

DEZEMBRO DE 2024

# CARTA AOS INVESTIDORES

## *Intervindo no momento certo*

*“Um objeto em movimento tende a permanecer em movimento”  
Primeira Lei de Newton*

### Sumário executivo

#### Mercado Global

- O Fed surpreendeu o mercado em dezembro com um “*hawkish cut*”, sinalizando maior cautela nas próximas decisões e menos cortes a frente, apesar da inflação continuar controlada
- O pacote econômico do novo governo Trump deve combinar significativos cortes de impostos com restrições comerciais e migratórias, o que, somado aos juros levemente “altos por mais tempo”, fortalece nossa visão de dólar forte

#### Mercado Local

- Apesar de todos os reveses, a economia brasileira mostra resiliência, com crescimento de 3,4% e desemprego em 6%, mas enfrenta uma crise de credibilidade fiscal que pressiona ativos locais
- O BC adotou postura ainda mais *hawkish*, elevando a Selic para 12,25% e sinalizando altas adicionais, enquanto o Real sofreu forte desvalorização, levando a intervenções significativas no câmbio

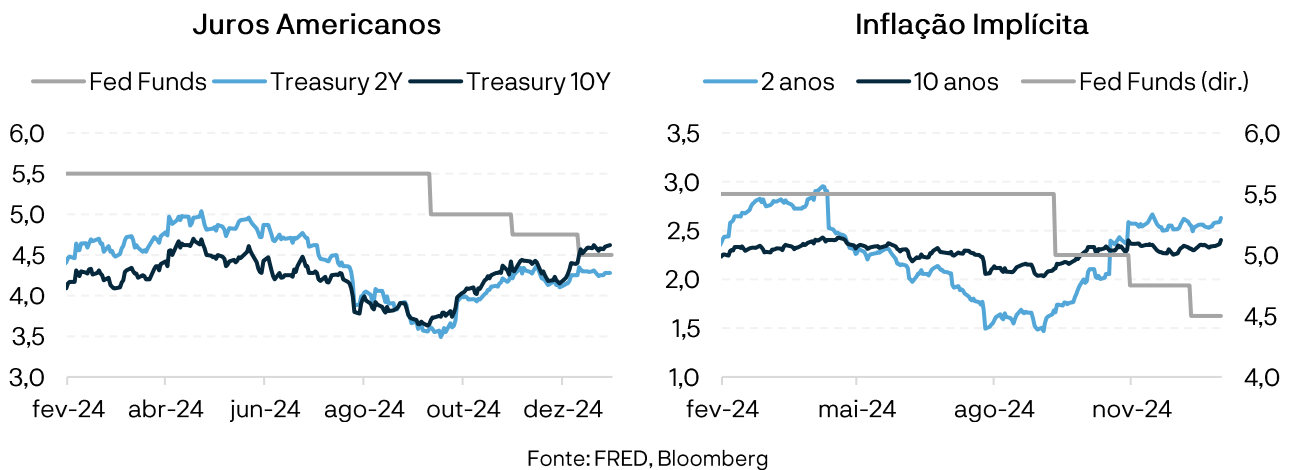
#### Nossas Visões e Posições

- No exterior, reconhecemos os riscos inflacionários do pacote de tarifas de Trump, mas consideramos que os ganhos de eficiência devem mais que compensar esses impactos. Dessa forma, aumentamos nossa exposição ao S&P 500
- No Brasil, apesar do momento positivo da economia, o descompasso entre política monetária e a sinalização fiscal do presidente dificulta o aumento das posições. Mantemos apenas posições aplicadas moderadas em títulos públicos indexados à inflação e reduzimos exposição na bolsa brasileira

