

### Carta do Gestor – Janeiro 2022

Prezado Investidor,

O 3R Genus Hedge FIM (GH) rendeu 1,21% em janeiro (+165,2% do CDI). Nos últimos 12 meses a performance acumulada é de +7,44% (+148,7% do CDI).

Depois de muito tempo tivemos os ativos de riscos globais se movendo em uma direção, e os ativos no Brasil na mão contrária.

Bolsas no mundo caíram no mês (S&P -5,5%, Nasdaq 100 -9,5%, DAX -2,6% e EEM -0,5% em decorrência de uma revisão para pior das perspectivas de alta de juros nos EUA (mercado passou a precificar algo entre 5 e 7 altas de 25 bps, ante 4 até o meio de dez/21) e piora nas projeções de crescimento por lá também.

Apesar disto, as commodities, puxadas pelo preço do petróleo e do minério de ferro (petróleo/BRENT +15%, o CRY +9%), tiveram um mês positivo. O mercado de petróleo continua com oferta e demanda favorável à alta dos preços, fora o maior risco geopolítico. O minério de ferro se valorizou no mês. Pelo lado da demanda, a China anunciou mais medidas de estímulo à atividade econômica. Ao mesmo tempo, a oferta foi restringida pela alta indecência de chuvas no Brasil e o surto de Covid nos portos australianos.

A temporada de resultados nos EUA começou no final do mês, e não está ruim quando se analisa o agregado geral, mas com algumas surpresas negativas e principalmente com a indicação das empresas de que 2022 vai ser mais difícil do que se esperava.

Mas se os dados de atividade nos EUA têm sido mais fracos no que se refere a atividade econômica agregada, tem sido mais forte do lado de emprego e custo da mão de obra, o que levou a alta acentuada dos *yields* nos títulos do governo americano.

Por último, dados de inflação na Europa também vieram bem ruins, e levantam a questão até quando o BCE vai fingir que nada acontece.

Aqui no Brasil os dados de atividade continuam piorando e os primeiros dados de inflação do ano foram piores do que o projetado.

A bolsa brasileira começou o mês em queda, mas com boa performance das ações de *value*, como Petrobrás/Bancos/Vale, beneficiadas por uma rotação global de portfólio saindo de *growth* para *value* na perspectiva de uma alta mais forte e rápida dos juros. Mas a partir do dia 10 de janeiro tivemos uma recuperação acentuada das ações de *growth* e/ou voltadas para a economia local, e o Ibovespa fechou o mês com 7% de alta.

Em termos de fluxo, os fundos locais continuam a enfrentar fortes saques, e os investidores estrangeiros foram o grande destaque na ponta da compra.

Continuamos com a visão que será um ano longo, com muitas idas e vindas possíveis, com uma tendência de piora na atividade, custo oportunidade mais alto, em que, provavelmente, veremos revisões para pior nas perspectivas das empresas. Assim, poderemos ter surpresas tanto em resultados quanto em movimentos estratégicos e/ou de *management* das empresas, o que acontece bastante em viradas de ciclo.



## 3R Genus Hedge FIM

No Brasil temos as dificuldades econômicas, com atividade fraca, renda disponível em queda, custo oportunidade do dinheiro subindo, e um bom grau de incerteza sobre o que teremos de 2023 em diante.

O mercado parece começar a assumir como cenário mais provável a vitória da candidatura Lula, com uma parcela, que nos parece predominante, assumindo o cenário mais benigno, com “Lula pragmático/político”. A outra parcela do mercado, que nos aparentemente menor, considera um cenário um pouco mais negativo, mas não radical, de um governo Lula que vai gastar mais, aumentar receita via tributos, e provavelmente, como consequência, uma inflação mais alta, juros possivelmente mais altos e um crescimento levemente melhor, e de pior qualidade.

É importante ressaltar que qualquer que seja o ganhador, o eleito vai assumir o país em condições bem difíceis, seja pelo alto endividamento e alto nível de pobreza, seja pela piora institucional significativa. O Brasil de hoje tem um judiciário politizado e super intervencionista, e um legislativo sem referências boas, que atua basicamente em causa própria. Mudar tudo isso, mesmo que se eleja alguém com vontade de fazê-lo, não é uma tarefa fácil.

Não podemos perder de vista o que acontece na América Latina, onde, de maneira geral, os países tomaram um caminho de governos populistas de esquerda, com grande aumento de pobreza e piora da qualidade de gestão da economia. O Brasil pode até escapar deste destino, mas isto está longe de ser óbvio.

Do lado “técnico” de fluxo para bolsa, é difícil saber qual o tamanho da realocação de investidores de *growth* para *value*, quando e se o *gringo* vai parar de comprar. Os fundos locais ainda continuam sofrendo muitos resgates, e até o final da primeira quinzena de fevereiro devem continuar assim. Considerando que a grande maioria dos FIAs são D+30, os resgates mostrados agora ainda capturam o momento de queda da bolsa apresentado no começo de janeiro.

