

MARÇO DE 2024

CARTA AOS INVESTIDORES



Do pouso suave à reflução?

*"Ouro é dinheiro. Todo o restante é crédito."
J.P. Morgan¹*

Sumário executivo

Mercado Global

- Indicadores econômicos nos EUA seguiram majoritariamente fortes, e números de inflação vieram relativamente em linha com o esperado
- Fed² decidiu ainda não iniciar o ciclo de cortes nos juros, mas manteve a expectativa de 3 cortes ao longo de 2024; entretanto, investidores precificam chance de apenas 2
- Mercados mantiveram sua trajetória: juros, Dólar e ativos de risco em alta – uma correlação pouco usual, mas compatível com a tese de ‘reflução’
- Na China, após uma sequência de dados econômicos ambíguos, os índices mais recentes de atividade apontaram sinais positivos, contribuindo para aliviar parcialmente o sentimento negativo dos investidores com relação ao país

Mercado Local

- Com ruídos políticos, como a decisão da Petrobras de não distribuir dividendos extraordinários, e os investidores locais mais cautelosos com a trajetória da Selic, os ativos brasileiros desempenharam relativamente pior do que os outros emergentes em março

Cenário e Posições

- Seguimos com uma visão construtiva para o cenário global, sustentada pela perspectiva favorável para as economias americana e europeia, a qual se soma à iminência dos cortes de juros
- Além disso, com os investidores ainda excessivamente pessimistas sobre a economia chinesa, eventuais surpresas positivas também poderão beneficiar ativos ligados ao país, como o Brasil e determinadas *commodities*

¹ "Gold is money. Everything else is credit." [JP Morgan: Money is Gold and Nothing Else](#), acesso em 31/03/2024

² Federal Reserve, Banco Central dos EUA

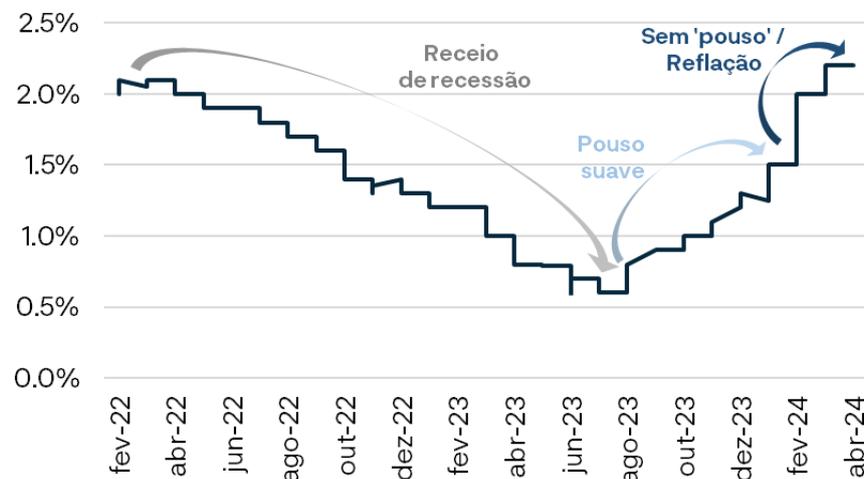
- Apesar da trajetória econômica brasileira também positiva, os desdobramentos políticos de fato têm impactado negativamente os mercados locais, sobretudo pela saída de investidores estrangeiros
- Nesse contexto, preferimos nos posicionar nos ativos brasileiros mais ‘blindados’: títulos IPCA+ longos, câmbio e ações de setores mais defensivos

A tese de reflução

Após a tese de ‘pouso suave’ na economia americana ter permeado cada vez mais o mercado desde o segundo semestre de 2023, as últimas semanas foram marcadas por uma nova narrativa: a de reflução. Ou seja, os investidores foram mudando suas visões de um cenário de desaceleração econômica suave e queda da inflação para uma visão de possível reaceleração econômica com um repique inflacionário.

Do ponto de vista da atividade, por um lado, diversas métricas apontam para uma acomodação: criação de empregos, produção industrial, vendas no varejo, índices de manufaturas e serviços – todas elas têm se desacelerado e convergido a patamares compatíveis com o crescimento natural da economia americana. Por outro lado, em razão do forte aperto monetário conduzido pelo Fed, boa parte dos investidores apostavam em uma desaceleração econômica forte ou, até mesmo, em uma recessão. À medida que os dados econômicos divulgados não demonstram sinais de fraqueza econômica, os investidores revisam positivamente suas projeções, levando a expectativas cada vez maiores de crescimento em 2024.

