

SETEMBRO DE 2024

CARTA AOS INVESTIDORES

Precificados para a perfeição

*“A falha não é uma opção”
Gene Kranz, Apollo 13 (1995)*

Sumário executivo

Mercado Global

- O Federal Reserve (Fed) parece estar alcançando um “pouso suave” da economia americana, controlando a inflação sem causar uma recessão significativa, algo historicamente raro. Além disso, a melhora recente no mercado de trabalho sugere uma economia mais resiliente do que se imaginava
- Os investidores parecem já precificar esse cenário “perfeito” e deixam pouca margem para erros ou desvios desse cenário, com o *valuation* da bolsa americana em níveis historicamente altos
- A China foi o grande destaque do mês com o anúncio de um pacote de estímulo de 2 trilhões de yuans, restaurando a confiança do mercado. Ainda assim, há dúvida sobre sua suficiência para resolver problemas estruturais da economia chinesa

Mercado Local

- Apesar do cenário global ser positivo para os ativos de risco, o Brasil parece ser incapaz de aproveitá-lo devido aos problemas internos. Em setembro, o BCB manteve sua postura mais “dura” e elevou a taxa de juros para 10,75%, apesar de sinais positivos na inflação corrente
- A agência Moody's surpreendeu ao elevar a nota soberana do Brasil, citando um potencial de crescimento estrutural, contrastando com a visão mais pessimista do mercado local e do BCB

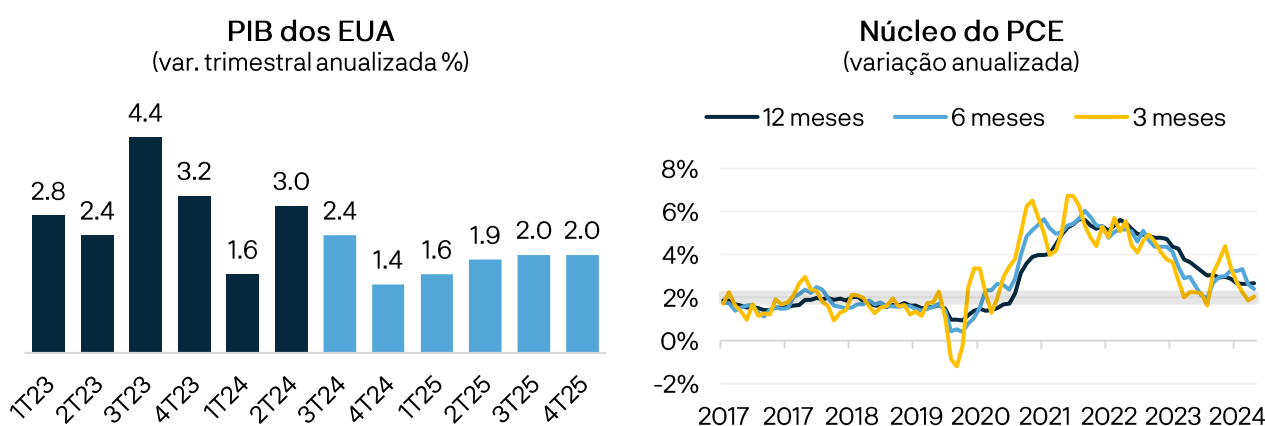
Nossas Visões e Posições

- Na renda fixa doméstica, reduzimos exposição em títulos prefixados e mantemos preferência por vértices longos da curva de juros real, enquanto na renda fixa internacional, zeramos posições aplicadas em juros dos EUA
- Mantemos posição comprada em Real devido ao aumento do diferencial de juros, reduzimos alocação na bolsa brasileira apesar de *valuations* atrativos. Além disso, aumentamos exposição à China e mantemos uma ligeira posição comprada em S&P 500 nos EUA

Estados Unidos: Em busca do “pouso suave”

Em março de 2022, quando o Federal Reserve (Fed) iniciava sua jornada para controlar a inflação mais alta desde os anos 80, muito se discutia sobre a futura trajetória da economia americana nos próximos anos. Após cenários de “pousos duros” e “suaves”, surgiram outras teses: desde a possibilidade de redeflação até previsões de recessão, motivadas pela desinclinação da curva de juros e aumento do desemprego.