**A nossa visão estrutural não mudou. Lá fora é um ano em que preços de ativos de maneira geral vão começar a se ajustar à um custo de oportunidade maior e menor abundância de liquidez. A desaceleração econômica na China é mais relevante do que o mercado parece precificar, e nos EUA começa-se a desenhar um cenário pior, parecido com o Brasil, com crescimento mais fraco do que o antecipado, mas inflação estrutural alta forçando o FED a agir de maneira mais incisiva.**

**Aqui o cenário já era bem ruim, e não piorou. Nos últimos meses tivemos a boa notícia das fortes chuvas que afastaram o risco de racionamento de energia. E é verdade que estamos chegando perto do fim do ciclo de ajuste dos juros, o que também deveria ser positivo.**

**Mas por outro lado achamos que o resultado das empresas ainda vai surpreender bastante para pior. E o risco de surpresas negativas no lado fiscal e/ou de política econômica como um todo vão continuar bem presentes. Dado este contexto, e considerando-se a incerteza da política econômica de 2023 em diante, a velocidade de queda e o novo patamar de estabilização dos juros ainda é bem incerto.**

Nosso foco na gestão do fundo tem sido em oportunidades de arbitragem, em manter um nível de risco relativamente baixo e preservação de capital. Ao longo dos últimos meses fomos bem devagar montando algumas pequenas posições compradas direcionais pequenas, que estavam de alguma maneira protegidas com alguma ponta vendida em outro ativo ou *put* de BOVA11 mesmo, mesmo sabendo que não se tratava de uma proteção perfeita.

Para frente a tendencia é manter o foco no valor relativo, na preservação de capital, mas carregando as posições compradas, que individualmente tiveram perdas até agora, mas que foram parcialmente compensadas pelas proteções e/ou outras apostas. São ativos muito baratos, que se beneficiam da reabertura econômica e relaxamento das medidas de restrições, e já em processo de recuperação operacional.

| Fundo              | % Mês   | % Ano   | % 12 meses | % Início | Volatilidade (desde início) | PL (R\$) |
|--------------------|---------|---------|------------|----------|-----------------------------|----------|
| <b>GENUS HEDGE</b> | 1,21%   | 1,21%   | 7,44%      | 56,35%   | 2,19%                       | 102,21MM |
| %CDI               | 165,17% | 165,17% | 148,73%    | 273,07%  |                             |          |
| CDI                | 0,73%   | 0,73%   | 5,00%      | 20,64%   |                             |          |

Ref:31/01/2022

### ***Cenário Macro Global***

Os dados de atividade nos EUA de maneira agregada vêm sinalizando um crescimento de PIB pior para 2022 do que o mercado vinha projetando. E do outro lado, dados de emprego e custo de mão de obra vieram fortes, reforçando a preocupação com uma inflação estrutural mais alta. O *yield* dos títulos americanos de 10 anos se moveu acentuadamente para cima fechando a 1,78% aa (+27 bpps no mês), e as perspectivas de redução do tamanho do balanço do FED também aumentaram.

Na Europa os dados de inflação recentes também vieram mais altos, mesmo sem grandes surpresas positivas do lado de atividade.

O petróleo continuou seu movimento altista, o que não ajuda em nada a perspectiva de inflação globalmente.

Na China o governo continua a anunciar estímulos para estabilizar o crescimento da economia em patamares não tão baixos para os padrões do país. Mas a nossa visão é de que a desaceleração da atividade pode surpreender negativamente. Ademais, entendemos que a maior interferência do governo na economia, na liberdade das empresas e pessoas, vai colaborar para isto.

**Conclusão Macro Global:** O cenário global continua de inflação estrutural que parece mais alta do que os bancos centrais esperavam, com o custo da mão de obra nos EUA e preço do petróleo a nível global como fatores negativos de destaque, o que deve forçar os BCs do mundo a agir de maneira mais aguda.

Nos EUA parece se desenhar um cenário de crescimento mais fraco, mas com inflação estrutural alta, e lá como aqui, o FED deve ter que acelerar o ajuste da política monetária mesmo com a atividade piorando.

**Algumas empresas americanas já chamaram a atenção para as piores perspectivas para 2022 no resultado do 4T. Parece mais provável que esta piora se “esparrame” para mais setores e empresas, o que pode levar a surpresas negativas nos lucros.**



### ***Cenário Macro Brasil***

Os dados da atividade, inflação e confiança dos consumidores e empresários, vieram piores que a expectativa nesses poucos dias de 2022. Mas a verdade é que o cenário já era muito ruim e a piora agora é bem marginal.

Do lado fiscal o governo e sua base de apoio continuam a buscar caminhos legais para anunciar benesses que ajudem no projeto eleitoral.

