



Carta aos Investidores

Dezembro de 2022

Perspectivas para 2023

Curitiba, 06 de janeiro de 2023

2

Introdução

Nesta carta, vamos apresentar e discutir as perspectivas econômicas para economia brasileira em 2023 e o posicionamento atual da carteira.

Em 2022, o mercado acionário brasileiro ficou praticamente estagnado, gerando pouca rentabilidade. O Ibovespa, principal índice do mercado de capitais, iniciou o ano ao nível de 104 mil pontos e fechou no patamar de 110 mil pontos, ou seja, uma valorização de apenas 4,69%, mesmo com um desempenho do PIB surpreendente. No início de 2022, o mercado esperava uma expansão tímida da atividade produtiva, na ordem de 0,36%. Contudo, o PIB está indicando um crescimento robusto de cerca de 3%, puxado pelo consumo das famílias, gastos do governo e setor de serviços. Infelizmente, o maior crescimento econômico não se transformou em rentabilidade para o mercado de capitais, em virtude das incertezas fiscais, em especial sobre o novo arcabouço o qual será definido pelo governo Lula e discutido e aprovado no Congresso Nacional. Esse ambiente de incerteza pressionou os juros futuros de longo prazo para cima, impactado negativamente o preço das ações e títulos prefixados, por exemplo. O desgaste político-institucional no processo de discussão e aprovação da PEC da Transição também contribuiu para esse cenário, pois culminou em contaminar as expectativas de inflação para 2023, 2024 e até mesmo para 2025. Com isso, entendemos que o maior desafio do Banco Central do Brasil (BCB) consiste em trazer as expectativas de inflação para a meta, no médio prazo para avançar no crescimento econômico sustentável e uma possível redução da taxa de juros Selic a partir do segundo semestre de 2023.

Perspectivas para 2023

A tabela 1 indica as principais projeções do mercado do Relatório Focus de dezembro de 2022. A ideia central é destacar como os agentes financeiros estão visualizando a economia brasileira para os anos de 2023 e 2024 e, com isso, direcionar um posicionamento da carteira. Espera-se um crescimento do PIB de 0,80 para 2023. Os resultados positivos provavelmente ocorrerão pela expansão da agropecuária (3,0%) e da indústria extrativa mineral (3,5%). O consumo das famílias (0,6%) e serviços (0,3%), importante para a retomada da atividade econômica, provavelmente terão crescimento abaixo do PIB, refletindo a desaceleração da economia em um ambiente de taxa de juros elevada.

3

Tabela 1 – Cenário de Referência para 2023

Variável	2022e	2023e	2024e
PIB (%)	3,04	0,80	1,50
IPCA (%)	5,62	5,31	3,65
IPCA – Administrados (%)	-3,63	6,23	4,00
Meta Taxa de Juros Selic (%) – fim de período	13,75	12,25	9,00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$) – fim de período	5,28	5,27	5,26
Balança Comercial (US\$ bilhões)	56,90	58,00	53,00
Transações Correntes (US\$ bilhões)	-51,30	-47,10	-45,00
Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	57,50	61,95	64,00
Resultado Primário (% do PIB)	1,20	-1,20	-1,00
Resultado Nominal (% do PIB)	-5,20	-8,60	-6,80

Fontes: BCB, IBGE, Relatório Focus e TM3 Asset Management.