Contrariando as expectativas mais pessimistas, os Estados Unidos parecem caminhar para um “pouso suave”. A economia continua em expansão enquanto a inflação, que chegou a quase dois dígitos, retorna gradualmente à meta de 2% do Fed, sem provocar uma recessão significativa. Este cenário, embora desejável, é historicamente raro.



Fonte: Bloomberg

O “pouso suave” é considerado o santo graal da política monetária, algo que poucos BCs conseguem alcançar. Na história dos EUA, apenas o ciclo de 1993-1995¹, conduzido por Alan Greenspan, é amplamente reconhecido como um “pouso suave perfeito”. Nesse período, a inflação manteve-se controlada, o desemprego diminuiu e o crescimento econômico permaneceu forte, sem provocar uma recessão.

As onze políticas monetárias restritivas desde 1965

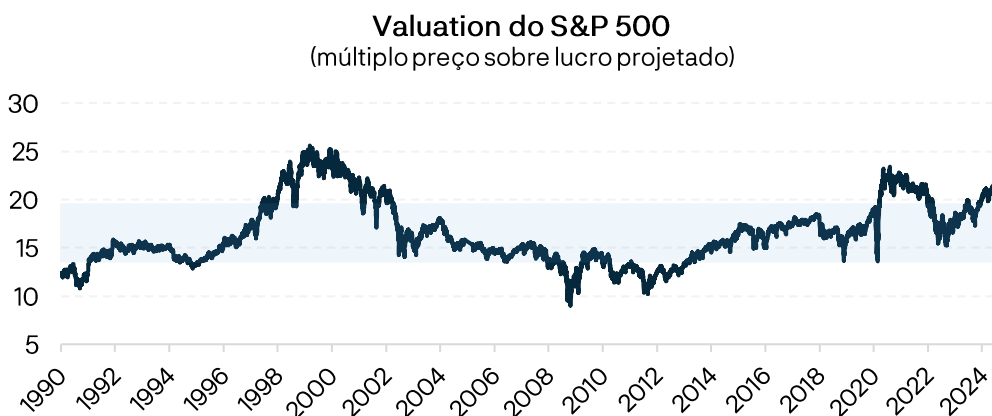
Datas	Var. na taxa efetiva (em bps)	Inflação dois anos depois	Pouso duro ou suave?
Set. 1965–Nov. 1966	+174	Maior	Bastante suave—mas foi um pouso?
Jul. 1967–Ago. 1969	+540	Menor	Levemente suave
Fev. 1972–Jul. 1974	+962	Maior	Duro
Jan. 1977–Abr. 1980	+1,300	Menor	Duro
Jul. 1980–Jan. 1981	+1,005	Menor	Duro
Fev. 1983–Ago. 1984	+313	Menor	Muito suave—mas foi um pouso?
Mar. 1988–Abr. 1989	+326	Maior	Provavelmente teria sido um pouso suave
Dez. 1993–Abr. 1995	+309	Menor	Suave
Jan. 1999–Jul. 2000	+191	Igual	Levemente suave
Mai. 2004–Jul. 2006	+424	Maior	Duro—mas não devido ao Fed
Nov. 2015–Jan. 2019	+228	Menor	Duro—mas não devido ao Fed

Fonte: Blinder, Alan S. 2023

¹ Blinder, Alan S. 2023. “Landings, Soft and Hard: The Federal Reserve, 1965–2022.” Journal of Economic Perspectives, 37 (1): 101–20.

Em nossa visão, Jerome Powell parece seguir os passos de Greenspan com sucesso. Em setembro, o presidente do Fed conseguiu orientar o comitê para o início de um ciclo de afrouxamento monetário, reduzindo as taxas de juros em 50bps, mais do que o esperado, sem alarmar o mercado sobre uma possível recessão. Esse movimento levou o índice S&P 500 a atingir novos recordes.