Crescimento do PIB EUA em 2024 - Projetado



Fonte: Bloomberg

Após a inflexão das expectativas observada em agosto/2023, o primeiro movimento foi de alívio ao se afastar a probabilidade de recessão, levando à tese de uma desaceleração saudável – o “pouso suave” –, a qual beneficiou a maioria dos ativos de risco, sobretudo as bolsas. Com a continuidade da melhora nas expectativas para a economia americana, os investidores passaram a acreditar cada vez mais que a economia poderia sequer ‘pousar’, continuando a crescer mais de 2% a.a.

Como consequência desse maior aquecimento econômico, ressurgiram as preocupações inflacionárias, potencializadas pelos conflitos geopolíticos, como na Rússia/Ucrânia e no Oriente Médio, que têm restringido a oferta de bens como o petróleo e dificultado as cadeias logísticas. Assim, após alguns meses

de quase certeza de que a inflação global iria convergir para as metas dos bancos centrais e deixar de ser um problema, reapareceu o risco de um período de inflação mais alta.

Inflações Implícitas EUA (% a.a.)

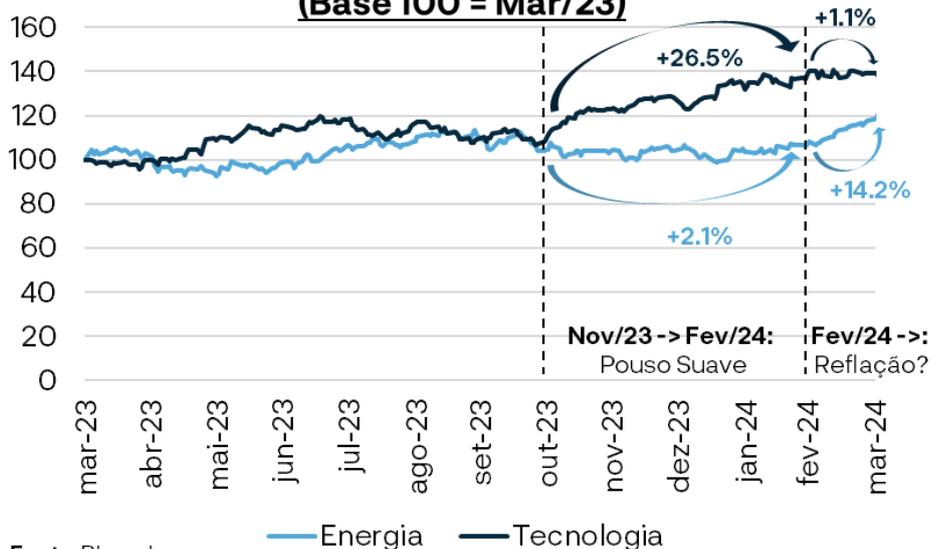


Fonte: Bloomberg

O comportamento dos ativos

Frente a essa possível mudança de cenário, os investidores têm rotacionado de ativos que se beneficiariam do fim da inflação, desaceleração da atividade e queda nos juros para ativos que se beneficiam de uma volta da inflação, aceleração da atividade e pressão sobre os juros. Nesse contexto, os principais ganhadores têm sido as *commodities* e as ações, sobretudo as de empresas cíclicas – por exemplo, em março, o ETF de empresas do setor de energia nos Estados Unidos começou a desempenhar melhor do que as ações de tecnologia, o que não acontecia há quase 1 ano e meio.

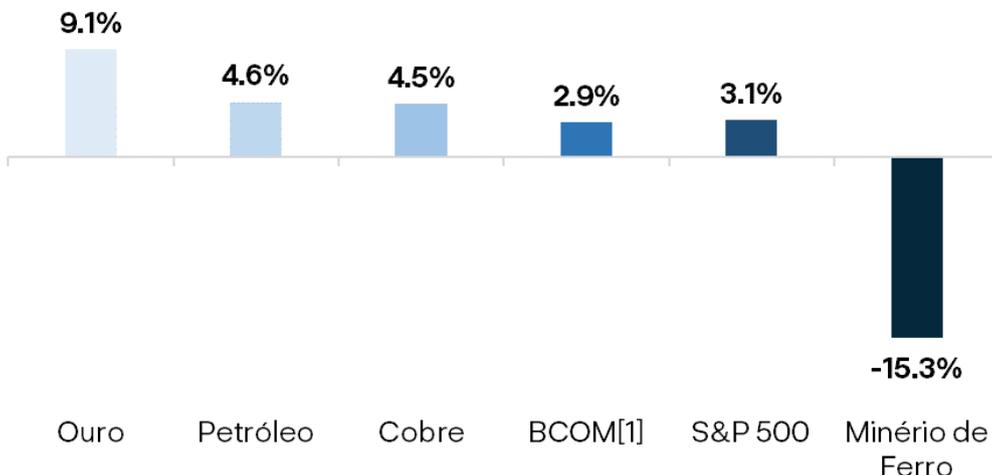
ETFs de Energia e Tecnologia (Base 100 = Mar/23)



