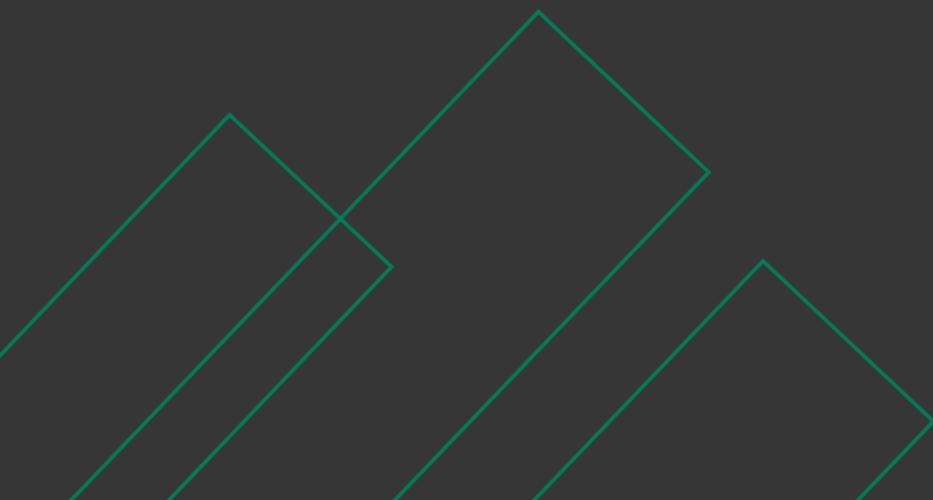




Carta aos Investidores

Fevereiro de 2023



A Economia dos EUA

Curitiba, 06 de março de 2023

2

Introdução

Nesta carta, vamos apresentar o desempenho futuro da economia dos EUA, discutir como este pode afetar a economia brasileira e mundial e qual o seu impacto no posicionamento atual da carteira.

O mercado de trabalho dos EUA continua apertado. A taxa de desemprego de 3,4% da força de trabalho é uma das mais baixas da série histórica, indicando um valor menor do seu nível natural. O excesso de demanda por mão de obra vem pressionando os salários para cima e dificultando o combate ao preocupante processo inflacionário, mesmo com os avanços da produtividade. A inflação oficial Personal Consumption Expenditures (PCE), perseguida pelo banco central (FED), foi de 5,3% em 2022, bem acima da meta implícita de 2% ao ano. A inflação ao consumidor fechou o ano em 6,4%, tendo seu pico em 8,9% em junho de 2022. O índice de preços ao produtor subiu 6,9% no ano e teve seu pico em junho, no valor de 22,4%. Ou seja, pressão de preços de todas as direções. Com efeito, a taxa de juros vem subindo e o mercado de juros indica uma inversão. Isto é, os juros de mais curto prazo estão com taxas superiores ao de longo prazo, indicando uma desaceleração da economia dos EUA.

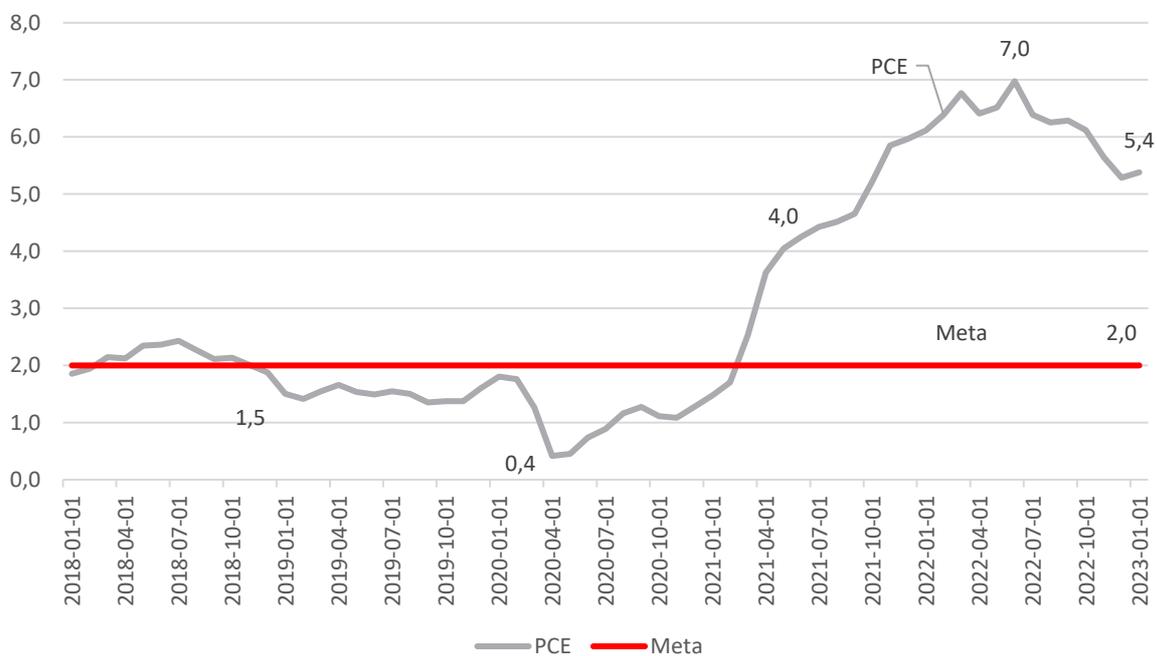
A parte que nos alarma é que, apesar desse cenário provável de caos, com recessão precificada pela curva de juros, aumento do custo de capital e redução dos lucros contratada pelo aumento das despesas financeiras, a bolsa americana parece precificar um pouso suave, seguida por uma retomada em céu de brigadeiro. Contrários a essa percepção, discorreremos nesta carta o porquê de estarmos com uma posição grande vendida em S&P500 e como ela pode ajudar nosso desempenho no ano de 2023.

Economia EUA

O principal desafio da economia dos EUA consiste em combater o atual processo inflacionário, trazendo o índice do PCE para cerca de 2% ao ano. No entanto, conforme o Gráfico 1, a inflação permanece acima de 5% e de forma persistente, indicando que a tarefa não será fácil. A diferença entre a inflação observada e a meta é de 3,4 pontos percentuais (5,4 – 2,0) e aumentou no último mês de janeiro.