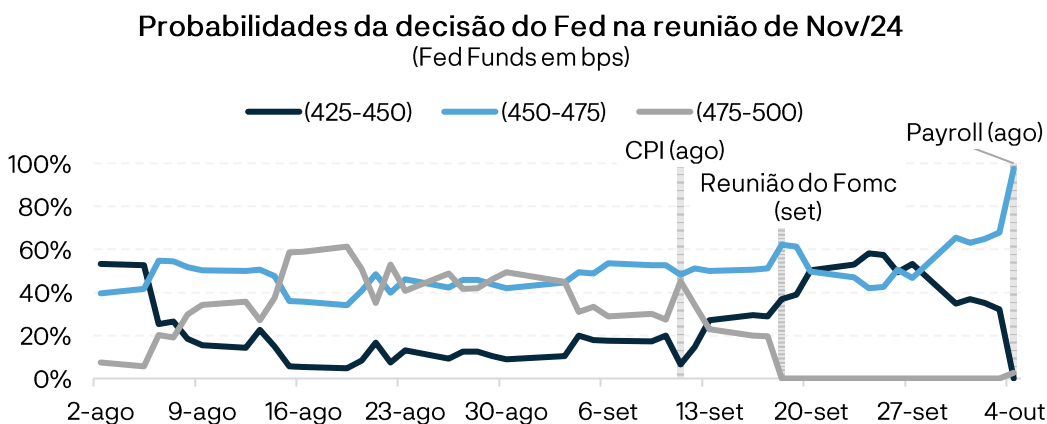
A bolsa americana, por sua vez, negocia a um múltiplo de aproximadamente 22 vezes o lucro projetado para os próximos doze meses – um nível historicamente alto – indicando que há pouca margem para erros. A economia precisa continuar crescendo, mas sem permitir que o mercado de trabalho e a inflação piorem ou que se inicie um processo recessivo.



Fonte: Bloomberg

Quanto à inflação, o Fed parece convencido de que está convergindo para a meta. Dados recentes reforçam o processo desinflacionário nos EUA, criando um ambiente favorável para novos cortes no curto prazo.

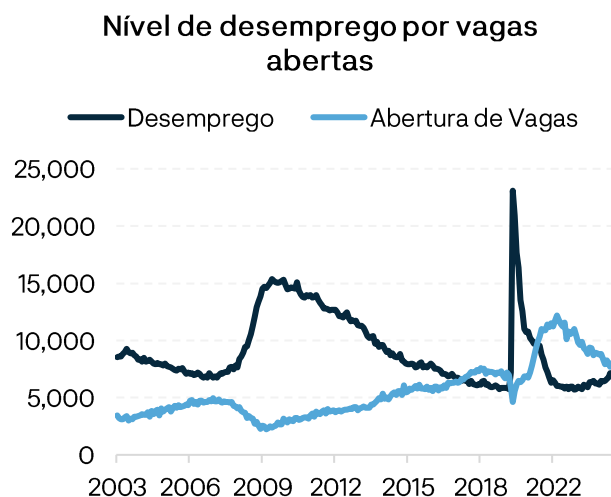
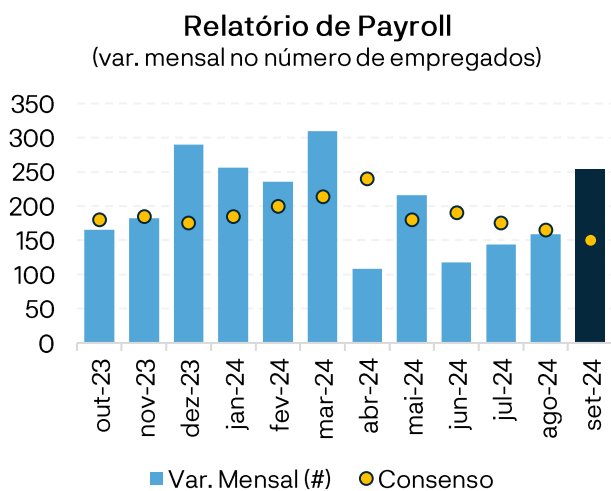
Powell indicou que, se os dados econômicos seguirem conforme o esperado, provavelmente haverá mais dois cortes de 25 bps nas taxas de juros este ano. No entanto, se o mercado de trabalho enfraquecer consideravelmente, poderá haver cortes adicionais. Com os preços cada vez mais estáveis, o Fed se mostra mais preocupado com esse seu segundo mandato: garantir o máximo emprego.



Fonte: FedWatch

O mercado de trabalho, por sua vez, tem se mostrado difícil de interpretar. Enquanto os últimos relatórios recentes de emprego foram considerados “catastróficos” – fator que influenciou o Fed a iniciar com um

corte significativo de 50 bps na última reunião – dados mais recentes começam a apresentar um quadro diferente. Algumas pesquisas mostram uma criação de novas vagas acima do esperado, enquanto outras indicam a continuidade da fraqueza do mercado de trabalho, com quedas em contratações e demissões voluntárias. Apesar dos sinais mistos, o relatório final e mais importante do Payroll acabou consolidando uma visão mais positiva para o mercado de trabalho, com um aumento relevante no número de empregados e queda no desemprego.



