junho, com a continuidade da vacinação, do aumento da circulação das pessoas nos países desenvolvidos e consequente melhora nos indicadores de atividade econômica. Aqui no Brasil, o mês vinha também bem positivo, mas o anúncio de detalhes da reforma tributária teve impacto bem diferente do antecipado, pois ficou mais claro um provável aumento de carga tributária, e praticamente nenhuma simplificação/racionalização do sistema tributário.

Analisando o semestre como um todo, o começo foi bem mais difícil que o esperado pela maioria, em função da piora da pandemia no começo do ano, mas a posterior evolução da vacinação, e postura ainda bem estimulativas dos bancos centrais ao redor do mundo suportaram boa performance dos ativos de risco.

No Brasil, o semestre foi parecido, mas com um cenário político e institucional bem mais complexo e com maior risco na nossa leitura, e uma melhora tardia na atividade econômica em função da lentidão na vacinação quando comparado aos países desenvolvidos.

Os dados mais recentes mostram que a recuperação da atividade econômica deve ser bem desigual entre os diversos setores, sendo que alguns dos ganhadores na pandemia podem agora virar perdedores. De maneira geral achamos o consenso do mercado muito otimista, tanto com a velocidade de aceleração da economia, quanto de seu impacto sobre o lucro das empresas. Passado o impacto inicial da crise, num contexto de juros baixíssimos e liquidez abundante, o mercado de capitais está financiando com volumes impressionantes empresas e empreendedores, muitos praticamente sem histórico focados em produtos/serviços muito

parecidos. Nos parece bem claro uma péssima alocação de capital, que vai destruir muita riqueza para frente e gerar competição predatória em vários negócios. O segmento de serviços financeiros (bancos digitais/*acquires* etc.), e-commerce e prestadores de serviço para varejo online são alguns destes.

Além disto, em algum momento no segundo semestre o mercado deverá sentir os efeitos da provável redução dos estímulos monetários e de liquidez implementados, e isto deve afetar a precificação dos ativos de risco.

A pandemia em si vai ficando para trás, o trabalho agora é ver como as economias se recuperam, quando e como os estímulos serão revertidos, e o que o preço dos ativos hoje estão antecipando.

Como temos ressaltado, o contexto no Brasil é especialmente desafiador, dada a condição que a economia estava antes da pandemia (ainda tentando ganhar consistência na recuperação pós-recessão 2015/2016), a liderança política atual (muito conflituosa, com forte viés ideológico e já com foco na reeleição), a piora institucional significativa (qualidade do legislativo e um judiciário legislador, político e intervencionista), e por termos uma eleição daqui a pouco mais de um ano.

Reforçamos nossa visão de que a grande maioria dos ativos listados em bolsa estão muito caros, antecipando expectativas de crescimento irrealistas e não precificando adequadamente os riscos. Se analisada por múltiplo de preço/lucro agregado, o Ibovespa pode até não parecer caro, mas claramente isto ocorre por causa dos lucros excepcionalmente altos de produtores de commodities, que são cíclicos e acreditamos que em vários casos já estão bem perto do topo. As revisões positivas de lucro também estão muito concentradas nestes setores. No resto da bolsa vemos crescente competição e lucros projetados que não parecem factíveis.

Mas existem sim ativos que nos parecem oferecer bom risco/retorno, em quantidade bem menor, e boa parte deles mais “fora de moda”. São nestes ativos que temos focado na ponta *long* dos produtos discutidos nesta carta, e no nosso produto *long-only*. Conseguimos gerar ótimo *alpha* nesta parte da estratégia no 1S21 e acreditamos que vamos conseguir ter resultados positivos para frente, mesmo se o mercado tiver desempenho negativo.

Em ambos os produtos (GH e RE) continuamos focando em oportunidades de arbitragem relativa tanto intra quanto inter setorial, que são muitas, e estar preparados para um possível ajuste de preços mais relevante.

