



3R Genus Hedge FIM + 3R Cedar II LB FIA

Carta do Gestor – Junho/1S2022

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu 1,41% em junho (+139,37% do CDI). No ano, a performance acumulada foi de +7,76% (+143,75% do CDI ou CDI+2,36%).

O 3R Cedar II LB FIA (nosso *long biased*, fundo que antes se chamava “3R RE FIA” - só o nome foi alterado para deixar mais clara a estratégia *long biased*, nada mudou na gestão e todos os limites de risco e exposição continuam iguais) rendeu +6,93% no primeiro semestre de 2022, comparados à -5,99% do Ibovespa e -19,69% do SMLLBV.

Junho foi um mês negativo para ativos de risco no Brasil e no mundo (-11,50% IBOV, -16,39% SMLLBV, -8,39% SPX, -11,15% DAX e -5,16% EEM). O mês começou com foco em inflação e alta das taxas de juros nos EUA e Europa, e terminou com maior preocupação de uma possível recessão levando a desvalorização das commodities (-8,02% CRY, -6,54% Brent e -2,63% Iron Ore).

Foi um semestre difícil para ativos de risco, a destruição de riqueza no mundo foi muito significativa. Nós já tínhamos uma visão mais cética, diante do risco de inflação e do excesso de estímulos implementados pelos BCs ao redor do mundo, e uma visão mais negativa em relação à capacidade de consumo da população. Neste contexto frágil macroeconômico, tivemos o evento inesperado da guerra entre Rússia e Ucrânia, que funcionou como o pavio para uma explosão adicional da inflação, forçando os BCs a abandonar o discurso de inflação transitória, e a agir (e sinalizar para frente) de maneira mais acentuada.

A China também trouxe notícias ruins, a política de COVID-zero obrigou ao fechamento de diversas regiões economicamente importantes ao longo do semestre, levando a uma maior desaceleração econômica e mais problemas nas cadeias de suprimento globais. Tal política contribuiu para piorar a confiança do consumidor e das empresas, levando ao mercado a questionar se os estímulos concedidos serão suficientes para promover uma retomada econômica.

Por último, resultado de empresas tanto aqui quanto nos EUA já mostraram uma perda de ímpeto em vários setores, o impacto negativo da inflação na renda disponível da população e o efeito dos juros mais altos. Ou simplesmente decepcionaram expectativas que eram excessivamente otimistas. Acreditamos que esta tendência ainda não se esgotou, e os números do 2T e dos trimestres à frente vão continuar a refletir esta piora.

Momento Atual

Muitos estão procurando pelo ponto de inflexão, o que é sempre uma tarefa bem difícil. O mais óbvio seria acreditar que quando o pico de inflação ficasse para trás e os BCs tivessem o conforto para sinalizar a extensão total da alta de juros, o mercado começaria a precificar o ciclo de queda subsequente.

Primeiro, a grande dificuldade é acertar estes eventos. Os BCs deixaram a inflação ir muito além de suas metas, em um contexto do mercado de petróleo com oferta e demanda em *déficit*, não parece fácil acreditar



3R Genus Hedge FIM + 3R Cedar II LB FIA

que o FED vai conseguir trazer a inflação para perto de sua meta com juros à 3,5% ou 4%. Pode ser que isso ocorra, mas não é nada óbvio.

O grande risco na nossa leitura é o petróleo, com capacidade ociosa disponível baixa e ainda em fase de recuperação de demanda pós-COVID. Para que oferta e demanda se mantenham equilibrada parece ser necessária forte destruição de demanda, o que significa recessão, lucros piores de maneira geral nas empresas e risco crescente do lado do crédito.

Devemos ver uma desinflação de bens duráveis e imóveis à frente, por recuperação da oferta e/ou realocação do orçamento das famílias para serviços. Isto vale especialmente para aqueles bens que experimentaram alta muito forte de preços nos últimos 2 anos, como automóveis e imóveis. Alimentos, caso se confirmem safras favoráveis à frente também podem ajudar.

Mas por outro lado, serviços devem continuar pressionando inflação para cima. Não conseguiram ganhar preço de maneira geral nos últimos anos, e tiveram que absorver aumentos de custos relevantes ao menos parcialmente. Com a volta da demanda, devem recompor ao menos parte destas margens.

Tudo isto, junto com um cenário difícil para energia/petróleo, deve levar a inflação um pouco para baixo, mas ainda longe da meta dos BCs, forçando uma política monetária mais restritiva por mais tempo. Neste contexto, a economia real vai sofrer bastante, devemos ter muitas revisões de lucro para pior. Poderemos ter surpresas do lado da dívida. E se por um lado os ativos com marcação à mercado diário já refletem parte dos problemas, ativos “que não tem tela” como imóveis ainda precisam ser reprecificados.

Aqui no Brasil o desafio também não é fácil. A inércia inflacionária é alta, o BC também deixou a inflação avançar muito além da meta e estamos em ano eleitoral, o que sempre dificulta as coisas. O mais provável é que o movimento de alta dos juros se encerre logo, mas seja obrigado a ficar neste nível alto por um longo período, mais do que o mercado precifica hoje.

O primeiro semestre foi bem positivo para geração de empregos, mas a evolução da renda disponível continua fraca. Ao longo do 2H vamos sentir de maneira mais forte os efeitos da alta de juros.

Inadimplência em alta deve levar a maior restrição de crédito, e alguns setores como automóveis (cujas notícias recentes não são positivas), imobiliário e *techs/fintechs* merecem atenção em termos de geração de emprego, e atividade econômica de maneira geral.

Uma série de benesses estão sendo aprovadas para impulsionar a reeleição do atual presidente. Este tipo de benefício é “fácil de conceder, mas difícil de se retirar”, já vimos isto antes. O próximo presidente eleito, seja quem for, vai enfrentar dificuldades. Possivelmente a conjuntura se agravará, uma vez que a redução da inflação e pior rentabilidade em alguns setores da economia mais cíclicos terá como consequência a queda arrecadação, prejudicando o resultado fiscal, o que traz mais preocupação.

Por último, o cenário eleitoral nos parece indicar uma disputa bem acirrada entre Lula e Bolsonaro, com resultado imprevisível. Bolsonaro, apesar da guinada populista neste ano eleitoral (o que não deveria ser surpresa), representa na nossa leitura maior previsibilidade do lado fiscal possivelmente acompanhada de continuidade de uma agenda mínima de concessões e privatizações. O lado ruim é a dificuldade de atrair o investidor estrangeiro em função da retórica muito ruim.



3R Genus Hedge FIM + 3R Cedar II LB FIA

Já o Lula pode cativar alguns em um primeiro momento, tem um *recall* muito positivo do ciclo 2003-2010. Mas o mundo e o Brasil de hoje estão muito diferentes, e a probabilidade de um final ruim, de uma política fiscal e econômica ruim nos parecem bem razoáveis.

Olhando para frente

Lá fora um fator importante para os mercados à frente, e para Brasil especialmente, será o que vai acontecer na China após o encontro do PCO em outubro para confirmar um novo mandato para Xi Jinping. Parcela do mercado acredita num giro de 180 graus, com maior relaxamento na política de alavancagem financeira das construtoras (“*Three Red Lines*”), que seria reverter todo o trabalho de desalavancagem do setor que foi feito nos últimos 3 anos, abandonando o discurso de “casas são para morar e não para especular”, e suportes econômicos mais robustos. Nós somos mais céticos quanto a recuperação da atividade por lá. Os problemas nos parecem estruturais, incluindo também excesso de dívida e de investimento em imóveis, e perda de confiança de parcela da população no sistema.

Nos EUA o mais provável nos parece ser um cenário com uma desaceleração, talvez com uma recessão técnica com dois trimestres de PIB negativo, mas não esperamos ver nada drástico. O mercado de trabalho vai desacelerar, mas não caminhar para alta forte do desemprego, forçando o FED a manter juros mais altos por mais tempo. O que deveria acontecer por lá de mais “drástico” é uma desinflação de preço de ativos que se moveram muito para cima nos últimos anos, sem que os fundamentos econômicos justificassem isto, tipo imóveis.

Em resumo, a riqueza “criada” pelos BCs do mundo nos últimos anos, “regada” a muita dívida e juros próximo de zero ou até negativo, vai aos poucos se evaporando. Este processo está evoluído, mas não parece terminado ainda. Normalmente neste momento de ajustes temos muitas surpresas negativas do lado da dívida de empresas, países e de lucros projetados.

O investidor está perdendo nas duas pontas, o preço dos ativos de risco caiu, e a inflação acelerou do outro lado. A perda real é brutal.

Não vislumbramos um catalizador para ativos de risco no Brasil e no mundo de maneira geral por enquanto, e o fluxo de notícias corporativas e de atividade econômica no dia a dia não serão positivos no segundo semestre do ano. No Brasil, sem comprador marginal pelo menos até que o ciclo eleitoral fique claro e o eleito indique o caminho que seguirá, não parece ainda a hora de adicionar risco.

Já vemos uma quantidade maior de ativos em bolsa realmente baratos ou muito baratos. O problema é que podem ficar nesta condição por uma janela de tempo mais prolongada. Ainda prevalece para nós o foco em preservar o capital e estar preparado para um ciclo melhor dos ativos de risco que vai começar em algum momento nos próximos 12 a 18 meses.

No curto e médio prazo, continuamos focando em oportunidades de arbitragem relativa tanto intra quanto intersetorial, que são muitas.



3R Genus Hedge FIM + 3R Cedar II LB FIA

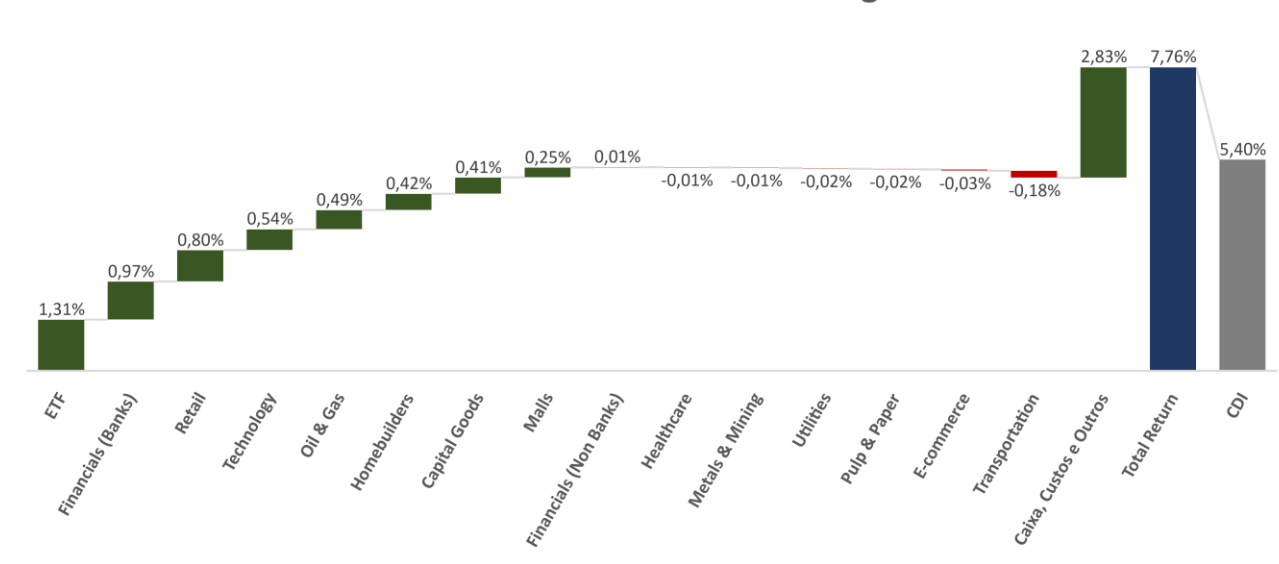
Fundo	% Mês	% Ano	% 12 meses	% Início	Volatilidade (desde início)	PL (R\$)
GENUS HEDGE	1,41%	7,76%	11,98%	66,48%	2,19%	102,02 MM
%CDI	139,37%	143,75%	138,47%	253,46%		
CDI	1,01%	5,40%	8,66%	26,23%		
3R CEDAR II LB FIA	-6,73%	6,93%	3,77%	145,47%	-	11,79 MM
Ibovespa	-11,50%	-5,99%	-22,29%	68,13%		

Ref:30/06/2022

3R Genus Hedge FIM

O fundo teve um semestre bem equilibrado mês a mês. Focamos muito mais no L&S. As posições direcionais compradas em PUT de BOVA11 e vendidas em IVVB11 foram as vencedoras do lado direcional. O saldo líquido no direcional foi ganhador, mas devolvemos parte dos ganhos brutos em pequenas posições compradas em ações específicas que acreditávamos estarem muito baratas, mas que tiveram performance negativa na média.

Performance Attribution - 3R Genus Hedge FIM - 1S22



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg.



3R Genus Hedge FIM + 3R Cedar II LB FIA

No semestre o ganho na ponta short foi de 4,04%, na ponta long de 0,90%, e o caixa líquido dos custos gerou ganho de 2,83% nominais.

Estratégia 3R Genus Hedge FIM – Junho/22

Estratégia Long & Short: Durante o mês, tivemos 8 pares e 2 *baskets*; 7 ganhadores e 3 perdedores. A estratégia como um todo foi ganhadora no mês. O destaque na ponta ganhadora foi em um *basket* comprado em consumo não discricionário e vendido em construtoras/consumo discricionário/*techs*. Na ponta perdedora, o destaque negativo foi em um par inter-setorial vendido em *Commodities*.

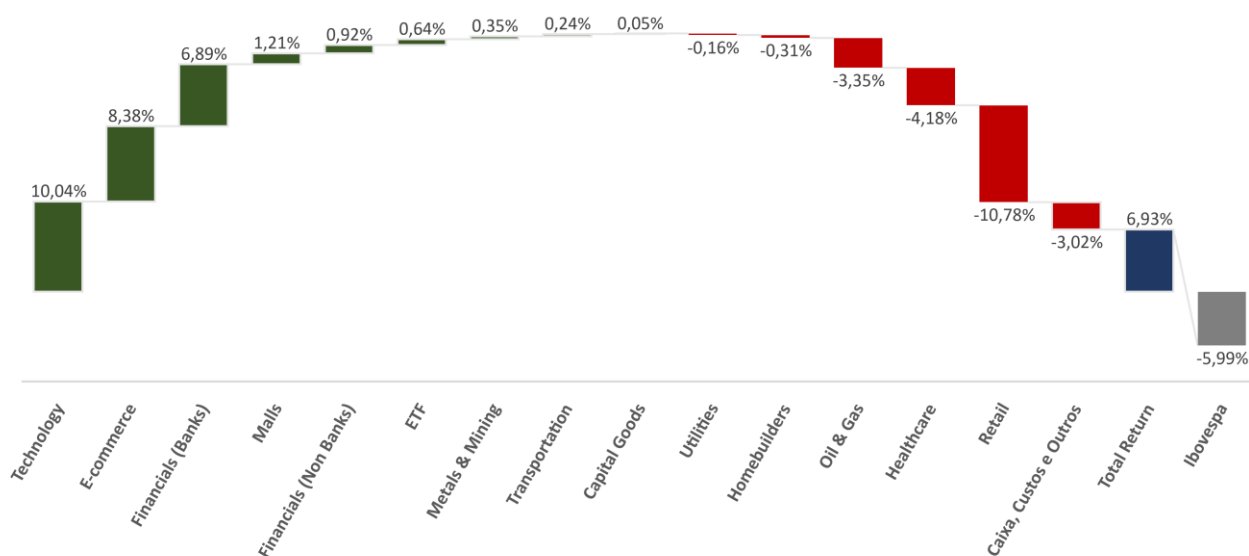
Estratégia Direcional: A estratégia como um todo foi vencedora no mês. Na ponta ganhadora, os destaques positivos foram em uma estratégia comprada em opções de venda (*Put*) e trava de baixa (*Put Spread*) de BOVA11, venda de BOVA11 e venda de IVVB11 (ETF de S&P500) e o destaque negativo foi em uma estratégia comprada em posições direcionais compradas em ações de consumo não discricionário na bolsa brasileira.

Estratégia Juros e Moedas: Sem posições em Juros e Moedas.

3R Cedar II LB FIA

Em 2021 a grande geração de *alpha* do fundo foi na ponta vendida, com ganho de 37,54% no *short* e perda de 8,95% no *long*. Na primeira metade de 2022, quando tivemos ganho de 36,78% na ponta vendida e perda de 26,84% na ponta comprada.

Performance Attribution - 3R Cedar II LB FIA - 1S22



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg.



3R Genus Hedge FIM + 3R Cedar II LB FIA

Se durante 2021 o fundo esteve na média 40,00% net comprado direcional, ao longo da primeira metade de 2022 estivemos mais próximos de 50,00% em função do preço mais atraente de alguns ativos e de zeragem de algumas posições vendidas que tinham gerado muito ganho e cuja assimetria já não era tão óbvia.

Assim como no ano passado, mantivemos uma posição vendida bruta perto do nosso limite de 80,00%, em função de uma visão mais cética em relação às perspectivas de preço para ativos de risco, mas também por ainda identificarmos muitos ativos mal precificados, de negócios ruins ou mal posicionados para enfrentar o cenário macro difícil a frente.

A ponta vendida esteve em ativos sensíveis a juros mais altos e inflação destruindo a capacidade de consumo da população. Destaque para varejo, e-commerce, *techs* e *fintechs* (LWSA3, BIDI11, CASH3, MGLU3, ENJU3, IFMC3). Empresas capital intensiva em fase de crescimento acelerado, e que devem sofrer com juros mais alto, também se enquadraram neste grupo, como ARML3, SMFT3 e MOVI3/RENT3.

Mais para o final do semestre iniciamos uma posição vendida em M&M através de VALE3 (posição por enquanto ganhadora), pois acreditamos que os fundamentos não justificam o preço do minério de ferro atual, em que teremos uma demanda menor e um crescimento da oferta maior até o fim do ano.

Na ponta comprada o foco continua em consumo básico, não discricionário, e/ou empresas que se “pareçam” com isto, com receitas resilientes num contexto de renda disponível fraca. E nos posicionamos em alguns poucos ativos que devam se beneficiar da volta ao normal da circulação das pessoas.

As posições vencedoras foram HYPE3, ITUB4, VULC3 e ELET3 adicionada mais para o final do semestre. O resultado em BBAS3 também foi positivo, e a posição já foi liquidada. Mas tivemos perdas significativas em CVCB3, MEAL3 e AMAR3.

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, consequentemente, 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.