Fonte: Bloomberg

No geral, vemos que o Fed tem uma função de reação assimetricamente *dovish* que é orientada para promover um pouso suave na economia dos EUA e vem sendo bem-sucedido em vender esse sonho para o mercado. Nos níveis atuais de *valuation* e volatilidade frente às divulgações de indicadores, entendemos que o mercado já precifica esse cenário de “pouso suave perfeito”, deixando pouco espaço para erros ou desvios desse cenário perfeito.

Embora permaneçamos otimistas quanto ao rumo da economia norte-americana, a atual precificação da curva de juros nos Estados Unidos sugere poucas oportunidades claras, e, portanto, zeramos nossas posições em juros americanos.

China: Sem mais meias-medidas

Nos últimos anos, a China enfrentou desafios econômicos significativos que afetaram a confiança dos investidores globais. O estouro da bolha imobiliária desencadeou uma crise de confiança, resultando em um crescimento econômico aquém das expectativas e flertando com um ciclo deflacionário. Somado a isso, as tensões geopolíticas aumentaram os riscos de investimento no país. Consequentemente, os ativos chineses foram deixados de lado, com *valuations* atingindo mínimas de décadas e muitos investidores considerando o mercado chinês “não investível”.

No entanto, o cenário começou a mudar no final de setembro, quando o governo chinês anunciou uma série de medidas de estímulo econômico. Esse pacote, avaliado em 2 trilhões de yuans (aproximadamente 284 bilhões de dólares), representou 1,5% do PIB chinês. Embora menor que estímulos anteriores – como os de 2008 (13% do PIB) e 2020 (4,5% do PIB) – essas medidas sinalizam a preocupação do governo com a recuperação econômica e visam injetar liquidez nos mercados. Apesar da relevância dessas medidas, é

importante notar que apenas 1 trilhão de yuans representa estímulo fiscal real. Ainda assim, historicamente, todos os pacotes de estímulo na China têm levado a um forte rali nas ações do país.

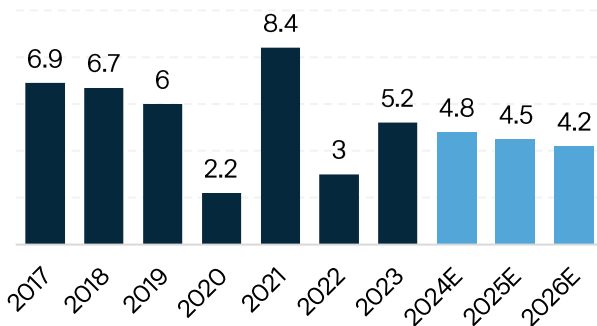
Performance da bolsa chinesa nas últimas décadas



Fonte: Bloomberg, Gavekal

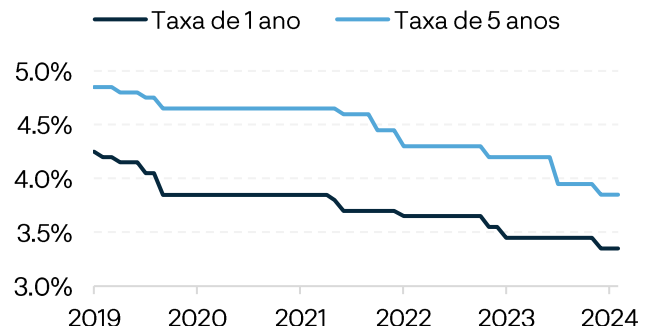
O anúncio dessas medidas gerou grande expectativa entre os investidores, que veem nelas uma oportunidade para a China sair da espiral negativa que a assombra há anos. No entanto, essa alta expectativa também coloca pressão sobre o governo para entregar resultados concretos. Caso contrário, podemos esperar uma forte reação negativa do mercado.

Crescimento do PIB (var. anual %)



Fonte: Bloomberg

Taxa de Juros na China (taxa anual)



Embora o pacote de estímulos tenha sido eficaz em restaurar a confiança do mercado, há debates sobre se um montante de 284 bilhões de dólares será suficiente para resolver os problemas estruturais da economia chinesa. Considerando o tamanho relativamente modesto deste pacote em comparação com estímulos anteriores, e com o suporte do ciclo de cortes do Fed, é possível que haja espaço para novas medidas nos próximos meses. Como diria Mike Ehrmantraut, “sem mais meias-medidas”², China!