### Estados Unidos: O fim do ciclo dovish?

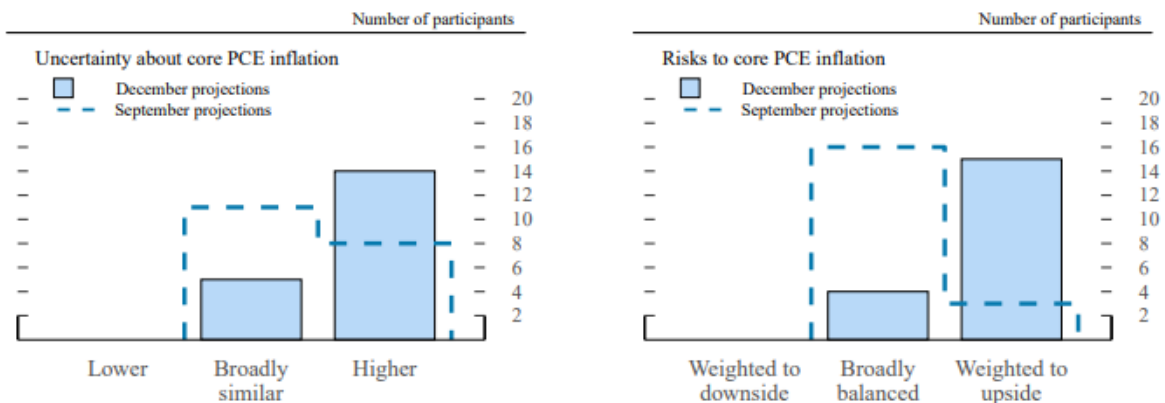
As expectativas para as taxas de juros americanas oscilaram significativamente ao longo de 2024, refletindo diferentes narrativas sobre a economia. Iniciamos janeiro projetando taxas abaixo de 4%, mas uma sequência de dados de inflação acima das expectativas elevou as projeções para 5% em abril. Posteriormente, sinais de enfraquecimento do mercado de trabalho levaram a taxa esperada de volta a 4% em setembro. A eleição de Trump provocou novo ajuste, levando às taxas atuais de 4,25-4,50%. No fim, apesar das oscilações nas expectativas, a economia americana mostrou, mais uma vez, forte resiliência e sem a temida recessão.

O Fed vinha mantendo uma clara postura *dovish* desde setembro, acumulando três cortes consecutivos que totalizaram 1 ponto percentual de redução nas taxas de juros. Porém, em dezembro, apesar de realizar o terceiro corte consecutivo de 0,25%, o discurso do presidente Jerome Powell surpreendeu o mercado ao sinalizar maior cautela nas próximas decisões - caracterizando um *“hawkish cut”* que provocou forte reação negativa nos mercados.



Essa mudança de postura ficou ainda mais evidente nas novas projeções do FOMC. O comitê elevou suas projeções para o núcleo da inflação PCE para os próximos anos e moderando gradualmente para 2,2% em 2026. Além disso, os membros do comitê também reduziram a expectativa de cortes de 4 para apenas 2 movimentos em 2025, sinalizando menor urgência em remover as restrições monetárias.

### Avaliações dos membros do FOMC sobre os riscos em torno das suas projeções

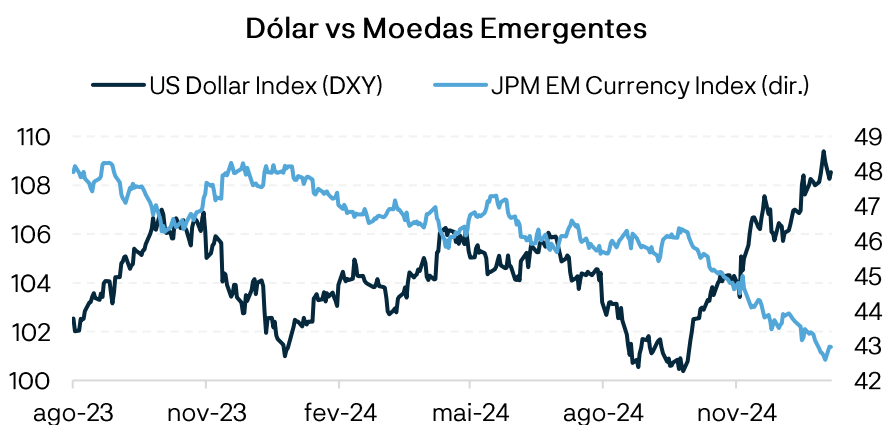


Um ponto central para a performance dos ativos em 2025 será justamente essa nova função de reação do Fed ao longo do ano. Embora o banco central deva manter uma orientação geralmente *dovish*, essas evidências sugerem que a sua postura não deverá ter o mesmo viés assimétrico de antes. Essa mudança ficou evidente no discurso de Powell, que enfatizou repetidamente a necessidade de “maior progresso na inflação” como pré-condição para novos cortes.

Acreditamos que o mercado parece já precificar uma inflação acima da meta ao longo do ano e incorpora os possíveis choques negativos de oferta das potenciais imposições de tarifas e restrições a imigração.

### Estados Unidos: O inevitável dólar mais forte

As políticas do novo governo Trump combinam diferentes impactos sobre a economia americana. Se por um lado, as possíveis tarifas e restrições à imigração tendem a pressionar preços e reduzir a força de trabalho disponível, por outro, a renovação e ampliação de cortes de impostos, junto com uma ampla agenda pró-mercado de desregulação, devem estimular a atividade econômica e o ânimo empresarial. Esta combinação de fatores, somada à sinalização do Fed de juros “altos por mais tempo”, sugere a manutenção de um dólar forte nos próximos meses.



Fonte: Bloomberg

O governo Trump tem indicado que buscará reduzir significativamente o déficit fiscal através de ganhos de eficiência na administração pública. O mercado de títulos parece já precificar ao menos parcialmente esse cenário de melhora fiscal. No entanto, algumas evidências sugerem desafios para essa tese: Trump já declarou que sua administração “nunca cortará a previdência social ou coisas assim” e que o foco será limitado ao “desperdício, fraude e abuso”, que representam uma pequena parcela do orçamento federal.

Em nossa visão, embora a não concretização da redução significativa do déficit possa gerar ajustes nos mercados, os potenciais ganhos de eficiência devem mais que compensar os impactos negativos das políticas comerciais e migratórias mais restritivas. Em nossa alocação, buscamos refletir nossa visão positiva para a economia americana aumentando nossa exposição nos seus ativos. Ademais, identificamos drivers relevantes no curto prazo, com destaque para os gastos previstos do Treasury General Account (TGA, equivalente à conta do Tesouro americano) de aproximadamente US\$700 bilhões, que devem injetar liquidez significativa no mercado.

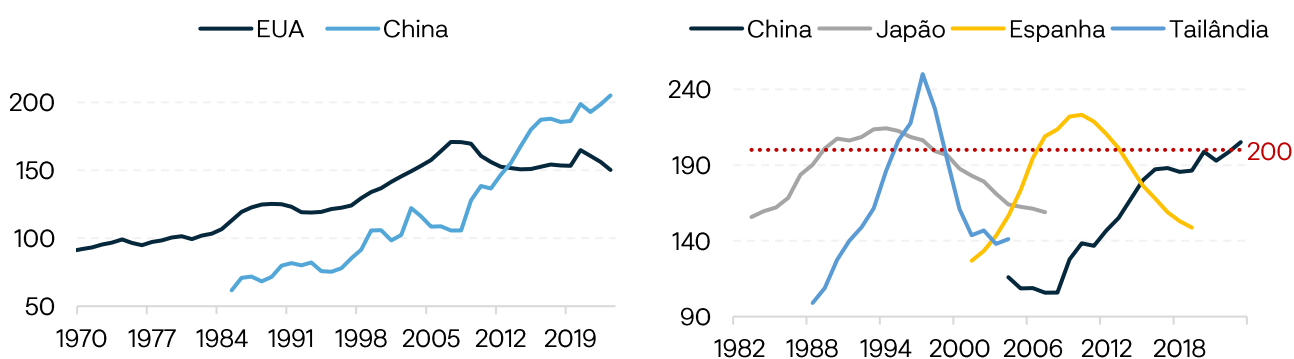
## China: Temores de um novo Japão

A economia chinesa atravessa uma de suas mais graves crises em décadas. No epicentro está o setor imobiliário, que após cinco anos de turbulência acumula incorporadoras falidas e milhares de projetos paralisados. Os indicadores econômicos recentes confirmam a gravidade: quatro quedas mensais consecutivas nos lucros empresariais e queda no consumo. Até mesmo o investimento em ativos fixos - a principal alavanca do governo para apoiar o crescimento - desacelerou.

O cenário é agravado por pressões externas crescentes. A perspectiva de um governo Trump traz preocupações específicas para a China, com a possível imposição de novas tarifas sobre importações chinesas e restrições adicionais ao comércio bilateral. Em resposta a esses ventos contrários, o governo tem implementado diversos pacotes de estímulos, mas sem grande sucesso. Pela primeira vez em 14 anos, Pequim anunciou uma mudança na política monetária para uma postura relativamente frouxa, porém há progresso limitado no desenvolvimento dos detalhes das medidas fiscais e estruturais.

A estratégia do PBoC de cortar os juros sucessivamente replica o fracasso japonês dos anos 1990, quando medidas similares não conseguiram estimular o crédito em um ambiente de sobreendividamento privado. O paralelo com o Japão é particularmente relevante: a dívida do setor privado chinês excede 200% do PIB - nível similar ao que catalisou a bolha imobiliária japonesa, assim como outras crises importantes como a imobiliária espanhola e a dos tigres asiáticos.

**Total da dívida privada, empréstimos e títulos de dívida  
(% do PIB)**



Fonte: IMF Global Debt Database

Os ativos chineses têm refletido essa fragilidade e inicia 2025 em tom desanimador. O sentimento começou a enfraquecer na virada do ano novo, refletindo a fraqueza contínua na economia e a falta de detalhes sobre medidas de estímulo. Os investidores, frustrados com promessas não cumpridas de medidas mais agressivas para estimular consumo e demanda, têm reduzido significativamente suas exposições. Sem reformas estruturais no mercado imobiliário e uma mudança efetiva para estímulos fiscais mais robustos, a China arrisca repetir a prolongada estagnação japonesa.

## Brasil: Política monetária “demais” e fiscal “de menos”

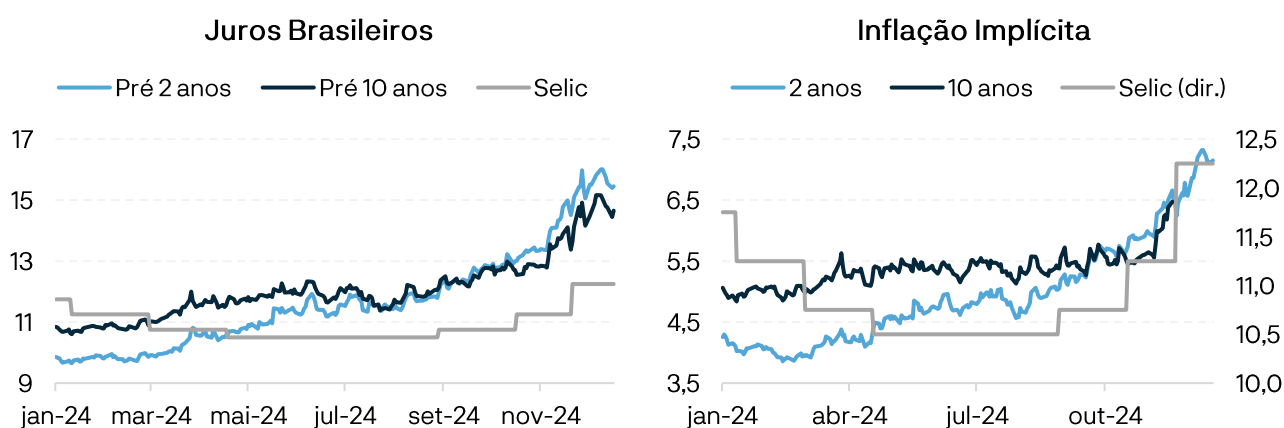
Apesar de todos os reveses no mundo das expectativas, a economia brasileira vive um bom momento se nos ativermos aos números de crescimento e inflação. O PIB cresce 3,4% em relação a 2023, sustentado pela expansão das concessões de crédito bancário às famílias e pelo consumo resiliente. O mercado de



trabalho também mostra força, com a taxa de desemprego na casa de 6% - um dos menores níveis de nossa história. A inflação, mesmo diante da significativa depreciação cambial no fim do ano, continua em níveis historicamente baixos, apesar da nova e difícil meta de 3%.