Fundo	Cota Líquida	% Mês	% Ano	% Início	% 12 meses
3R GENUS HEDGE	1,7717793	0,51%	2,07%	48,23%	3,23%
%CDI		191,87%	215,70%	304,78%	147,80%
CDI		0,27%	0,96%	15,82%	2,19%
3R RE FIA	2,3656039	-0,52%	32,56%	136,56%	25,61%
Ibovespa		0,46%	6,54%	116,35%	32,45%

Ref: 30/06/2021

Cenário Macro Global

A economia americana continua a se recuperar, e as perspectivas para atividade continuam positivas. No entanto existem alguns pontos a observar:

- ✓ Primeiro, se a recuperação será tão forte e exuberante como o mercado financeiro parece antecipar, inclusive com projeções bem otimistas para lucros das empresas.

Nos EUA, assim como aqui no Brasil, muitos economistas falam que foi acumulada uma poupança extraordinária pelos indivíduos, e que será gasta agora dando impulso a recuperação. Será que existe mesmo este excesso de poupança? Está nas mãos dos consumidores de verdade ou concentrada numa classe privilegiada de altíssima renda/patrimônio e baixa propensão marginal a consumir? Será que o consumidor pós-pandemia vai gastar eventualmente este excesso de poupança?

- ✓ Segundo, como será o desempenho de cada setor da economia. Já falamos mais de uma vez que nos parece bem provável uma recuperação bem desigual, com alguns setores ganhando com a reabertura econômica e outros perdendo. Não nos parece óbvio que a população terá renda ou utilizará de poupança para manter todos os setores em crescimento em relação aos níveis pré-pandemia.
- ✓ Por último, a piora demográfica parece se acentuar no pós-crise, e pode ser agravado pelo comportamento de parcela da população que parece não querer voltar para a força de trabalho. Isto pode gerar inflação (maior custo da mão de obra daqui para frente) e limitar também o crescimento da economia como um todo.

Todos estes fatores parecem mais presentes nos EUA que na Europa.

Na China alguns desafios também estarão presentes. A questão demográfica por lá também é relevante. Fora isto, a visão e postura geopolítica do mundo em relação à China deve ser diferente daqui para frente, o que pode dificultar o crescimento para frente em função de um maior isolamento do país.

No curto prazo o mercado foi surpreendido por uma queda acentuada das taxas de juros (*Yield Curve Rates*) nos *Treasuries* americanos de 10 anos para perto de 1,35% a.a., refletindo preocupação com o crescimento e talvez um fator técnico de menor oferta de títulos neste último mês.

Conclusão Macro Global: Estruturalmente voltamos a focar em fatores que já nos pareciam relevantes pré-pandemia. O crescimento global estrutural para frente deve ser menor, a piora da demografia deve impor desafios importantes, e o mundo agora é muito mais endividado. Este encontro de contas, de uma dívida muito alta e que nos parece insustentável, como preços de ativos irrealistas, deve ocorrer em algum momento. Mas não está claro como será isto (inflação e/ou...recessão e/ou...crise de dívida...).



3R Genus Hedge FIM + 3R RE FIA

O que é importante para nós é que parece imaginar um cenário daqui para frente que seja mais benigno para o Brasil do que o atual. A assimetria parece muito maior para um cenário pior do que para se manter como está ou melhorar. Vamos precisar melhorar bastante do lado das variáveis internas para frente se quisermos ter um crescimento decente.

Cenário Macro Brasil

Dados de atividade continuaram melhorando, tanto *soft data* (PMIs e índices de confiança), quanto *hard data*. Para nós está claro que a mobilidade e circulação voltaram bastante, e existem poucas restrições atrapalhando a atividade econômica no momento.

É importante ressaltar que os dados que estão sendo publicados agora são em grande parte relativos a maio, e alguns poucos de junho. Dos dados divulgados sobre junho, parece ocorrer alguma acomodação no ímpeto da recuperação, mas ainda é cedo para qualquer conclusão. Aos poucos a pandemia fica para trás aqui também.