Em nossa visão, ainda é prematuro afirmar se essas medidas serão suficientes para alterar o cenário estrutural do país, mas elas certamente aumentam a probabilidade de uma recuperação econômica. Contudo, um mercado extremamente desalocado como chinês, combinado com *valuations* (absoluto e relativo) bastante descontados das ações chinesas, não vamos esperar para descobrir. Por essa razão,

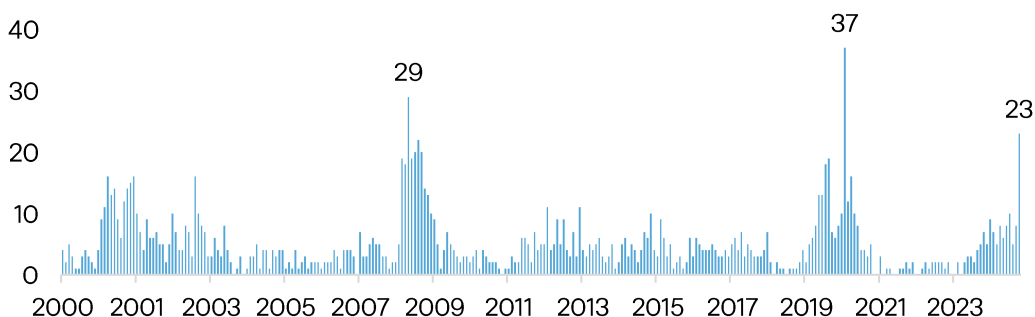
² Tradução de “No more half measures”. Breaking Bad. Temporada 3, Episódio 12.

aumentamos nossa exposição ao mercado chinês, mas buscando diversificação, incluindo Mercados Emergentes e ouro.

Brasil: Incapaz de aproveitar o cenário externo

O cenário global atual tende a ser bastante favorável para ativos de risco, impulsionado por uma crescente liquidez, resultante do início do ciclo de cortes de juros nos EUA, bem como das recentes medidas monetárias e fiscais adotadas pela China. Além disso, setembro marcou um ponto significativo nessa tendência, registrando o maior número de cortes nas taxas de juros pelos BCs desde abril de 2020.

Total de cortes nas taxas de juros pelos BC
(levantamento em uma amostra de 50 países)

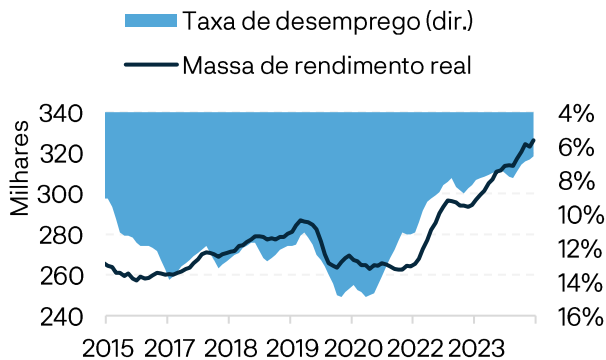


Fonte: Bloomberg

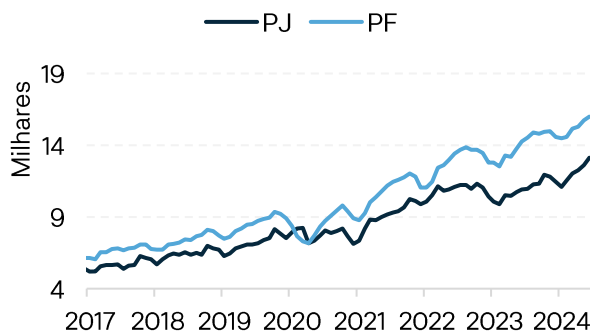
O Brasil poderia estar colhendo os frutos desse cenário, assim como outras economias emergentes estão. No entanto, continuamos enfrentando desafios internos que comprometem a nossa capacidade de aproveitar essas condições.

Em setembro, o BCB elevou a taxa de juros em 25bps, atingindo 10,75%, uma decisão que já era amplamente esperada pelo mercado. Esse movimento solidificou a postura mais “dura” do BCB na condução da política monetária, que também foi evidenciada pela Ata do Copom pelo Relatório Trimestral de Inflação. Além de iniciar um novo ciclo de alta de juros, o BCB expressou perspectivas pouco otimistas quanto à melhoria do cenário inflacionário brasileiro, citando o crescimento econômico acima do potencial, o crédito robusto e o baixo desemprego como fatores preocupantes. Sendo assim, a única resposta a esse cenário continuará sendo com juros mais altos.

Mercado de trabalho



Concessão de crédito
(média diária, MM3M)



Fonte: Bloomberg, IBGE, BCB

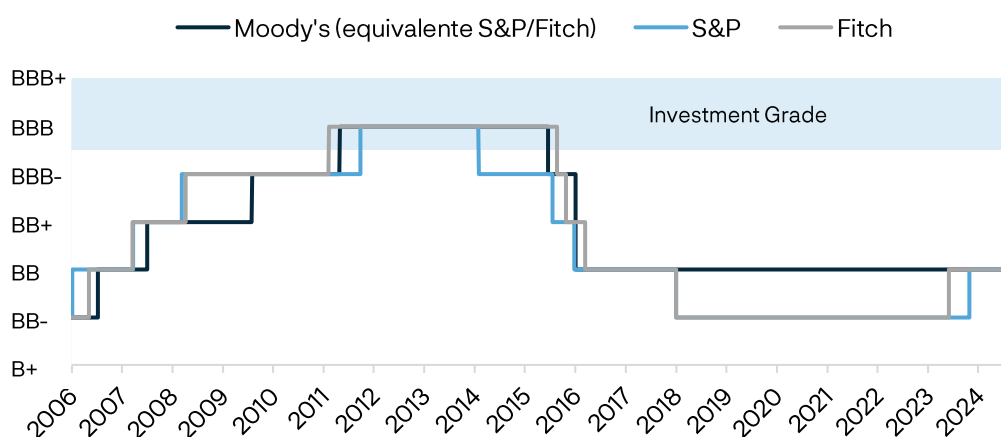
Em cartas anteriores, expressamos nossa crítica a essa forma de comunicação do BCB. Acreditamos que sinalizações constantemente negativas alimentam pressões altistas nas projeções de inflação, desancorando as expectativas e criando um ciclo vicioso. Mesmo assim, o IPCA-15 de setembro surpreendeu positivamente, ficando abaixo das projeções e apresentando boa qualidade, o que reforça que a realidade corrente segue favorável. Contudo, o presidente do BCB, Roberto Campos Neto, pareceu minimizar a importância desse dado positivo recente sobre a inflação.

O ambiente fiscal de longo prazo no Brasil permanece nebuloso. Neste contexto, o anúncio da agência Moody's de elevar a nota soberana do Brasil para Ba1³ surpreendeu o mercado, que vem consistentemente aumentando seu pessimismo em relação à situação fiscal brasileira ao longo do ano. Após três anos de crescimento econômico acima das expectativas do mercado, a agência acredita que a economia brasileira tenha de fato aumentado o potencial de crescimento de forma estrutural e permanente. A Moody's projeta um crescimento sustentável de 2,5% para o Brasil, atribuindo esse cenário a “reformas estruturais” e ao aumento de investimentos.

Embora tenha subestimado o nível de crescimento desde 2022, o mercado parece não compartilhar da tese de um maior crescimento potencial. A visão predominante do mercado é de que esse crescimento resulta de uma combinação de fatores relacionados à reabertura econômica pós-pandemia e ao aumento significativo de gastos promovido pela PEC da Transição no início do governo Lula. Essa perspectiva é também endossada pelo BCB, que inclusive reconheceu que a economia atual está crescendo acima do seu potencial, justificando assim o início de um novo ciclo de alta de juros.

O ponto de divergência entre a Moody's e a posição majoritária do mercado local está na origem do aumento do crescimento. Enquanto a agência aponta para o lado da oferta (resultado de reformas e investimentos), o mercado foca no lado da demanda (gastos e transferências). Só o tempo dirá quem esteve certo, mas compartilhamos a visão da agência em ponderar mais a performance econômica positiva e menos os desafios fiscais.