Conforme temos salientado em cartas anteriores, não vemos grandes problemas estruturais na economia brasileira, mas sim uma grande crise de credibilidade fiscal que tem gerado um ciclo vicioso de expectativas: a falta de compromisso com o controle de gastos aumenta a percepção de risco fiscal, que por sua vez eleva as expectativas de inflação e prêmios de risco nos ativos brasileiros, levando a taxas de juros mais altas, que acabam pressionando ainda mais a dívida pública e retroalimentando as preocupações fiscais.

Este cenário se agravou com a cristalização da falta de compromisso do governo com a redução no ritmo de crescimento das despesas. Este choque de confiança resultou em um novo aumento nas expectativas de inflação, levando as taxas de juros a níveis cada vez mais elevados.



Na política monetária, o BC adotou uma postura ainda mais *hawkish* em sua última reunião do ano. Na decisão de dezembro, que já contou com forte influência do novo presidente do BC, Gabriel Galípolo, a autoridade monetária elevou a taxa Selic em 100 bps, para 12,25%, e antecipou movimentos similares nas duas próximas reuniões.

Em nossa visão, há um claro descompasso entre as políticas monetária e fiscal: enquanto o BC sinaliza elevações adicionais de 100 bps na Selic nas próximas duas reuniões, levando-a para patamares extremamente restritivos, o presidente demonstra pouco compromisso com a comunicação sobre o esforço de contenção de gastos. No entanto, uma pequena melhora no quadro fiscal e na comunicação do governo poderia destravar valorizações expressivas nos ativos de risco locais, especialmente na bolsa.

### Brasil: Ganhando tempo no câmbio

A taxa de câmbio encerrou 2024 em forte desvalorização, com o Real entre as moedas de pior desempenho global, caindo mais de 20% frente ao Dólar. Este movimento reflete tanto fatores externos quanto internos: externamente, o fortalecimento generalizado do Dólar, impulsionado pela sinalização do Fed de juros "altos por mais tempo" e pela agenda Trump; internamente, a deterioração do cenário fiscal e o atraso na tramitação de medidas de contenção de gastos.

Em razão dessa forte desvalorização, o Banco Central decidiu atuar intensamente no mercado cambial, realizando intervenções através de leilões que totalizaram US\$32,59 bilhões (aproximadamente 8% das reservas) em vendas de dólares, entre leilões à vista e compromissos de recompra.



Embora boa parte do mercado tenha criticado essa atuação atípica, temos uma visão diferente. A injeção de recursos se mostrou uma estratégia acertada por diversos motivos. Primeiro, representa o uso adequado de um dos poucos instrumentos disponíveis em um momento de pânico, com o governo sem disposição para um pacote adicional de restrição de gastos, e a autoridade monetária limitada em sua política de juros. O Brasil mantém um volume expressivo de reservas internacionais - cerca de 20% do PIB - e, com o alto custo de carregamento, esse "cheque especial" deve ser utilizado justamente em momentos de estresse.

A operação se mostrou financeiramente vantajosa, já que as reservas foram adquiridas a valores entre R\$1,60 e R\$2,00 e vendidas a aproximadamente R\$6,30. Além disso, foi fundamental para interromper um movimento especulativo alimentado por algoritmos de *trading* e seguidores de tendência que, muitas vezes, operam sem considerar os fundamentos econômicos do país.

Embora essa atuação não resolva os problemas estruturais do Brasil, ela cumpre um papel importante: ganha tempo e interrompe movimentos de pânico, permitindo uma reavaliação dos fundamentos da economia brasileira, como a inflação em trajetória de queda, o crescimento econômico resiliente e o superávit comercial robusto.

## Nossas visões e posições

### Renda Fixa

O cenário brasileiro enfrenta uma crise de credibilidade fiscal que pressiona os ativos de risco locais. Os juros têm sido particularmente afetados, com aumentos dos prêmios de risco ao longo de toda a estrutura a termo da curva. Há um claro descompasso entre as políticas monetária e fiscal: de um lado, temos uma política monetária “demais”, com o BC sinalizando elevações adicionais de 100 bps na Selic nas próximas duas reuniões e levando a Selic para patamares extremamente restritivos; do outro, observamos uma política fiscal “de menos”, marcado pela falta de compromisso do governo com a contenção do crescimento das despesas. Neste ambiente de elevada incerteza nos juros, mantemos posições aplicadas moderadas em títulos públicos indexados à inflação.