3

Gráfico 1 – Desempenho da inflação ao consumidor nos EUA

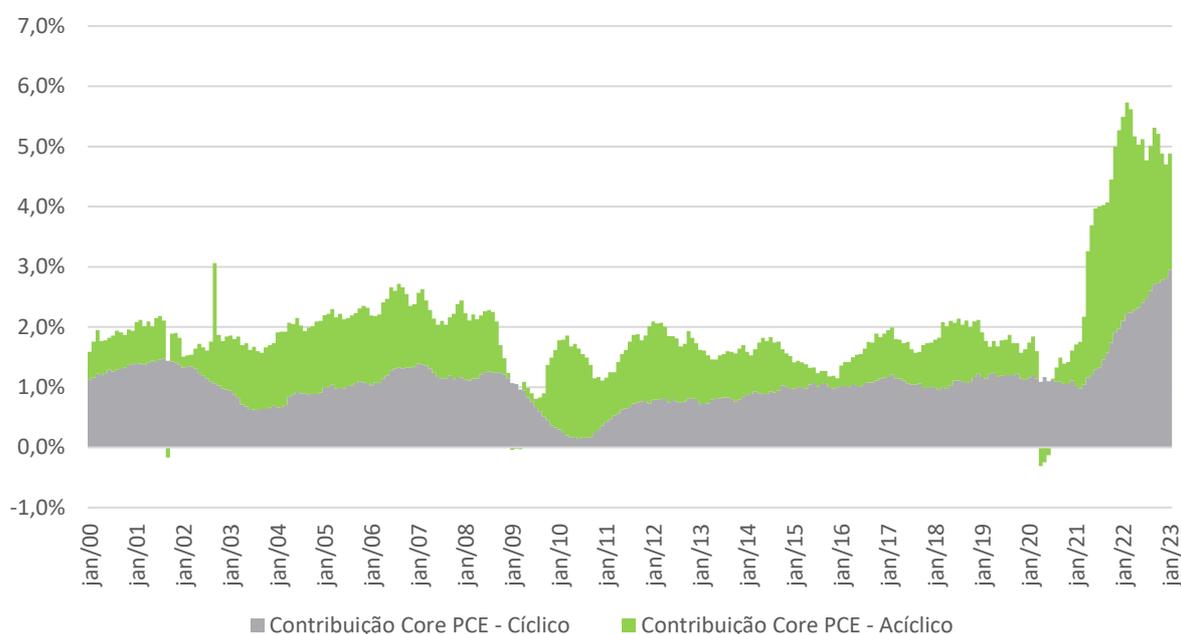


Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis e TM3 Capital.
Nota: Personal Consumption Expenditures (PCE).

Demais indicadores de inflação mostram o mesmo problema de escalada de preços. Os dados do Consumer Price Index (CPI) estão mais pressionados e indicando uma inflação anualizada de 6,3% em janeiro de 2023. Em 12 meses, a energia subiu 8,7% com diesel aumentando em 27,7% e gás 26,7%. Chegou ao pico em junho de 2022, com um valor de 8,9%, mas parece ter estacionado no valor de 6%. Em estudo do FED San Francisco, existe a quebra entre as principais contribuições para o núcleo do PCE entre dois segmentos: cíclicos e acíclicos. Ao contrário do que a intuição levaria a crer, o componente de contribuição cíclica se refere justamente a elementos que levam a inflação a ser mais persistente, pois estão relacionados ao ciclo econômico, enquanto o componente acíclico se refere a categorias de preços atreladas a fatores específicos dentro da economia.

Nos últimos 12 meses, ambos estão bastante elevados em relação à média histórica. O ponto importante, no entanto, é que a alta crescente do componente cíclico revela que o atual ciclo econômico está alimentando a inflação elevada, contrariando a visão dos mais otimistas de que a inflação atual é passageira, fruto somente da pandemia e alta de commodities. Ela é fruto disso, mas também de um claro sinal de *overheating*, ou sobreaquecimento, da principal economia do mundo.

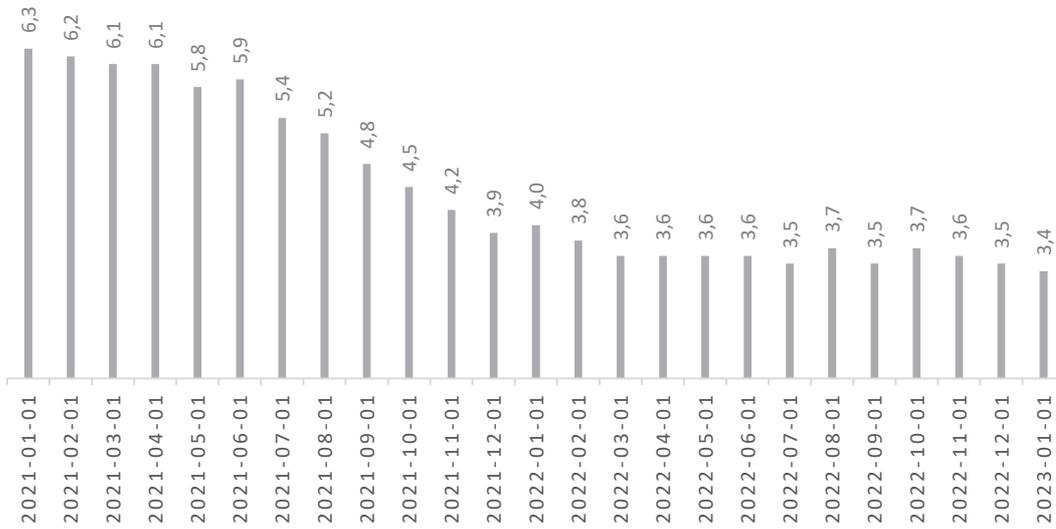
Gráfico 2 – FED San Francisco: Contribuições Cíclicas e Acíclicas ao núcleo de Inflação



Fonte: Federal Reserve Bank of San Francisco, Cyclical and Acyclical Inflation.

O que os textos dos livros de economia relevam é que, para reduzir o atual processo inflacionário (representado pela alta crescente do componente cíclico – atrelado ao ciclo econômico), é necessário um movimento de aumento do desemprego e desaceleração da principal economia do mundo. Quando observamos dados do mercado de trabalho, percebemos que o mercado continua apertado, indicando um excesso de demanda por mão de obra. Nesse cenário, salários e preços são pressionados, alimentando o atual processo inflacionário. O Gráfico 3 descreve a forte queda na taxa de desemprego na economia dos EUA. Entre janeiro de 2021 a 2023, a taxa de desemprego caiu de 6,3% para 3,4% da força de trabalho, reduzindo a demanda por seguro-desemprego, por exemplo.

Gráfico 3 – Taxa de desemprego nos EUA

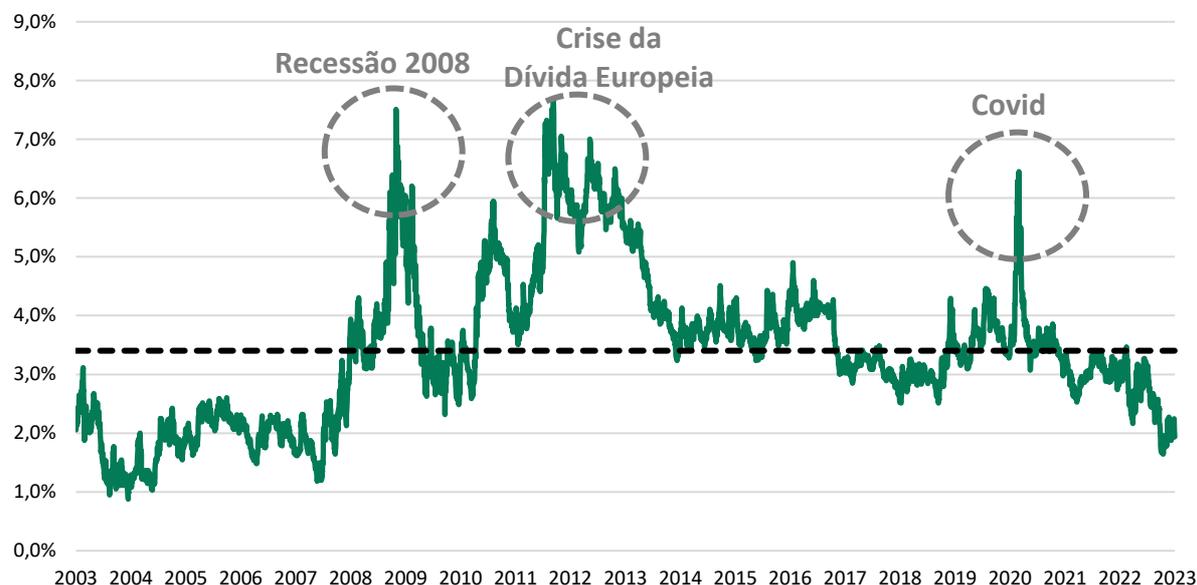


Fonte: US. Bureau of Labor Statistics, Unemployment Rate [UNRATE].