A inflação mantém-se em patamar muito alto, com uma composição que preocupa, acelerando em serviços e com dispersão muito alta. Aparentemente uma parte da inflação de atacado ainda não chegou ao varejo, e analisando os setores temos a impressão de que uma parcela desta irá “aparecer”.

O mercado também revisou para cima as expectativas para taxas de juros, com base num cenário mais favorável para atividade.

O Banco Central ameaça tomar uma atitude mais forte em relação à inflação, o que poderia representar alguma aceleração no movimento de alta dos juros. Mas dado o histórico recente, e a série de erros cometidos, não estamos convencidos desta possível mudança de postura. De qualquer maneira, o que para nós está claro é que o custo total para a economia em termos de crescimento será maior do que se tivesse agido antes. E podemos terminar o ciclo com uma taxa de juros mais alta do que se antecipa, talvez até na casa dos dois dígitos dependendo do que acontecer no cenário externo.

Conclusão Macro Local: Final de abril, maio e junho já capturam a reabertura da economia. Hoje temos pouquíssimas restrições à circulação, quase que só para grandes eventos e viagens internacionais. Muitos investidores antecipam um segundo semestre forte, com recuperação “contínua” da economia.

Aqui está uma das diferenças de visão nossa em relação ao que parece ser o consenso de mercado. Esta crise foi muito diferente de qualquer anterior. E dados os estímulos fortíssimos e a intensa descontinuidade das cadeias de suprimentos e negócios imposto pela pandemia, temos dúvidas sobre a “linearidade” da recuperação, principalmente aqui no Brasil, dada a profundidade da crise, o ponto de partida ruim em que o país se encontrava, alto desemprego e baixa flexibilidade do mercado do trabalho.



3R Genus Hedge FIM + 3R RE FIA

Como já falamos, alguns fatores pontuais ajudaram o número de PIB do 1T21, empurrando o mercado para uma forte revisão positiva do crescimento. Mas estes fatores (safra forte na soja e formação de estoques) não vão se repetir para frente (os produtos agrícolas no 2T e 3T tiveram área plantada em queda, e a formação de estoques não se repete continuamente para frente).

Os gargalos de produção em algum momento vão ser resolvidos, e o efeito “champagne” pós reabertura passará, e aí saberemos o verdadeiro nível de demanda.

Também vemos excesso de otimismo com o consumo, supostamente sustentado por formação de poupança excedente ao longo de 2020. Temos nossas dúvidas sobre este cálculo de excesso de poupança, e sobre “quem detém este excesso de poupança”, se está nas mãos de quem efetivamente vai consumir ou nas mãos dos moradores da “Fazenda Boa Vista”. Além disto, a alta inflação acumulada nos últimos 12 meses já está mostrando seu impacto negativo na capacidade de consumo das pessoas.

O fundamento real para nós continua de uma recuperação bem difícil e com vários riscos à frente, piora relevante do quadro institucional, e pouco foco em tomar medidas que realmente enderecem os problemas estruturais.

Outro fator relevante que vale ressaltar, durante a pandemia ocorreu forte ganho de *market share* das empresas mais estruturadas (dentre estas as empresas listadas em bolsa) em detrimento das PMEs. Foi este efeito em parte que permitiu a algumas empresas listadas terem pouca queda de receitas ou até crescer mesmo com a crise. E provavelmente também explica o crescimento de arrecadação de impostos que surpreendeu o mercado no final de 2020 e principalmente agora em 2021, dado que estas grandes empresas são mais “formalizadas”.

A nossa dúvida aqui é se estas empresas perdem uma parte do que ganharam ou não. Muitas empresas, talvez sabendo disto, e vendo investidores de ações dispostos a financiar a preços muito atraentes, estão partindo para as compras.

Há muita liquidez sendo direcionada para os mesmos nichos de mercado. O nível de competição vai crescer muito, e não parece lógico esperar crescimento forte com margens de rentabilidade saudáveis.

De qualquer maneira, analisando o que se projeta pelos analistas para as empresas listadas nos parece que de maneira geral o mercado não dá peso para isto, perpetuando os ganhos de *market share*, expansões de margens e crescimentos irrealistas *ad eternum*.

Os movimentos de M&A podem compensar o menor crescimento no curto prazo, porém se a compra for a *valuations* absurdamente altos como os da compradora, não muda muito em termos de criação de valor. E olhando o retrospecto das empresas brasileiras em movimentos de consolidação, parece bem provável que lá na frente vamos ver que existia pouca sinergia e/ou o negócio comprado era bem pior do que o que foi dito inicialmente. O *deal* foi bom só para os vendedores e para os *bankers*.

Do lado macroeconômico, a qualidade do que se aprova em termos de “reformas” é para lá de questionável, e o impacto na economia real duvidoso. A proposta de reforma tributária, que



3R Genus Hedge FIM + 3R RE FIA

“abalou a confiança e o humor de investidores” é mais um anedótico nesta direção, assim como foi a suposta privatização da Eletrobrás.

Não é que não existe coisas boas acontecendo. O que se vê no BNDES, e pouco se fala, é um dos destaques positivos. A saída/redução da presença na Vale por exemplo, assim como a venda da fatia restante na BR Distribuidora pela Petrobrás, marcou finalmente a verdadeira privatização das empresas, o que é muito positivo.

Visão de Mercado

Nesta carta, excepcionalmente, vamos iniciar este tópico detalhando um pouco mais como elaboramos nosso racional, nossa visão estratégica e o quanto isto influencia no dia a dia na gestão dos fundos.

Nosso racional sempre se inicia na análise do cenário macro global e local. Até por isto a discussão destes cenários sempre faz parte de nossas cartas de maneira relevante. Atribuímos um peso relevante ao fator “macro”.

A partir desta discussão, definimos nosso cenário de médio e longo prazo, e normalmente também definimos temas econômicos que caracterizarão este período. O horizonte de investimento é normalmente de 2 a 3 anos, mas obviamente em determinados momentos, dependendo do nível de incertezas à frente, podem ser encurtados. Faz parte do nosso DNA definir neste momento também alguns temas de investimentos que acreditamos que serão relevantes.

Na sequência discutimos sobre os setores e empresas que temos cobertura de nossa equipe, e neste momento confirmamos se os temas escolhidos têm aderência no que vemos do lado micro, e/ou se existem outros temas que são puramente micro e que valem a pena ter um posicionamento. Temos sim um viés “temático” no nosso jeito de investir.

Apesar de não escrevermos muito sobre aspectos microeconômicos e especificamente sobre empresas em nossas cartas (na nossa visão a discussão sobre empresas nas cartas é contraproducente para a gestão dos portfólios, tira a atenção do time e cria vínculos que podem atrapalhar a melhor decisão de investimento ou desinvestimento à frente), as informações e opiniões de nosso time são MUITO RELEVANTES para o processo de investimentos, e muita coisa é executada puramente com base nisto. Todo o time de investimentos e gestão tem origem na análise e avaliação de empresas, no constante contato com o *management* das empresas, modelagem e projeção de resultados.

O peso de cada um destes aspectos, a visão estratégica de médio e longo prazo, os temas de investimentos, e visões micro variam conforme o fundo e o momento de mercado.

Normalmente mudamos pouco no curto prazo esta visão estrutural e temática, até por isto muitos dos comentários nas cartas mensais acabam se repetindo algumas/muitas vezes, apesar de logicamente estarmos diariamente reavaliando tudo.



3R Genus Hedge FIM + 3R RE FIA

Em relação às perspectivas de mercado para frente, como escrevemos antes, “a música ainda toca, existe uma perspectiva bem razoável de recuperação nos EUA e em menor extensão na Europa, então os ativos de risco podem continuar com performance moderadamente positiva por algum tempo”. **MAS OS FUNDAMENTOS DE LONGO PRAZO NÃO NOS PARECEM SAUDÁVEIS**, e a possibilidade de decepção com crescimento econômico à frente parece razoável.

No Brasil o equilíbrio macroeconômico continua muito tênue, e os riscos são altos. O mercado de maneira geral sempre prefere acreditar que o país não cai do precipício, testa os limites, mas recua antes do pior. No geral tem sido uma visão correta historicamente. Porém acreditamos que faz sentido estar preparado para um cenário verdadeiramente pior, dado que o contexto atual é muito ruim (pobreza alta e crescente, pouca referência “boa” do lado político, poder Judiciário politizado e intervencionista).

É enorme a quantidade de empresas medianas ou ruins, sem nenhum diferencial relevante sustentável, cujo management parece decidir por investimentos/M&A mais de olho no preço de tela da ação ou em algum modismo de mercado do que no fundamento de longo prazo do negócio, buscando simplesmente criar uma “nova narrativa” para entreter o mercado. A grande maioria delas negociadas a *valuations* sem nenhuma conexão com o que o negócio pode gerar de resultado.

Num cenário de baixo crescimento econômico, juros subindo, e muita empresa com ofertas que para nós são muito parecidas, a competição vai crescer muito e deve ter impacto em margens e em crescimento. No curto prazo alguns conseguem disfarçar via aquisições, mesmo que a façam a *valuations* também sem sentido, mas a realidade vai aparecer em algum momento.

Setorialmente mantemos nossa visão favorável para consumo não discricionário (a maioria são cases “sem graça”, mas verdadeiramente baratos), exportadoras (mas neste caso com abordagem bem seletiva) e serviços que se beneficiam do fim das restrições de circulação. E uma visão negativa para setores de consumo discricionário, *techs/fintechs* e *e-commerce* de maneira geral, e recentemente uma posição mais negativa para commodities metálicas e siderúrgicas.

Botton line: Nosso foco continua nas oportunidades relativas, comprados em “negócios chatos e fora de moda”, resilientes, primordialmente em consumo não discricionário. E vendidos em consumo discricionário e cíclico de maneira geral.

Estratégia 3R Genus Hedge FIM

O foco ao longo do primeiro semestre foi manter nível de risco geral baixo, e buscar gerar *alpha* principalmente no L&S. Mantemos por ora esta abordagem, pois existem muitas oportunidades de valor relativo na nossa leitura.



3R Genus Hedge FIM + 3R RE FIA

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.

O mundo *tech/e-commerce/fintech* é muito difícil de operar, dado o frenesi de investidores em relação ao tema. Não conseguimos gerar *alpha* relevante aqui, mas também não perdemos nada significativo. De qualquer maneira, é aqui que vemos as assimetrias mais claras, com muita empresa ruim, 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.

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

Estratégia 3R RE FIA

A visão estrutural deste o começo do ano tem sido de estar posicionado em consumo não discricionário e exportadoras, via ativos que tenham verdadeiramente uma boa assimetria de valor, e vendido em consumo discricionário/tech/e-commerce.

Dado o que nos parece uma assimetria muito grande entre os preços destes diferentes ativos, mantivemos uma exposição bruta alta o tempo todo, perto de 200%.

No 1S21 a grande geração de alpha foi na ponta comprada, com destaques para posições médias/grandes em EMBR3, PCAR3, AMAR3, CVCB3 e VULC3. Ganhamos bem na posição vendida de incorporadoras, que era a maior na ponta vendida. O resultado da posição vendida de e-commerce também foi ganhador. Já em *tech/fintech* o saldo do semestre foi negativo.

De maneira geral mantemos este posicionamento para frente, pois acreditamos que estas assimetrias continuam atrativas. Zeramos a posição comprada em EMBR3 no anúncio do “carro voador”, dado que o preço já estava próximo dos nossos objetivos iniciais, e não gostamos de estar posicionados em ativos que começam a precificar coisas deste tipo. Iniciamos também uma posição vendida em siderurgia.

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.