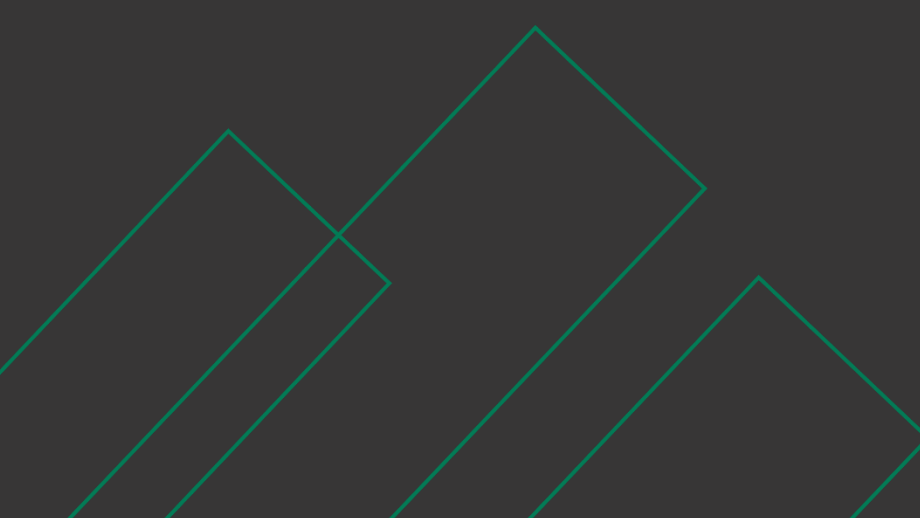




# Carta aos Investidores

## Março de 2023



# A Taxa de Juros na Economia Brasileira

Curitiba, 6 de abril de 2023.

2

## Introdução

Nesta carta, vamos apresentar e discutir o desempenho da inflação brasileira e seus impactos na curva de juros da economia e no posicionamento atual da carteira.

Combater o atual processo inflacionário é o maior desafio da economia brasileira. A inflação na ordem de 5,60% ao ano está acima da meta de 3,25% e do seu limite superior de 4,75%. Provavelmente, será mais um ano em que o presidente do Banco Central do Brasil (BCB) escreverá uma Carta Aberta justificando o não cumprimento da meta. Contudo, cabe destacar que o BCB está comprometido em baixar a inflação, e sua comunicação ao mercado reforça o compromisso institucional em trazer o IPCA para a meta. Entretanto, ruídos no canal de comunicação, com possíveis mudanças nas metas de inflação e indefinições sobre o novo arcabouço fiscal, criaram incertezas econômicas as quais contaminaram as expectativas de inflação de longo prazo. Nesse caso, o BCB foi duro em seu comunicado pós-Copom e em sua Ata da 253ª reunião. Mostrou-se desconfortável com o aumento das expectativas de inflação e sinalizou que a taxa de juros Selic pode não baixar no primeiro semestre deste ano. Em alguns momentos, sinalizou até uma possível alta caso ocorresse uma deterioração maior das expectativas do IPCA. Com isso, acompanhar o cenário político sobre o arcabouço fiscal e as declarações dos ministros da Fazenda e Planejamento (ambos membros do Conselho Monetário Nacional – CMN) torna-se essencial.

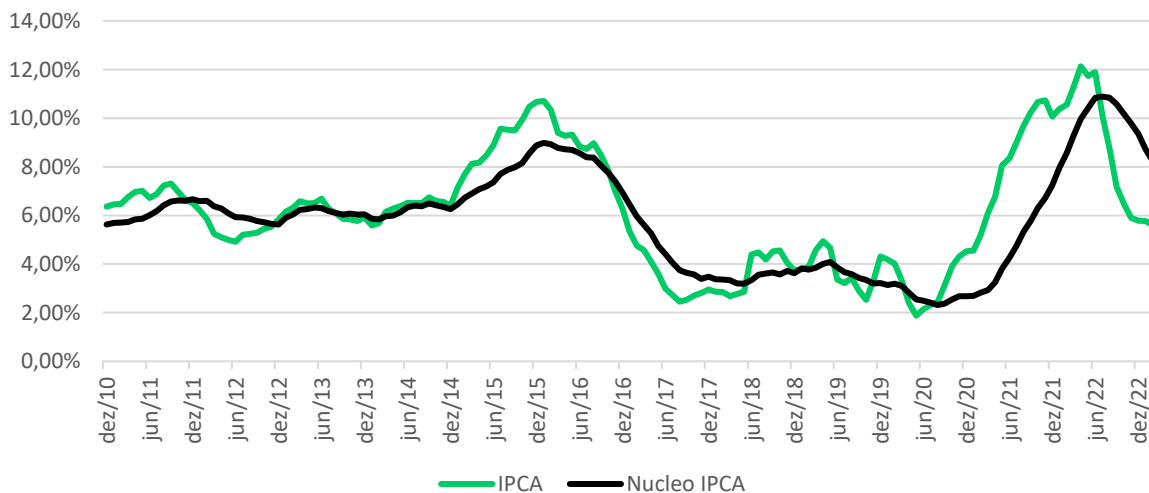
## Economia Brasileira

3

O Gráfico 1 destaca a resistência da inflação em cerca de 5,5% ao ano, após uma queda expressiva nos preços administrados, em especial combustíveis e energia. Um segundo estágio do processo de desinflação será mais lento visto que os núcleos de inflação tendem a se reduzir em menor velocidade. Núcleos de inflação mais persistentes indicam fortalecimento da demanda agregada e maior rigidez nos preços. Em um primeiro momento, observamos um maior núcleo em bens, mas que foi movida para serviços e, por consequência, exige um arrefecimento da atividade econômica.

Essa resistência da inflação foi relatada na Ata do Copom. No cenário de referência, as projeções de inflação situam-se em 5,8% para 2023 e 3,6% para 2024. Ou seja, uma inflação, em 2024, acima da meta de 3,0%. Todavia, o Copom enfatizou que, se forem mantidos os juros estáveis ao longo de todo o horizonte relevante, as projeções de inflação irão situar-se em 5,7% para 2023, 3,3% para o terceiro trimestre de 2024 e 3,0% para 2024. Nesse sentido, a manutenção dos juros em patamares elevados é fundamental para ancorar as expectativas de inflação para 2024.

**Gráfico 1 – Desempenho da inflação brasileira: dez/2010 a fev/2023**



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaborado por TM3 Capital.

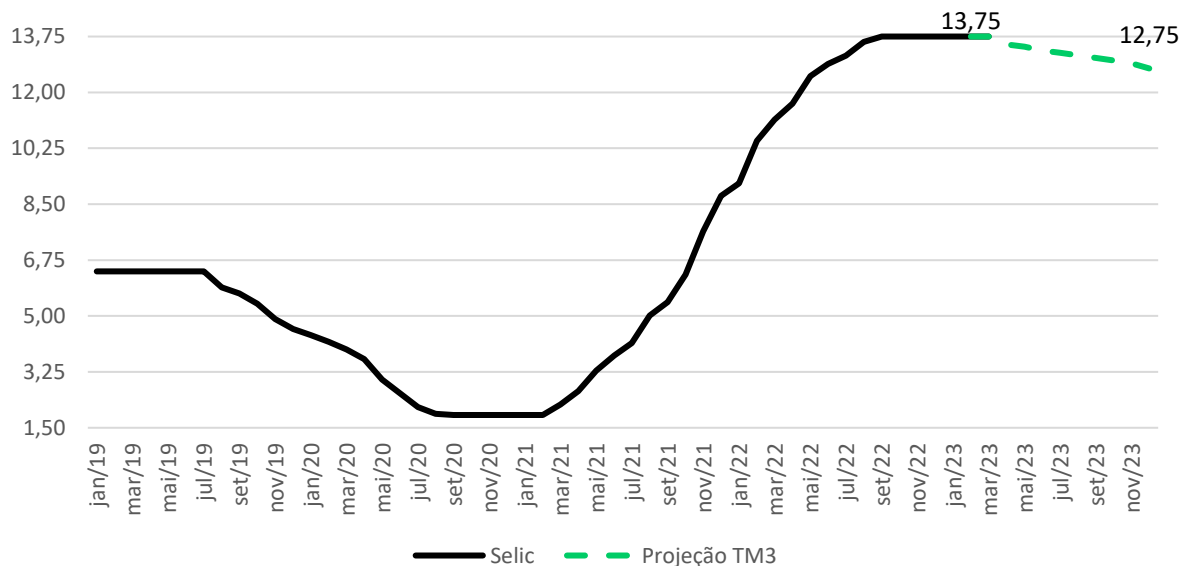
Em 2017, a inflação ao consumidor começou a ceder trazendo o núcleo de inflação para baixo também. O IPCA caiu para cerca de 3,0% assim como o núcleo. Atualmente, a inflação brasileira está resistente e o seu núcleo rodando em cerca de 8% ao ano. Em vista disso, o Banco Central

do Brasil, em seu comunicado, argumenta que o país passa por uma inflação de demanda, mas que, mantendo os juros elevados, essa inflação tende a arrefecer.

O mercado de crédito mundial foi abalado com a crise dos bancos estaduais nos EUA. O Fed (Banco Central dos EUA) argumentou que espera uma redução dos empréstimos para os próximos meses e uma condição adversa do sistema financeiro global. Com isso, o Copom destacou dois fatores que podem contribuir para uma queda do IPCA. Primeiro, uma desaceleração da economia mundial, jogando os preços das commodities para baixo. Segundo, no caso brasileiro, uma desaceleração na concessão doméstica de crédito maior do que seria compatível com o atual estágio do ciclo de política monetária.

Por outro lado, o Copom declarou preocupação especial na desancoragem das expectativas de longo prazo. Argumentou que expectativas de inflação mais elevadas embutidas na formação de preços e salários, tornando o processo de desinflação mais custoso em termos de trazer a inflação à meta estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

**Gráfico 2 – Desempenho e projeção da taxa de juros Selic**



Fontes: BCB e TM3 Capital.

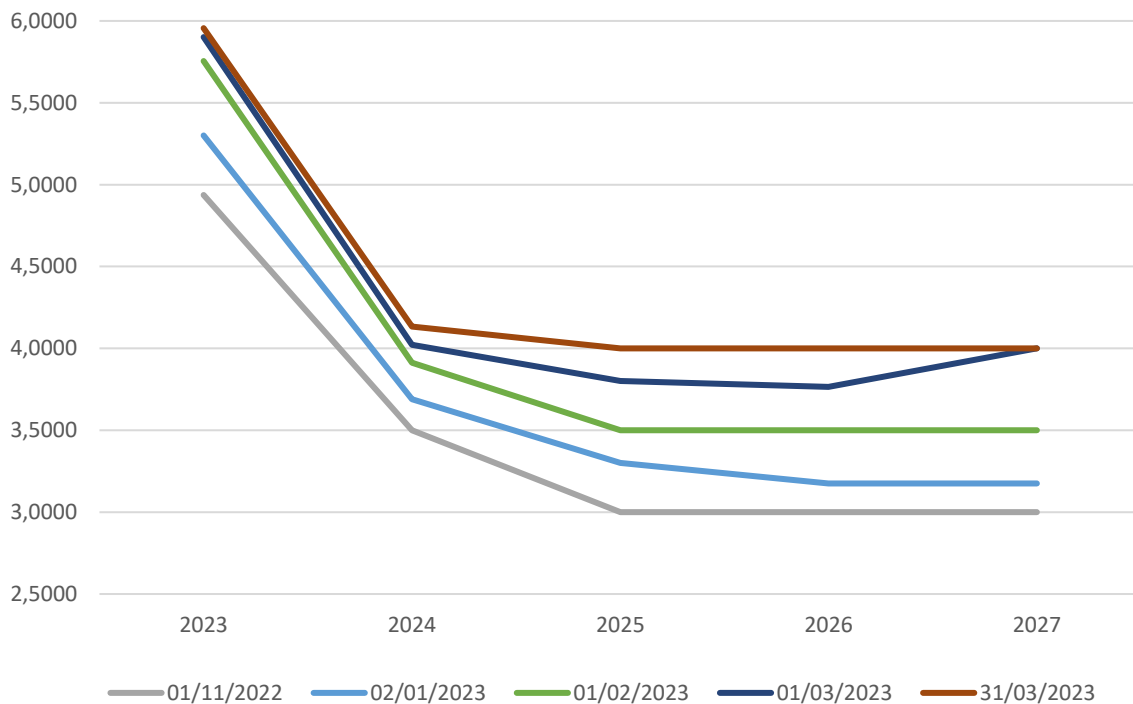
Vale destacar que, após a divulgação do novo arcabouço fiscal, observamos que o Relatório Focus não mostrou um aumento significativo da desancoragem inflacionária. Entretanto, fica evidente o processo de deterioração, dado que, ao compararmos as curvas de inflação do respectivo relatório, pode-se observar um aumento substancial das expectativas de longo prazo que, no momento, já assumem uma mudança na meta de inflação do Banco Central de 3,0%

para 4,0% ao ano. Sendo assim, esperamos que a taxa de juros Selic permaneça elevada, caindo 1 ponto percentual, para dezembro, no valor de 12,75%.

Muito se discute sobre os motivos inerentes ao fato de o Banco Central ainda não ter cortado os juros e, como citado anteriormente, ao analisarmos os Relatórios Focus de períodos anteriores, fica evidente o porquê isso não aconteceu: uma forte desencoragem das expectativas de inflação desde a eleição presidencial, principalmente para os períodos mais longos. Esse tipo de movimento coloca o Banco Central em uma posição desconfortável, dado que o mesmo governo, que causou grande parte do aumento das expectativas, clama por corte de juros.

5

**Gráfico 3 – Expectativas de inflação Focus**



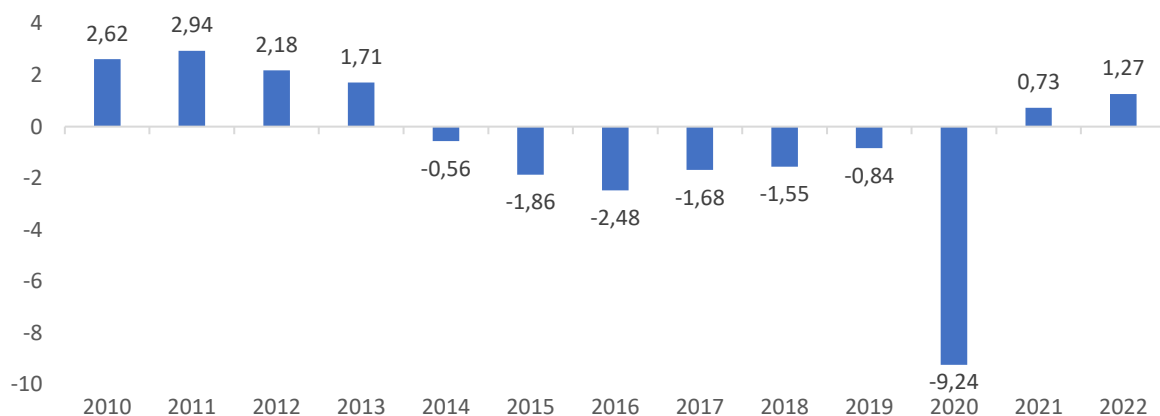
## Arcabouço Fiscal

O novo regime de política fiscal foi bem recebido na quinta-feira, dia 30 de março. A Bolsa de Valores de São Paulo subiu, os juros e o dólar caíram, e o mercado ficou entusiasmado com as projeções de resultado primário em percentagem do PIB de -0,5% em 2023, 0% em 2024, 0,50% em 2025 e 1,00% em 2026. Porém, no dia seguinte, o mercado avançou no terreno mais

pessimista, reduzindo o Índice da Bolsa de Valores e pressionando os juros futuros. Fazendo a conta, os analistas estimam que será inevitável um aumento da carga tributária para fazer frente aos resultados primários projetados, o que também gera uma preocupação no âmbito da credibilidade da proposta. Em razão disso, o mercado espera ansiosamente mais informações no texto que será encaminhado ao Congresso Nacional. É importante destacar que, quando o Congresso começar a atuar sobre o arcabouço, a tese de um governo Lula mais ponderado, devido ao equilíbrio dos poderes, será posta à prova. Um sinal de fraqueza ou plena colaboração pode ser prejudicial e aumentar ainda mais o risco fiscal.

Por fim, ao realizarmos um simples exercício da razão Dívida Líquida/PIB, com o "desejo" do governo de estabilizar a razão em 2026, chegamos à necessidade de um superávit primário relevante, que não é alcançado de forma sistemática há anos.

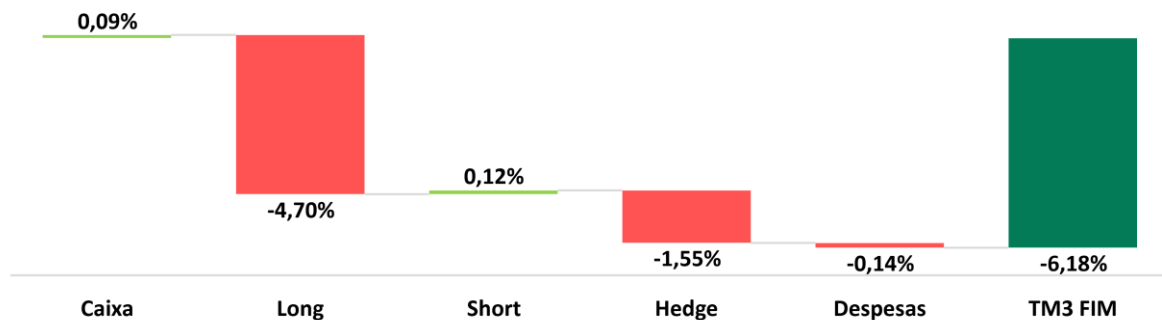
**Gráfico 4 – Superávit primário para estabilização da Dívida/PIB**



Dessa forma, aguardamos ansiosamente os próximos passos do Ministério da Fazenda, os quais serão determinantes para a credibilidade da meta com o mercado.

### Estratégia: renda variável

No mês de março, o **TM3 Long Biased FIM** obteve uma performance negativa de -6,18% contra um CDI de 1,17% e um IBOV de -2,91%.



7

**Posição Long:** No mês de março tivemos uma performance negativa de -4,70% em nossas ações compradas. Nossos principais detratores de performance foram 3R Petroleum e Arezzo, que caíram -19% e -15% no mês.

Após dois meses com performances relativas melhores que o Ibovespa, o mês de março ficou aquém do que nos propomos a entregar. Apesar disso, gostaríamos de reiterar nosso compromisso com os melhores esforços para proteger os recursos de nossos cotistas, sem ficar de braços cruzados observando nossas posições derreterem. Como exemplo disso, gostaríamos de destacar duas teses que foram responsáveis por mais de 2,5 pontos percentuais de performance negativa no mês de março – 3R e Arezzo. Mesmo sendo duas teses de que temos boa convicção com suas históricas microeconômicas e entender que são teses aderentes à nossa leitura macroeconômica atual, não temos apego e, se os fundamentos ou fluxo deterioram, não temos constrangimento em diminuir ou zerar nossas posições.

A 3R Petroleum teve um dos piores meses de sua história, afetada tanto pelo cenário macroeconômico (queda do preço de petróleo, em virtude do medo de recessão – reiteramos que achamos uma das commodities mais atrativas em termos de perspectiva de oferta/demanda), como microeconômico, com o possível imposto de exportação de petróleo, suspensão das transações feitas pela Petrobras (que, no caso de 3R, não entendemos como risco material) e um claro movimento de maior interferência estatal no setor de petróleo. Esses fatores microeconômicos foram obviamente os que mais impactaram no mês e resultaram nessa queda de 3R Petroleum e do setor (para efeito de comparação, PetroRio caiu -8% e PetroReconcavo -28%). Após longa discussão e, mesmo entendendo que a precificação atual ainda era muito atrativa, zeramos a nossa posição, entendendo que o momento atual não seria corrigido tão cedo.

O caso de Arezzo segue linha similar, com uma exposição ao varejo alta renda (em teoria, mais resiliente e menos sensível à desaceleração econômica), com uma TIR estimada interessante e uma tese micro bastante clara, encabeçada por um time de gestão acima da média. Infelizmente, após um resultado “ok”, mas que decepcionou o mercado, a ação sofreu uma queda de 11% em um único dia. Entendemos parte disso como exagero; porém, é um sinal de que mesmo as teses mais resilientes já começaram a sofrer. Colocando nosso portfólio em perspectiva, com o *price action* após o resultado piorando consideravelmente, foi outra posição que resolvemos zerar, buscando concentrar em outras teses que vivem melhor perspectiva de curto e médio prazo.

8

O que queremos ressaltar com essas atitudes tomadas ao longo do mês é que não estamos sendo remunerados somente pela análise do cenário macro e microeconômico, mas também pela gestão do portfólio, que consiste em saber quando agir e quando não agir, sem apego às posições ou análises.

**Posição Short:** O desempenho da carteira Short foi de 0,12% positivo, mas abaixo do que entendemos como razoável para um mês de queda na bolsa. O motivo pelo qual não tivemos uma melhor performance em nossas posições vendidas foram algumas ações individuais que performaram acima do mercado, em virtude de resultado e da recuperação do final do mês na expectativa do arcabouço. Dessa forma, reformulamos a cesta de ativos vendidos e aumentamos o posicionamento em BOVV11 e SMAL11.

**Hedge:** Nossas proteções tiveram performance negativa no mês. Apesar de a primeira quinzena ter sido positiva para nossa proteção voltada à venda do S&P500, com deterioração dos bancos regionais, o S&P terminou o mês subindo +3,51%. Apesar do fluxo positivo na bolsa americana, após atuação precisa do Fed visando manter a estabilidade financeira, mantemos nosso posicionamento vendido no principal índice de ações do mundo. Além disso, continuamos com uma posição pequena comprada em Ouro.

**Equipe TM3 Asset Management.**



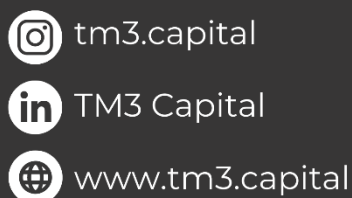


**Recomendações:** É recomendada a leitura do regulamento do Trivella M3 FIM antes de decidir aplicar seus recursos. Esta lâmina foi elaborada pela Trivella M3 Investimentos S/A. (Trivella M3) e não pode ser reproduzida ou redistribuída para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, 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