### Crédito Privado

Em relação à alocação em crédito privado, mantivemos nossa postura conservadora, com exposições concentradas em ativos bancários. Estes ativos já passaram por remarcação e oferecem *spread* adicional em comparação ao prêmio de risco de debêntures corporativas de mesmo *rating*, especialmente nos segmentos AAA e AA, que são o foco de nossa alocação.

Diante do aumento significativo dos juros nominais no Brasil, optamos por manter uma posição conservadora no total alocado em crédito privado. Embora nossa alocação seja integralmente em ativos indexados ao CDI (% ou *spread*), a alta volatilidade nas curvas de juros tende a ampliar também a volatilidade dos prêmios dos ativos. Por essa razão, aumentamos nossas posições em caixa visando oportunidades futuras de compra. Nossa carteira permanece concentrada em ativos de alta qualidade de crédito, com exposição mínima a debêntures. Mantivemos algumas posições em ativos estruturados, considerando sua resiliência e prêmio atrativo nos níveis atuais.

Continuamos monitorando os prêmios no mercado e o comportamento do mercado secundário para identificar o momento adequado de aumentar nossa exposição em crédito privado, sempre mantendo o mesmo perfil de *rating*.

### Moedas

A valorização global do Dólar, especialmente frente às moedas de economias mais vulneráveis, combinada com a inação do governo em restabelecer a confiança fiscal, provocou nova rodada de depreciação do Real. Neste contexto, a atuação do BC tem sido fundamental para estabilizar um mercado que operava sem referências claras de preços. A estratégia de conter o *momentum* negativo e ganhar tempo tem se mostrado relevante. Vale ressaltar que o Brasil mantém um nível elevado de reservas internacionais, cujo custo de manutenção é significativo, justificando sua utilização em momentos de estresse. As recentes intervenções, além de contribuírem para a estabilização cambial, têm impacto fiscal positivo, reduzindo a dívida bruta em mais de um ponto percentual do PIB.

### Renda Variável

A bolsa local foi um terreno fértil de geração de valor para nossos fundos em 2024, porém, mesmo com *valuations* atrativos, temos dificuldades de encontrar sinais claros de reversão dessa tendência negativa. Diante da persistente instabilidade no cenário doméstico, reduzimos nossa exposição em ações brasileiras ao longo de dezembro, concentrando a carteira em empresas de maior qualidade.

Em paralelo, aumentamos nossas posições em ouro e ações americanas, apesar das preocupações com níveis de preço. Para o mercado americano, identificamos *drivers* relevantes no curto prazo, com destaque para os gastos previstos do Treasury General Account (TGA, equivalente à conta do Tesouro americano) de aproximadamente US\$700 bilhões, que devem injetar liquidez significativa no mercado.

## Nossos fundos

	Estratégia	dez/24 (%)	dez/24 (% benchmark)	3 Meses (%)	3 Meses (% benchmark)	Ano (%)	Ano (% benchmark)
<b>Renda Fixa</b>							
<b>Persevera Trinity FI RF Ref DI</b>	Caixa/Pós-fixado	0.85	92.1	2.61	97.6	11.24	103.4
<b>Persevera Yield FI RF CP LP</b>	Crédito Privado	0.95	102.0	2.58	96.8	11.66	107.2
<b>Persevera Phoenix RF Ativo LP FI</b>	Renda Fixa Ativo	-2.13	-	-3.90	-	-3.03	-
<b>Previdência</b>							
<b>Persevera Compounder Previdenciário FIFE</b>	Macro	-2.80	-	-5.27	-	-2.05	-
<b>CDI</b>		0.93		2.67		10.87	
<b>Renda Variável</b>							
<b>Persevera Nemesis Total Return FIM</b>	Total Return	-2.28	-	-4.34	-	8.54	78.5
<b>Persevera Proteus Ações FIA</b>	Ações	-6.28	-2.0 bps	-13.29	-4.5 bps	-8.29	2.1 bps
<b>Ibovespa</b>		-4.28		-8.75		-10.36	

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.*