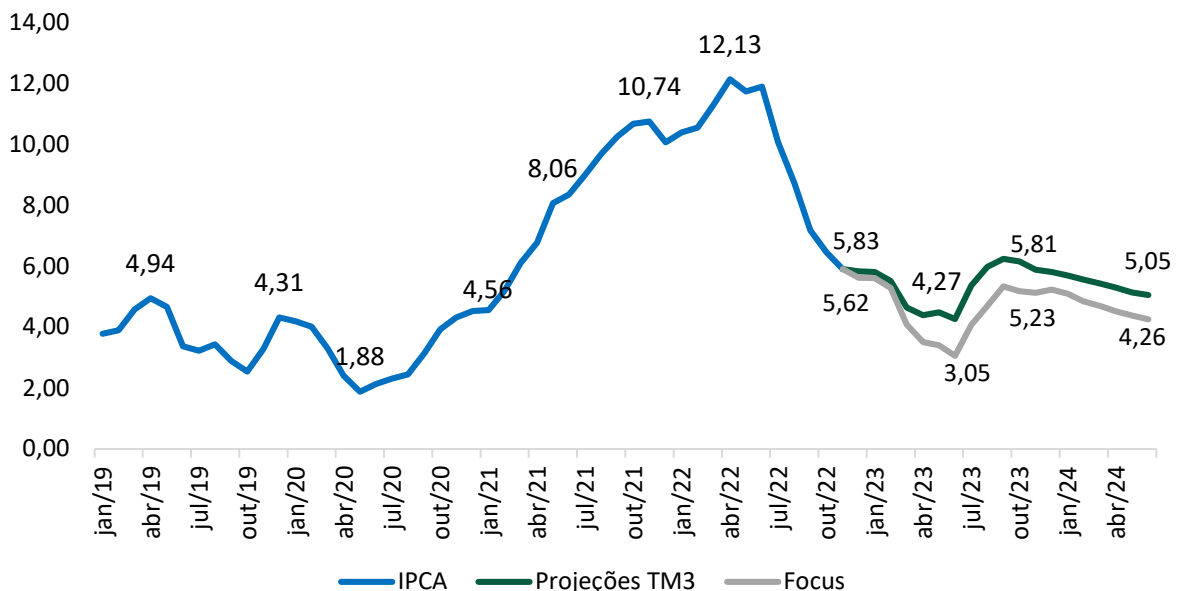
Notas: A meta da taxa Selic e a taxa de câmbio estão definidas para 2022.

As condições fiscais tendem a piorar. A dívida líquida em relação ao PIB deve subir de 57,51% em 2022 para 64,70 em 2024, com déficits primários mais perto de 1,5% do PIB. Com taxa de juros mais elevada, a dívida pública (resultado nominal) chegará a 8,65% em 2023 e depois cairá para 6,50% do PIB no ano seguinte.

Projeção do IPCA

As projeções de IPCA para 2022 situam-se em 5,90 para a TM3 Capital e Pesquisa Focus de Mercado. Entretanto, esperamos uma desaceleração menos acentuada para 2023, com IPCA de 5,72% em 2023 contra 5,31% do Focus. Neste sentido, temos uma taxa de juros mais próxima de 12,25%. De qualquer forma, esperamos que no segundo semestre de 2023, o Banco Central do Brasil (BCB) venha a iniciar o processo de redução dos juros Selic.

Gráfico 1 – Projeções da Inflação, IPCA.



Fontes: IBGE, Focus Mercado e TM3 Asset Management.

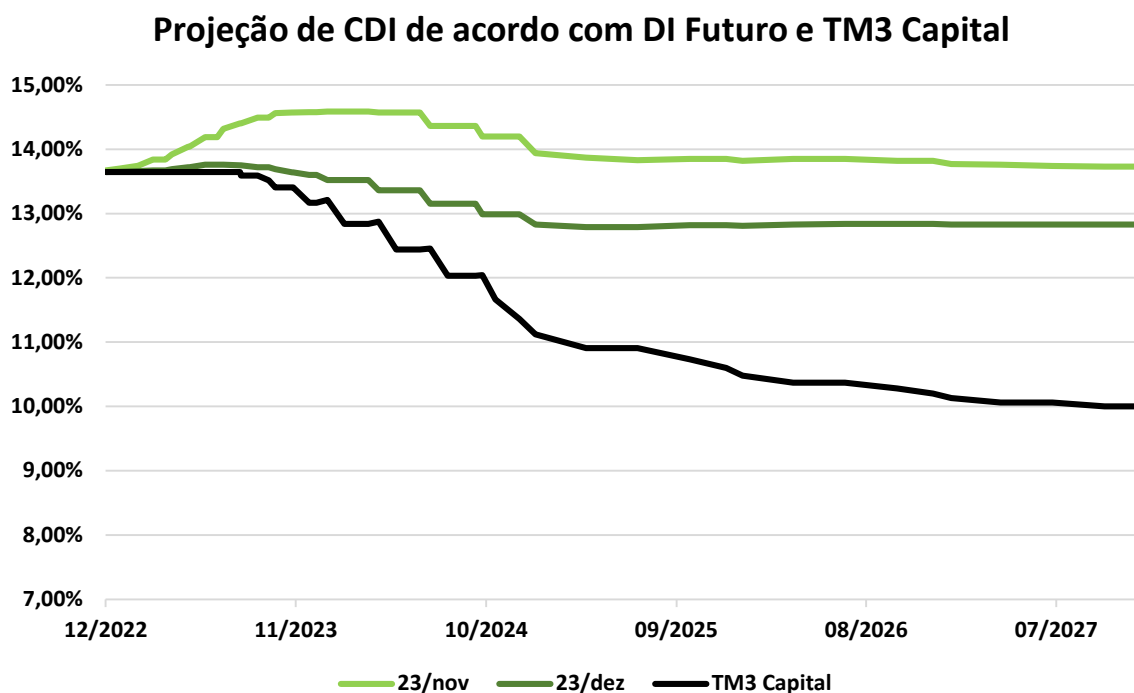
Essa redução dos juros está condicionada ao cenário fiscal menos incerto, com um arcabouço fiscal crível, isto é, alinhado com o mercado financeiro. Caso contrário, com condições fiscais mais adversas, esperamos aumento da taxa de câmbio, dos juros e da inflação. O desequilíbrio macroeconômico iria inviabilizar uma redução da meta Selic, por parte do BCB.

Projeção de juros

As projeções de Juros têm sido fortemente impactadas pela incerteza do cenário fiscal, que tem adicionado prêmios relevantes ao longo da curva de juros. A discussão da PEC da Transição causou um choque em todos os vértices, com impacto relevante nos vértices mais curtos. Com a desidratação da PEC, e moderação do discurso, a curva voltou a ceder, começando a precificar cortes moderados de Selic para os próximos 2 anos. Para efeito de comparação, no dia 23 de novembro, auge do estresse, a curva de contratos futuros de DI precificava uma Selic que atingia seu ápice em 15,25% na metade de 2023, e encerrava o ano em 14,50%, e 12,50% ao final de 2024. Um mês depois, a curva já precificava uma taxa Selic de 13,00% em 2023 e 12,00% ao final de 2024. A TM3 Capital, em sua projeção macroeconômica, trabalha com cenários de 12,25% de taxa Selic para final de 2023 e 9% para o final de 2024, havendo então uma possibilidade de redução ainda maior, condicionada a apresentação de um arcabouço fiscal crível e uma política fiscal alinhada a atual política monetária.

5

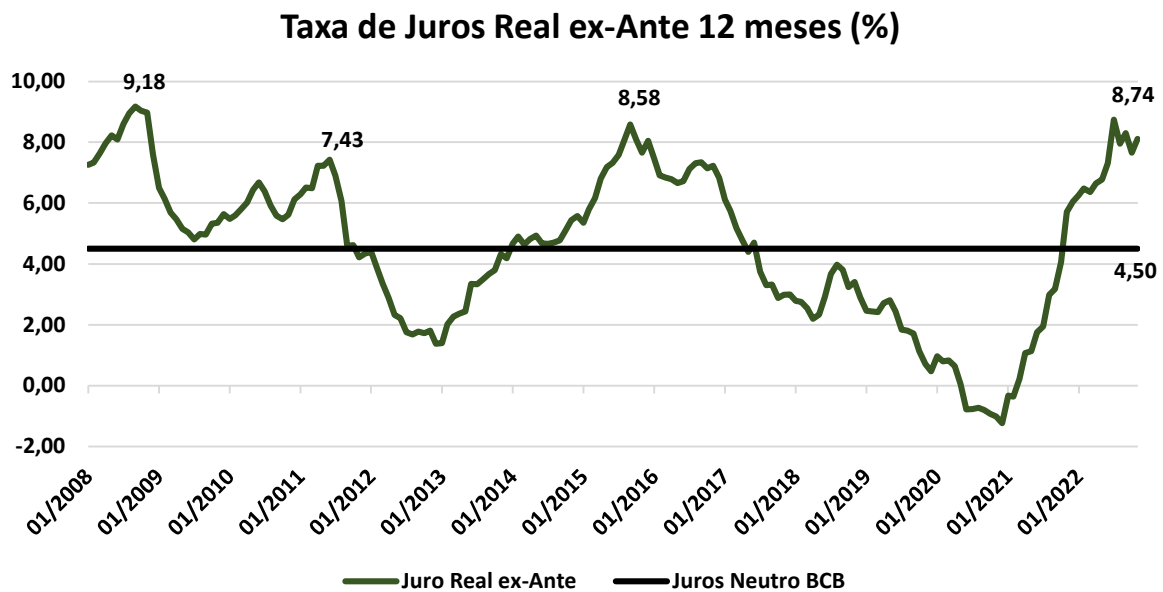
Gráfico 2 – Curva de DI Futuro e projeções TM3.