O ciclo de alta juros deve estar chegando ao fim. Mas quando a queda vai se iniciar, qual a velocidade e até que patamar irá cair ainda é muito incerto. No curto prazo, temos inflação que ainda surpreende para cima e riscos fiscais altos. No médio prazo, a incerteza de qual será a política econômica a partir de 2023.

Ah, mas o BC é independente? Isto deveria aumentar a previsibilidade da política de juros durante um ciclo eleitoral. Mas na nossa visão tem alguns aspectos que devemos considerar. Primeiro, o Brasil tem longo histórico de criar algumas boas regras e leis para depois alterá-las conforme a conveniência do grupo político no poder. Segundo, na nossa leitura a diretoria atual do BC tem um vínculo político muito grande com o executivo e temos dúvidas o quão disposta estaria em continuar no mandato sob a pressão de um outro grupo político, se este for o caso. Por isto, infelizmente, nos parece arriscado assumir um cenário em que o BC não mudará sua atuação e seguirá uma agenda puramente técnica de controle de inflação, que é seu mandato principal. Esta visão, inclusive, ajuda a entender como chegamos no momento atual (juros subindo rápido, juros reais altíssimos, inflação alta e persistente e atividade econômica fraca e desacelerando).

Atenção neste começo de ano para a inflação, o quão persistentemente se manterá alta e se vamos ter surpresas. A dinâmica fiscal de curto prazo é outro ponto a ser observado. Temos dúvida se a arrecadação não irá sucumbir à fraca atividade e se os estados/municípios começarão a gastar o imenso superávit acumulado nos últimos dois anos, influenciados pelas eleições.

**Conclusão Macro Local:** Os dados macro, tanto atividade quanto inflação, vêm saindo marginalmente piores que o esperado. Mas a perspectiva já era tão ruim que estas “surpresas” não causam tanto efeito. Pouco a pouco os investidores começam a focar nas eleições, com uma tendência a ter uma leitura mais positiva, mesmo considerando a eleição do candidato de esquerda.

De maneira bem geral acreditamos que o mercado vai preferir a leitura que o pior já está precificado em termos de resultado das eleições, dado que mesmo o candidato a esquerda tende a ser lido como “pragmático/político”, e com um “histórico com o mercado” positivo.

### ***Visão de Mercado***

Acreditamos que o mercado tende a manter uma leitura mais positiva para o resultado eleitoral, considerando que o pior já está precificado. Isto só mudará se tivermos grandes radicalizações durante a campanha, o que hoje parece menos provável.

O contraponto disto é um cenário externo pior, com crescimento mais baixo e redução razoável na liquidez, o que também pode gerar surpresas em empresas e governos endividados.

Durante este primeiro semestre o nosso foco é o resultado das empresas. Ainda teremos muita revisão para pior, surpresas com o impacto dos juros mais altos e possíveis surpresas do lado de estratégia/*management* diante do novo cenário. A economia crescendo menos deve acirrar a competição, impactando margens. Quem quiser continuar crescendo rápido provavelmente vai pagar um preço mais alto por isto.

Na nossa visão, estamos numa virada para pior do ciclo, ao menos nos curto e médio prazos (o resultado da eleição vai ser importante para determinar a duração deste ciclo ruim). E estas viradas de ciclo sempre geram surpresas, muitas vezes com piora rápida da alavancagem financeira por deterioração dos resultados operacionais e também não tão raro surpresas na contabilidade das empresas. Muitas empresas tomaram decisões ruins de investimento nos últimos 2 anos, e isto deve ficar mais claro agora. E mesmo as empresas que estão mais preparadas vão naturalmente sofrer com a piora da conjuntura econômica.

Ao longo do tempo deveremos ver uma diferenciação maior da performance entre as empresas, e isto deve gerar ótimas oportunidades.

**Botton line:** Continuamos bastante focados no L&S, e em proteger o capital para movimentos mais agudos de queda.

Em nossa leitura, vemos sim vários ativos baratos e/ou muito baratos, assim como existem muitos outros que já caíram muito e continuam caros. E os lucros projetados ainda não refletem o que nos parece ser o cenário na maioria das empresas.

### ***Estratégia Long & Short***

A estratégia como um todo foi ganhadora no mês. De novo o destaque positivo foi o *basket* comprado em consumo não discricionário e vendido em construtoras/consumo discricionário/*techs*, quem foi bem ganhador no período.

### ***Estratégia Direcional***

Os ganhos aqui foram em posições direcionais compradas, e numa posição vendida em IVVB11 que já liquidamos e o negativo foi a estratégia com travas de baixa de BOVA11 (*put spread*).

### ***Estratégia Juros e Moedas***

Continuamos com a posição de trava 3 pontas na curva de juros futuros (*butterfly spread*) em alguns vértices que vimos uma grande distorção.

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos