



NOVEMBRO DE 2024

CARTA AOS INVESTIDORES

Uma vitória pírrica

*“Melhor um final terrível do que um terror sem fim”
Autor desconhecido*

Sumário executivo

Mercado Global

- A economia americana mostra resiliência com fundamentos sólidos e mercado de trabalho robusto, enquanto a inflação segue em queda, sugerindo um cenário de “soft landing” e suportando uma postura confortável do Fed na condução da política monetária americana
- Apesar do cenário positivo atual, novas preocupações sobre o impacto da agenda econômica do presidente Trump emergem, podendo gerar pressões inflacionárias e criar um período de vulnerabilidade econômica em 2025. Posteriormente, choques positivos de oferta, com o aumento da eficiência do governo, podem compensar esses efeitos

Mercado Local

- Após sucessivos adiamentos, o pacote fiscal foi finalmente anunciado pelo governo. Embora contenha medidas positivas, acabou frustrando o mercado tanto pelo volume insuficiente quanto pela comunicação inadequada, especialmente ao misturar o anúncio com medidas populistas
- Esse cenário, somado às divulgações de indicadores econômicos robustos em termos de atividade e emprego, além de números de inflação acima das expectativas, tem pressionado ainda mais o rumo da política monetária brasileira

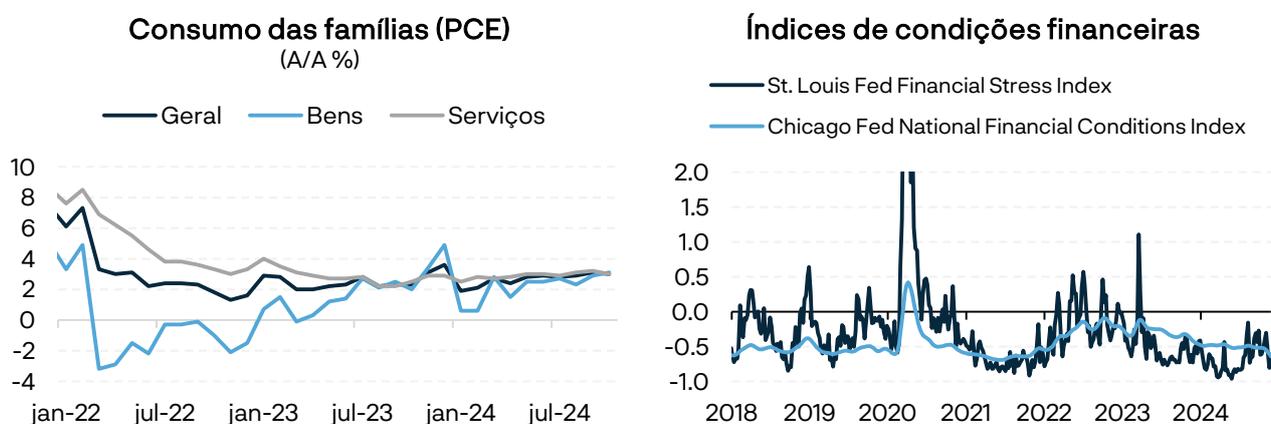
Nossas Visões e Posições

- No exterior, seguimos acreditando no cenário de “soft landing”, mas reconhecemos os riscos inflacionários previstos para o início do próximo ano, que podem levar o Fed a adotar maior cautela em seu ciclo de cortes. Por isso, mantemos exposição ao S&P 500
- No Brasil, apesar do aumento dos prêmios nos juros, o alto custo de carregamento e volatilidade dificultam o aumento das posições. Por isso, mantemos apenas posições aplicadas moderadas em juros. Na bolsa, seguimos com posição reduzida.

Estados Unidos: O elefante na sala

Nas últimas cartas, temos reforçado nossa visão positiva para a economia americana, que vem se mostrando bastante resiliente e caminhando para um cenário de “soft landing”. Os ativos de risco americanos também têm reforçado esse otimismo enquanto caminha para o final do ano com a bolsa apresentando um de seus melhores anos de desempenho desde 1928.

No geral, os fundamentos econômicos permanecem sólidos: balanços saudáveis no setor privado, baixa exposição à vulnerabilidade industrial, condições financeiras favoráveis e um mercado de trabalho que, apesar de mostrar sinais de moderação, segue robusto. Ao longo do mês, diversos indicadores econômicos surpreenderam positivamente e acreditamos que o crescimento provavelmente continuará robusto. A inflação também segue baixa e cadente, apesar de o ritmo de desaceleração dos preços ter perdido momentum.



Fonte: FRED

Por conta desse cenário benigno, o Federal Reserve (Fed) tem mantido uma postura bastante confortável com a situação. Em novembro, diversos membros do Fed, incluindo o presidente Powell, indicaram redução dos riscos econômicos e do mercado de trabalho desde a última reunião do FOMC. Enfatizaram também que a inflação continua convergindo para a meta de 2%, apesar da volatilidade recente.

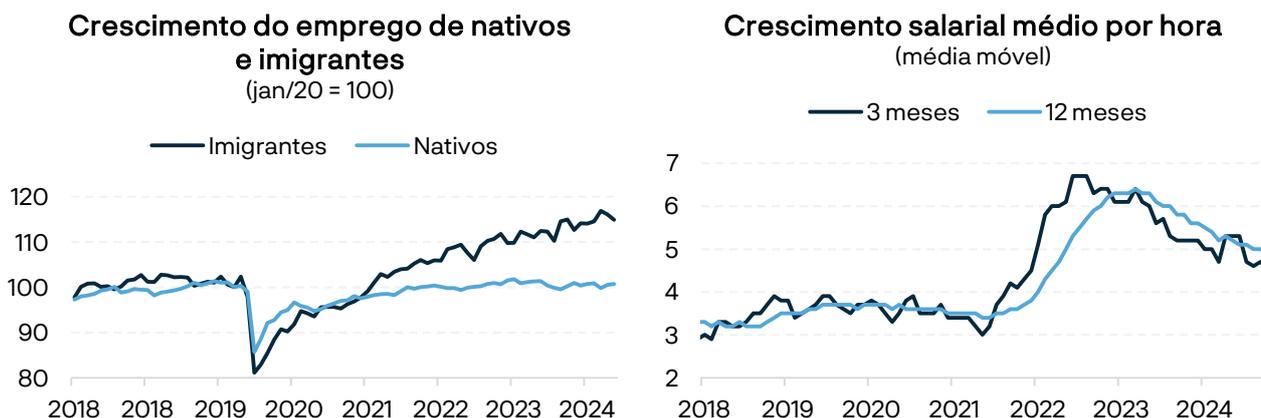
Não temos dúvidas que a economia americana segue forte e com uma realidade corrente inflacionária bastante positiva. O que não está totalmente claro é se isso realmente importa. Ultimamente, ganhou força a narrativa em torno da incerteza em relação ao tamanho, sequência e escopo da agenda econômica do presidente Trump. As recentes nomeações para o gabinete Trump – Homan (fronteiras), Greer (comércio) e Hassett (economia) – sinalizam uma agenda econômica que pode alterar a dinâmica atual e deve se desdobrar em duas etapas.

A primeira fase provavelmente trará choques negativos de oferta, com os aumentos de tarifas, deportações em massa e controles rígidos de imigração. Na sequência, virão os choques positivos de oferta, como reduções tributárias, contenção de gastos, desregulamentação e expansão da produção energética. Esse sequenciamento poderá criar um período de transição vulnerável tanto para a economia quanto para os mercados.

Por essa razão, a situação inflacionária merece atenção especial. Embora atualmente controlada e convergindo para a meta, a inflação pode ser impactada pela agenda econômica de Trump. Essas medidas

iniciais propostas podem desencadear pressões de preços, especialmente por meio da inflação salarial, à medida que a dinâmica do mercado de trabalho muda em razão das potenciais deportações em massa.

Dados históricos dão suporte a essa preocupação. O monitor de crescimento salarial do Fed de Atlanta mostra como a imigração ajudou a moderar as pressões salariais, com o crescimento salarial apresentando forte queda desde o pico em 2022. Uma reversão nos fluxos migratórios, combinada com políticas tributárias agressivas, poderia reacender pressões inflacionárias.



Fonte: FRED, Atlanta Fed

Powell, por sua vez, parece ignorar essas potenciais mudanças econômicas pós-eleições presidenciais, indicando que o FOMC aguardará a definição das políticas propostas, e simplesmente assumir alguma reação política antes disso pode ser inapropriado.

Nossa visão permanece positiva para a economia nos próximos meses, sustentando a tese de “soft landing” americano. Projetamos um novo corte de 25 bps nas taxas de juros em dezembro, considerando as declarações recentes dos membros do Fed e os números de inflação. Contudo, reconhecemos os riscos inflacionários previstos para o início do próximo ano, que podem levar o Fed a adotar maior cautela em seu ciclo de cortes. Ainda assim, acreditamos na continuidade do ciclo de cortes em 2025. Neste contexto, mantemos posição comprada em S&P 500 e em ativos que têm se beneficiado das recentes sinalizações do presidente Trump, como criptoativos.

China: Entre estímulos e tarifas

Em novembro, a economia chinesa apresentou sinais mistos em meio às mudanças políticas e pressões externas. Embora indicadores de alta frequência tenham mostrado melhorias pontuais, especialmente nas taxas de refinaria de petróleo e produção de aço, a economia como um todo ainda mantém ritmo lento. A desaceleração inesperada da produção industrial e o fraco desempenho do varejo reforçam que a recuperação econômica mais ampla ainda não é uma realidade. No geral, o impacto das medidas de estímulo até agora tem sido, na melhor das hipóteses, discreto e inconclusivo.

Além disso, o cenário internacional adicionou complexidade com a vitória de Trump nas eleições americanas. Embora suas indicações para cargos-chave tenham sido menos antagônicas à China do que

se previa, o mercado permanece apreensivo quanto a possíveis aumentos tarifários que podem impactar as exportações chinesas.

Mais importante do que o anúncio de novos pacotes de estímulo, a questão central é se a China vai se voltar para políticas mais orientadas ao mercado (iniciativa privada, investimento estrangeiro, priorização econômica) para restaurar a confiança. Embora a economia chinesa deva atingir sua meta de crescimento de “cerca de 5%” para 2024, os indicadores atuais e pesquisas informais sugerem que 2025, com projeção de 4,5%, pode não ser melhor que 2024. Diante desse ceticismo em relação à efetividade dos estímulos econômicos e do fraco desempenho das ações chinesas, optamos por encerrar nossas posições em bolsa chinesa e outros ativos relacionados.

Brasil: Uma vitória pírrica

Em 279 a.C., o rei Pirro de Épiro venceu uma importante batalha contra os romanos em Asculum, perdendo cerca de 3.500 de seus melhores soldados. Embora tecnicamente vitorioso, seu exército ficou tão enfraquecido que sua capacidade de prosseguir com a campanha militar foi severamente comprometida, transformando o aparente triunfo em prenúncio da derrota final para Roma. Desse episódio, surgiu a expressão “vitória pírrica”, que é aquela obtida a um custo tão alto que praticamente anula seus benefícios.

Em novembro, o cenário econômico brasileiro apresentou um desfecho semelhante. Após semanas de expectativa por um pacote de medidas fiscais substanciais e críveis, o governo finalmente anunciou as propostas tão aguardadas pelo mercado. A princípio, o ministro Haddad parece ter conseguido de Lula concessões antes consideradas improváveis. A limitação do crescimento do salário mínimo dentro dos limites do Arcabouço Fiscal, a revisão do Benefício de Prestação Continuada (BPC) e mudanças nas regras previdenciárias dos militares, entre outras medidas, são mudanças que, há tempos, demandavam uma revisão. Isso tem de ser reconhecido e aplaudido.

Contudo, os números apresentados geraram frustração. No início do mês, o mercado projetava ganhos entre R\$ 30 e 50 bilhões com o pacote, expectativa que posteriormente se elevou para R\$ 70 bilhões, próximo à estimativa do Ministro da Fazenda. Mesmo assim, o anúncio foi recebido como uma derrota do governo. O mercado questionou tanto a suficiência do volume para reequilibrar as contas públicas quanto a precisão das estimativas de contenção de despesas apresentadas pelo governo.

Entretanto, independentemente do verdadeiro número, o forte estresse gerado nos mercados foi decorrente da forma como a comunicação foi feita. Ao misturar o anúncio do pacote com a isenção no Imposto de Renda para quem recebe até R\$ 5 mil, o governo evidenciou sua tendência ao “populismo fiscal” e confirmou a baixíssima disposição do presidente Lula em adotar medidas potencialmente impopulares.

Em nossa visão, embora o pacote fiscal possa ser insuficiente para estabilizar a relação dívida/PIB no médio prazo e garantir as metas de superávit primário para 2025 e 2026, ele representa um avanço ao abordar aspectos críticos do gasto obrigatório. Apesar das suas limitações, acreditamos que um final ruim é preferível em comparação a um horror sem fim. Há semanas o mercado apenas especulava sobre como seriam essas medidas e vinha extremamente sensível a qualquer rumor sobre o assunto. Do ponto de vista de narrativa, agora abre espaço para qualquer outra e potencialmente melhor.

No entanto, apesar dos problemas da agenda fiscal, a economia brasileira segue bastante robusta. O PIB cresceu ao redor de 1% pelo terceiro trimestre consecutivo e deve encerrar o ano em 3,5%, contrariando

boa parte das expectativas. A demanda doméstica permanece aquecida, com sólido desempenho do consumo e do investimento. A taxa de desemprego continua nos níveis mais baixos desde 2012. Até mesmo a inflação, que, em novembro, veio acima do esperado, não trouxe surpresa altista na parte qualitativa. Dada a significativa depreciação cambial até agora, o comportamento do IPCA é bastante surpreendente.



Fonte: Bloomberg, PNAD

Mesmo com o desempenho forte da economia, as incertezas em relação à política fiscal continuam oferecendo desafios para a alocação no Brasil. O mercado de juros incorporou um significativo prêmio de risco na precificação dos títulos, resultando em expressivas altas recentes. Mesmo assim, a complexidade do cenário dificulta o estabelecimento de grandes posições devido ao alto custo de carregamento e volatilidade. Essas consequências se estendem para o câmbio, que, além dos efeitos das desancoragens, tem sido impactado pela valorização generalizada do dólar americano frente às moedas de economias emergentes mais vulneráveis. Como resultado, mantemos apenas posições aplicadas moderadas em juros.

Nossas visões e posições

Renda Fixa

As condições de contorno do Brasil seguem apresentando desafios estruturais. A percepção e o temor de uma deterioração do quadro fiscal, combinada com as incertezas geradas por possíveis medidas protecionistas de Trump e o ceticismo quanto à capacidade de controle da dívida pública, tem elevado substancialmente o prêmio de risco nos ativos brasileiros, especialmente na precificação dos títulos. Em resposta a este ambiente de alto custo de carregamento (*carry*) e volatilidade acentuada, mantemos posições aplicadas moderadas tanto em títulos pré-fixados quanto em títulos públicos indexados à inflação.

Crédito Privado

Em relação à alocação em crédito privado, mantemos uma postura conservadora quanto a risco de crédito e instrumentos, com exposição reduzida ao risco corporativo e preferência por Letras Financeiras, especialmente do Segmento S1. A recente remarcação dos prêmios dos ativos bancários pelos administradores impactou nossa rentabilidade, mas consideramos esse ajuste benéfico para novas alocações, dado que nossa carteira está em fase de composição e se encontra em constante processo de renovação de títulos.

Nossa carteira permanece concentrada em ativos bancários AAA e AA+, com início gradual em posições estruturadas. Diante da volatilidade nas taxas de juros nominais, esperamos um fluxo significativo de recursos para títulos pós-fixados, justificando nossa estratégia de aumento das nossas posições nesta classe de ativos com baixo risco de crédito. Dessa forma, pretendemos capturar compressões no nível de prêmio atual do mercado. Embora monitoremos o impacto dos juros elevados nos balanços corporativos, nossa limitada exposição a esse segmento nos permite avaliar seletivamente oportunidades em setores mais resilientes ao aumento do custo da dívida.

Moedas

O Real tem apresentado forte desvalorização, mesmo diante do maior diferencial de juros em relação aos Estados Unidos. Este movimento pode ser explicado principalmente por dois fatores: a valorização generalizada do dólar americano frente às moedas de economias emergentes percebidos como mais vulneráveis (como o Brasil), e a falta de credibilidade em momento de expectativas desancoradas.

Renda Variável

Apesar da escalada no pessimismo que afetou os ativos de risco brasileiros, principalmente motivados pelos desdobramentos da agenda fiscal, a bolsa brasileira tem sido menos impactada, o que demonstra relativa sublocação por parte do mercado. Apesar disso, vemos a bolsa brasileira operando em patamares de preço historicamente deprimidos, mesmo diante do sólido desempenho operacional das principais empresas listadas, que continuam apresentando resultados robustos e margens saudáveis de lucro.

Em termos de posicionamento, mantemos uma exposição mais conservadora em ações domésticas, porém permanecemos vigilantes para identificar oportunidades de incremento nas posições. No exterior, nossa visão construtiva para a economia americana, combinada com a expectativa de manutenção do ciclo de cortes de juros no curto prazo, fundamenta nosso posicionamento favorável às ações americanas. Além disso, mantemos exposição a ativos que têm se beneficiado das recentes sinalizações do presidente Trump, como é o caso dos criptoativos.

Nossos fundos

| | Estratégia | nov/24 (%) | nov/24 (% benchmark) | 3 Meses (%) | 3 Meses (% benchmark) | Ano (%) | Ano (% benchmark) |
|---|-------------------|---------------|-------------------------|----------------|--------------------------|------------|----------------------|
| Renda Fixa | | | | | | | |
| Persevera Trinity FI RF Ref DI | Caixa/Pós-fixado | 0.86 | 99.2 | 2.67 | 102.0 | 10.30 | 104.5 |
| Persevera Yield FI RF CP LP | Crédito Privado | 0.86 | 98.4 | 2.60 | 99.5 | 10.61 | 107.7 |
| Persevera Phoenix RF Ativo LP FI | Renda Fixa Ativo | -1.17 | - | -2.38 | - | -0.92 | - |
| Multimercados | | | | | | | |
| Persevera Compass Advisory FIC FIM | Macro | -2.19 | - | -2.90 | - | -0.75 | - |
| Fund of Funds | | | | | | | |
| FMX Lighthouse FIC FIM | FoF Multimercados | -1.48 | - | -1.21 | - | 0.91 | 9.2 |
| Previdência | | | | | | | |
| Persevera Compounder Previdenciário FIFE | Macro | -1.85 | - | -2.34 | - | 0.77 | 7.8 |
| CDI | | 0.87 | | 2.62 | | 9.85 | |
| Renda Variável | | | | | | | |
| Persevera Nemesys Total Return FIM | Total Return | -2.46 | - | -1.35 | - | 11.06 | 112.3 |
| Persevera Proteus Ações FIA | Ações | -6.92 | -3.0 bps | -8.32 | -0.7 bps | -2.15 | 4.2 bps |
| Ibovespa | | -3.87 | | -7.63 | | -6.35 | |

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 à vontade da Persevera.