Os motivos pelos quais projetamos taxas de juros menores estão ligados principalmente aos patamares atuais de juros reais. Observando uma série histórica de Juros Real Ex-Ante (onde associamos as taxas de juros praticadas em relação as expectativas de inflação para os próximos 12 meses), vemos que a diferença está historicamente alta e bem acima da taxa de juros neutro. Ou seja, o patamar atual de juros, nos parece um patamar inequivocamente contracionista, de forma que deve cumprir sua função de conter a inflação, mesmo com o gasto contratado via PEC.

6

Gráfico 3 – Taxa de Juros Real ex-antes de 12 meses.



O tamanho e velocidade dos cortes, obviamente, ficam condicionados à credibilidade daqueles que conduzem a política fiscal, e seus próximos passos, ponto reforçado na última ata do COPOM: “O Comitê acompanhará com especial atenção os desenvolvimentos futuros da política fiscal e, em particular, seus efeitos nos preços de ativos e expectativas de inflação, com potenciais impactos sobre a dinâmica da inflação prospectiva”.

Oportunidades e riscos

Vemos tanto as empresas ligadas com exportação e commodities, como empresas domésticas, com grandes oportunidades em 2023, mas com diferenças cruciais no timing dessa oportunidade.

As empresas de exportação poderão se beneficiar do maior crescimento Chinês, pois esperamos uma expansão de cerca de 4,5% em 2023, contra um PIB de 3% neste ano, em virtude das medidas de reabertura da economia, após o fim da política de Covid-Zero. Aliado a este fator, dólar, que obteve forte apreciação frente ao real desde a pandemia, deve se manter em patamar elevado, impulsionado as exportações brasileiras. O risco dessa estratégia está relacionado ao tamanho da desaceleração na economia dos EUA, que historicamente costuma acarretar desvalorização nos preços das commodities, com impacto negativo sobre as empresas exportadoras.

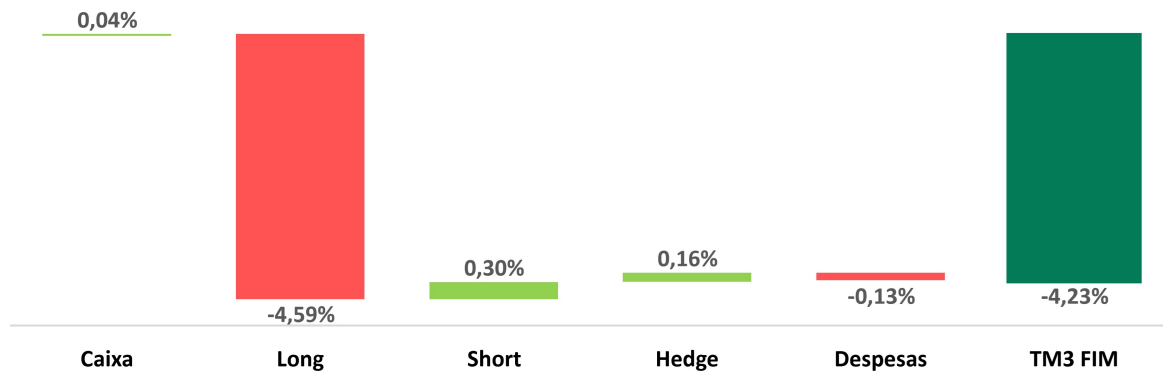
Dentre todas as commodities, acreditamos que ano de 2023 deve continuar a ser positivo para as empresas de petróleo, em virtude da manutenção do quadro de desequilíbrio entre oferta e demanda, sustentando uma pressão altista para os preços. Entre os fatores que consideramos positivos para a continuidade de preços elevados estão: (i) curva de demanda preço-inelástica, ou seja, o petróleo é um bem essencial; (ii) retomada da economia chinesa, com menos restrição de mobilidade social; (iii) fim da política de liberação de reservas estratégicas pelo governo dos EUA; e (iv) restrição da oferta por parte dos países produtores de petróleo. Com efeito, o consenso de mercado prevê hoje um cenário de preços do barril de petróleo que gira entre US\$ 85 e US\$ 130, com a mediana do mercado se situando em US\$ 90/barril.

As empresas domésticas poderão também ser grande oportunidade de rentabilidade, mas visualizamos esse retorno se materializando no segundo semestre. Uma possível queda da meta de juros Selic no 2º semestre, como discorremos anteriormente, possibilitará uma valorização das empresas sensíveis aos juros. Vemos grande assimetrias nessas companhias, com foco especial nas empresas ligadas a construção civil, vestuário e tecnologia. É importante pontuar que a alocação em empresas dependentes da demanda doméstica deverá ocorrer observando múltiplos interessantes, vantagens competitivas, barreiras à entrada e relação risco-retorno atrativa. Os riscos aqui continuam associados a condução da política fiscal, que pode retardar a atuação do banco central.

7

Estratégia: renda variável

No mês de dezembro, o **TM3 Long Biased FIM** obteve uma performance negativa de -4,23%, contra um CDI de 1,07% e um IBOV de -2,45%.



Posição Long: No mês de dezembro tivemos uma performance negativa de -4,59% em nossas ações compradas. Não tivemos nenhuma posição específica que contribuiu muito positiva, ou negativamente para o resultado. Entretanto, quando analisamos setorialmente, vemos que nossa posição em varejo foi a principal responsável pelo resultado negativo no mês. Nossas posições em Lojas Renner, Grupo Soma e Petz foram responsáveis por 50% da queda de nossos ativos comprados. Entendemos que essas empresas têm ampla capacidade de entrega, e na eventual queda da curva de juros, acreditamos que essas companhias estarão entre as que melhor performam. Dito isso, entendemos que o momento para aumentar essas posições será em um segundo momento, após a conclusão do novo arcabouço fiscal, consolidação das expectativas de inflação e melhor sinalização do banco central nas próximas medidas quanto a política monetária.

Posição Short: A posição short foi alterada ao final de mês de dezembro, com adições de novas empresas, onde aumentamos a posição vendida em companhias alavancadas, que entendemos que não terão boa performance em 2023, e adicionamos uma posição vendida no índice de Small Caps, que entendemos ser mais sensível que o Ibovespa ao desequilíbrio fiscal. No mês, a nossa carteira vendida teve uma contribuição positiva de 0,30%.

Hedge: Nossas proteções tiveram performance positiva de 0,16%, fruto de nossa posição vendida em S&P e operações com opções que realizamos ao longo do mês. A nossa proteção não foi mais eficiente em virtude de nossa exposição tomada em juros americanos, que teve um desempenho ruim ao longo do mês. Após reavaliar a assimetria dessa operação, decidimos encerrar o posicionamento, esperando um melhor momento. Por hora, de posições internacionais, seguiremos somente com a venda do índice americano, e de posições de hedge locais, somente pequenas posições em opções.

9

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