Evolução do Rating Soberano do Brasil

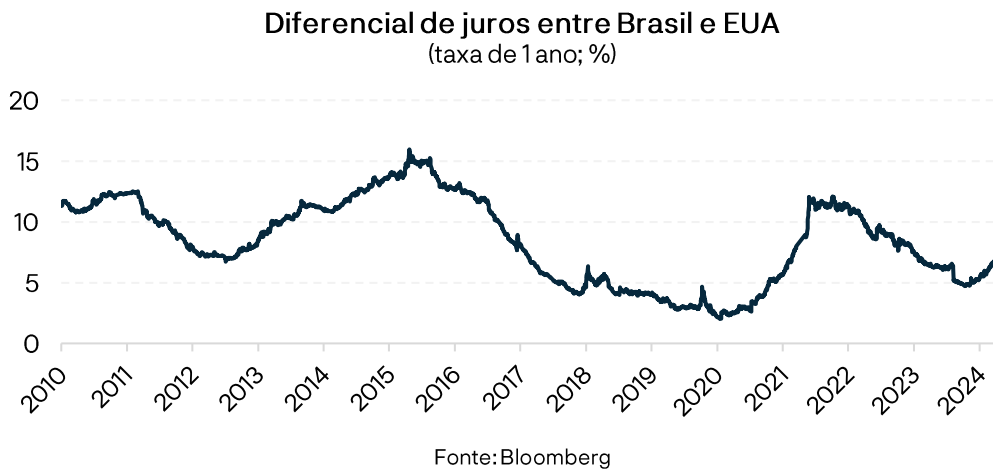


Fonte: Bloomberg

No geral, acreditamos que os ativos de risco brasileiros se tornaram menos atrativos no último mês, à medida que o BCB busca induzir uma desaceleração econômica por meio de uma política monetária mais restritiva. Neste momento, mantemos uma alocação reduzida na bolsa brasileira e achamos que o Real seria

³ A nota Ba1 representa um nível abaixo do grau de investimento, ou *Investment Grade*. O Brasil perdeu essa nota em 2015.

um ativo com melhor relação risco-retorno, devido ao aumento do diferencial de juros entre o Brasil, os demais países emergentes e os Estados Unidos.



Nossas visões e posições

Renda Fixa Doméstica

O cenário brasileiro continua apresentando desafios específicos para as taxas de juros locais, apesar de um ambiente externo favorável no curto prazo. A comunicação mais austera do BCB mantém a curva de juros elevada, impactando os ativos de risco locais, mesmo com *valuations* atrativos e posição técnica saudável. Diante desse quadro, reduzimos nossa exposição em títulos prefixados e mantemos preferência por vértices longos da curva de juros real.

Em relação à alocação em crédito privado, permanecemos cautelosos, considerando tanto o prazo quanto o tamanho das posições no portfólio, em função dos prêmios praticados nos mercados primário e secundário de Crédito Privado. Embora estejamos abaixo da concentração desejada para as carteiras, buscamos ampliá-las de forma conservadora. Durante o último mês, identificamos oportunidades para diversificar nossa carteira, incorporando algumas posições de crédito corporativo nos setores de saneamento e locação de veículos.

Atualmente, avaliamos possíveis alocações em crédito corporativo estruturado, pois o cenário atual parece propício para ativos que possam oferecer retornos mais atraentes em comparação com o risco do mercado corporativo tradicional, sempre mantendo nossa política conservadora em relação ao crédito e tamanhos das exposições. Quanto aos ativos bancários, continuamos alocando em Letras Financeiras de instituições classificadas no segmento S1.

Renda Fixa Internacional

Nos Estados Unidos, nossa perspectiva é de que o ciclo de cortes de juros continue nas próximas reuniões. Contudo, dada a atual precificação da curva norte-americana, não vemos tantas oportunidades, levando-nos a zerar nossa posição aplicada em juros.

Moedas

Com a perspectiva de continuidade dos cortes de juros nos Estados Unidos e novas altas no Brasil, o aumento do diferencial de juros deve continuar favorecendo o desempenho do Real. Consequentemente, mantemos uma posição comprada na moeda brasileira.

Renda Variável

Continuamos vendo os ativos domésticos sub-allocados, com *valuations* baratos e fundamentos positivos. Acreditamos que isso seja resultado de fluxos de saída desse mercado e da falta de clareza quanto ao fluxo de investidores estrangeiros na bolsa, fator relevante no movimento recente das ações brasileiras. Por isso, seguimos com alocação reduzida na bolsa brasileira, permanecendo atentos para aumentá-la caso surjam gatilhos relevantes.