O mercado financeiro vem revendo suas expectativas de juros, indicando que o FED – banco central dos EUA – terá que aumentar mais a taxa de juros para combater o processo inflacionário. Como as taxas de juros de curto prazo estão maiores do que as de longo prazo, o mercado sinaliza para uma desaceleração da atividade produtiva ou até mesmo uma recessão econômica. A parte que nos alarma é que, apesar desse cenário provável de caos, com recessão repetição precipitada pela curva de juros, aumento do custo de capital e redução dos lucros contratada pelo aumento das despesas financeiras, a bolsa americana parece precificar um pouso suave seguida por uma retomada em céu de brigadeiro. No Gráfico 4, comparamos a rentabilidade dos lucros projetados para o ano de 2023, com as taxas de juros para títulos de 10 anos de vencimento dos EUA (supostamente o investimento mais seguro do mundo) e chegamos ao Equity Risk Premium (ERP), o prêmio de risco estimado que o investidor está correndo para ter ações, ao invés de se expor somente em títulos públicos.

Essa relação nos revela um ponto preocupante: o investidor de ações nos EUA está recebendo o menor prêmio dos últimos 14 anos. Como a história mostra, existe uma tendência clara de aumento do ERP em momentos de estresse e recessão. Se nosso cenário estiver correto, e a inflação americana só ceder em virtude de uma desaceleração mais abrupta da economia, a tendência é que tenhamos um aumento significativo do ERP que, em nossa visão, só ocorrerá através de um método: queda brusca do S&P500, principal índice de ações dos EUA.

Gráfico 4 – Prêmio de Risco do Equity (Earnings Yield S&P500 – Taxa de Juros 10 anos USA)



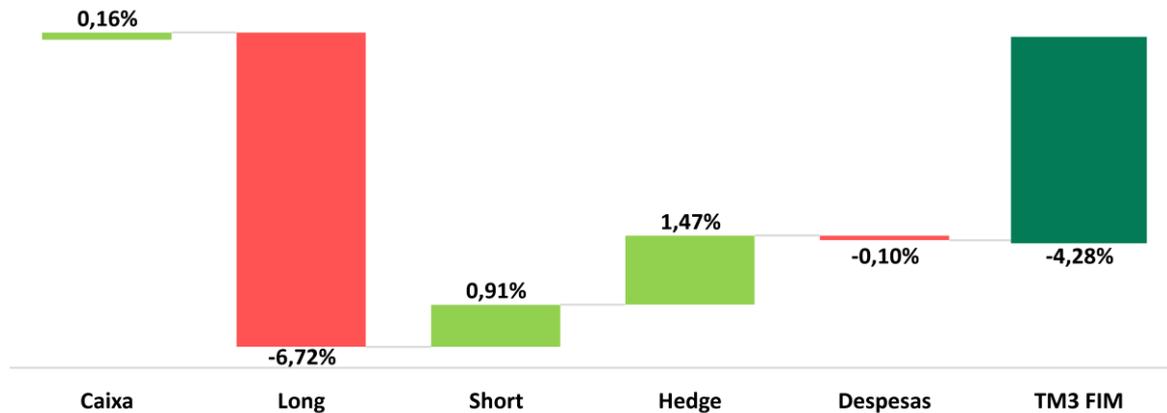
Dessa forma, hoje possuímos uma posição considerável em nosso hedge: uma posição vendida em S&P500 que tem exposição média entre 15% e 25% do PL do fundo. Temos sido bastante ativos no tamanho dessa posição e aumentamos à medida que vemos mais espaço para quedas. Na última quinzena de fevereiro, aumentamos consideravelmente logo após o índice americano voltar a superar os 4.150 pontos. Entendemos que, além do ganho direcional que possui bom risco/retorno, vemos essa posição como estratégica para a defesa do restante da carteira e, por isso, sua classificação como hedge: é improvável que o S&P500 sofra uma grande desvalorização sem isso ser refletido nos demais mercados acionários do mundo (entre eles, o brasileiro, onde temos maior exposição).

A nossa tese macro de desaceleração dos EUA é uma das principais para o ano de 2023 e deve perdurar, no mínimo, até o final do terceiro trimestre. Seguiremos acompanhando os principais indicadores e alertaremos nossos cotistas à medida que nossas convicções forem se alterando.

Estratégia: renda variável

No mês de dezembro, o **TM3 Long Biased FIM** obteve uma performance negativa de -4,28%, contra um CDI de 0,92% e um IBOV de -7,49%.

7



Posição Long – No mês de fevereiro tivemos uma performance negativa de -6,72% em nossas ações compradas. Nossos principais destaques de performance foram: São Martinho e Irani, que tiveram, respectivamente, 8,7% e 8,06% de alta no mês de fevereiro.

Apesar do desempenho ruim da bolsa brasileira, conseguimos estabelecer um desempenho superior em parte pela nossa alocação tática. A tese de São Martinho é um investimento que categorizamos como uma boa oportunidade. A São Martinho é uma das principais produtoras de açúcar & etanol listadas na bolsa brasileira. Com um longo histórico de performance positiva, geração de lucros constantes e um dos menores custos-caixa da indústria, é uma empresa que facilmente carregáramos por vários anos em nosso portfólio. Entretanto, observamos uma janela interessante para adquirir a companhia: a ação acumulou queda de mais de 30% ao final do ano passado, em virtude da extensão da desoneração de tributos sobre a gasolina. Essa retirada de impostos tirou a atratividade do etanol, que ficou anticompetitivo em termos de preço quando comparado à autonomia da gasolina. Nossa entrada se deu pela leitura de que a reoneração era inevitável, em razão da demanda por parte do Ministério da Fazenda, e da necessidade de reequilíbrio fiscal após a PEC da transição. Desde meados de janeiro, a ação já recuperou a queda de dezembro e acreditamos que tenha mais espaço para continuar se valorizando, em decorrência de um cenário construtivo para preços de petróleo e preços de açúcar fixados em patamares elevados.

Dado o cenário de falta de direção que a bolsa brasileira vive, nossos cotistas podem continuar esperando um posicionamento ativo, com alocações táticas e inteligentes.

Posição Short – O desempenho da carteira short foi de 0,91% e alinhado com a má performance da bolsa brasileira no mês de fevereiro. Não tivemos grandes destaques entre nossa cesta de empresas vendidas e o principal posicionamento continua sendo BOVV11 e SMAL11.

Hedge – Nossas proteções tiveram performance positiva de 1,47%, fruto de nossa posição vendida em S&P e operações estruturadas com opções. Entendemos que essas proteções serão vitais nesse momento e, conforme explanado na carta, uma queda do S&P500 definitivamente terá algum impacto na bolsa brasileira (entendemos que a queda de 2,61% do S&P em fevereiro também contribuiu para a performance negativa do Ibovespa). Além disso, também adicionamos ao nosso hedge uma posição pequena comprada em ouro.

Equipe TM3 Asset Management.

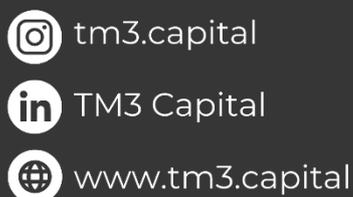


Recomendações: É recomendada a leitura do regulamento do Trivella M3 FIM antes de decidir aplicar seus recursos. Esta lâmina foi elaborada pela Trivella M3 Investimentos S/A. (Trivella M3) e não pode ser reproduzida ou redistribuída para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Trivella M3. Informações adicionais sobre a lâmina e as oportunidades de investimento se encontram disponíveis quando solicitadas. Esta lâmina tem como único propósito fornecer informações e não constitui ou deve ser interpretada como uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócio específica. Performance passada não garante rendimentos futuros.

TM3

CAPITAL

+55 41 9245-0988 | +55 41 3121-0800
relacionamento@tm3.capital



tm3.capital

TM3 Capital

www.tm3.capital

R. Heitor Stockler de França, 396 - Sala 801
Bloco Neo Corporate
Centro Cívico - 80530-000
Curitiba - PR, Brasil