Nos Estados Unidos, mantemos uma ligeira posição comprada em S&P 500. Na China, a mudança de postura em relação ao país, aliada aos anúncios de pacotes de estímulos, *valuations* atrativos e posição técnica saudável, parecem sustentar o rali recente das ações chinesas no curto prazo. Por conta disso, aumentamos nossa exposição ao país, mas buscando alguma diversificação.

Nossos fundos

Renda Fixa

O **Persevera Trinity**, nosso fundo de Renda Fixa Caixa, apresentou um rendimento de 0,88% (105% do CDI) em setembro e acumula 105% do CDI em 2024. O fundo continua a se posicionar no primeiro quartil dos melhores fundos da categoria. O **Persevera Yield**, nosso fundo de crédito conservador, fechou o mês em alta de 0,92% (110% do CDI), e também acumula 110% do CDI no ano. Já o **Persevera Phoenix**, nossa estratégia de Renda Fixa Ativa, encerrou o mês em queda de -0,07%, impactado pela abertura da curva de juros brasileira.

Renda Variável

Em setembro, o **Persevera Nêmesis**, nosso fundo de retorno total, foi capaz de proteger parte da queda da bolsa brasileira e fechou em alta de 0,3%. No ano, o fundo figura entre as melhores performances da categoria, subindo 13,5%. Já o **Persevera Proteus**, nosso fundo de ações puro, apesar do beta mais alto, também foi capaz de se proteger da queda do índice e caiu -1,64% no mês.

Multimercados

Nosso fundo multimercado, o **Persevera Compass**, encerrou em alta de 0,38%.

Estratégia	set/24 (%)	set/24 (% benchmark)	3 Meses (%)	3 Meses (% benchmark)	Ano (%)	Ano (% benchmark)	
Mercado de Renda Fixa							
Persevera Trinity FI RF Referenciado DI	Caixa/Pós-fixado	0.88	105.1	2.79	105.9	8.42	105.3
Persevera Yield FI RF Crédito Privado LP	Crédito Privado	0.92	110.6	2.88	109.4	8.84	110.7
Persevera Phoenix RF Ativo LP FI	Renda Fixa Ativo	-0.07	-	1.27	48.3	0.90	11.3
Multimercados							
Persevera Compass Advisory FIC FIM	Macro	0.38	45.7	5.97	226.8	2.44	30.5
Fund of Funds							
FMX Lighthouse FIC FIM	FoF Multimercados	0.28	33.0	5.26	199.8	2.30	28.7
Previdência							
Persevera Compounder Previdenciário FIFE	Macro	0.29	34.9	5.79	220.0	3.39	42.5
CDI		0.83		2.63		7.99	
Mercado de Renda Variável							
Persevera Nemesis Total Return FIM	Total Return	0.30	36.3	10.87	413.0	13.47	168.5
Persevera Proteus Ações FIA	Ações	-1.64	-	10.49	164.3	5.77	-327.1
Ibovespa		-3.08		6.38		-1.77	

Para informações completas, consulte os materiais informativos.

Equipe Persevera

Disclaimer: As informações contidas nesta carta têm objetivo exclusivamente informativo e não constituem recomendação de investimento nem tampouco oferta de venda de quaisquer valores mobiliários. Esta carta e as informações nela contidas são estritamente confidenciais, para uso exclusivo de quem as recebeu, e não poderão ser divulgadas ou distribuídas a terceiros, total ou parcialmente, sem a prévia autorização por escrito da Persevera. Qualquer oferta ou solicitação para oferta de quaisquer valores mobiliários somente será realizada em observância à regulamentação aplicável. Ao receber esta carta, o receptor concorda em não divulgar ou disponibilizar cópias desta carta, tampouco qualquer informação aqui contida. Esta carta e as informações aqui contidas não devem ser levadas em consideração como aconselhamento financeiro, jurídico, contábil, tributário ou como recomendação de investimento. Os receptores desta carta poderão entrar em contato com a Persevera a fim de sanar quaisquer dúvidas, procedimentos e metodologias aqui descritas. Embora os autores desta carta tenham tomado todas as precauções para assegurar que as informações aqui contidas sejam verdadeiras, eles não se responsabilizam pela exatidão, veracidade ou abrangência de tais informações, tendo em vista que as informações aqui descritas podem mudar a qualquer momento, inclusive, por razões alheias a vontade da Persevera.