Fonte: Bloomberg

Outro ativo que tem tido uma performance excepcional é o Ouro, que tende a ser uma forma de proteção à inflação e tem sido impulsionado pela compra de alguns bancos centrais, como o chinês, que aumentou sua posição pelo 16º mês consecutivo.

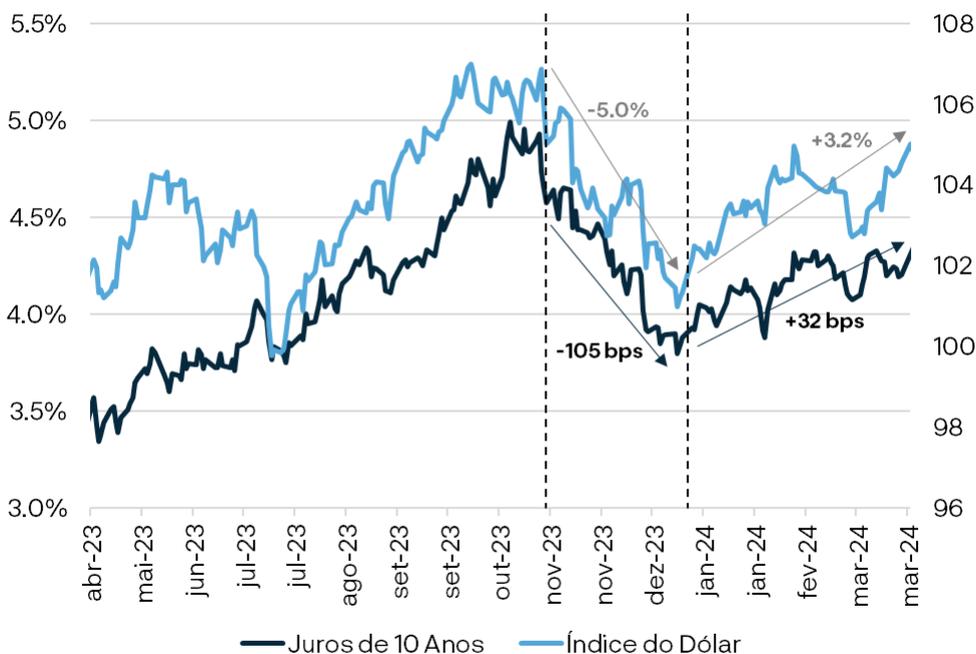
Rentabilidade em Mar/24



Fonte: Bloomberg. Nota: 1. Índice de Commodities da Bloomberg

Na outra ponta, as principais posições perdedoras têm sido as de renda fixa, dada a alta na curva de juros e a consequente queda no preço dos títulos. Seja pelos juros mais altos nos Estados Unidos, pela expectativa de uma economia americana mais aquecida ou por outra razão, o Dólar tem se fortalecido contra a maioria das outras moedas.

Juros de 10 Anos nos EUA (esq.) e Índice do Dólar (dir.)



Fonte: Bloomberg. Nota: 1. Índice de Commodities da Bloomberg

O impacto da China

Com o segundo maior PIB do mundo, a China também desempenha um papel fundamental na direção econômica global e, conseqüentemente, na trajetória dos mercados. Após uma deterioração contínua das expectativas para a economia chinesa, iniciada pela frustração com a reabertura pós-pandemia em 2023 e estimulada pela crise imobiliária no país, alguns indicadores recentes começaram a apontar sinais mais positivos. Esses indicadores vieram ao encontro do que temos comentado em nossas últimas cartas: uma maior força dos setores da “Nova China” – como serviços e manufaturas – e uma possível estabilização do setor imobiliário.

Caso essa trajetória se confirme e a China consiga entregar sua meta de crescimento “ao redor de 5%” em 2024, o país, que era esperado para contribuir com uma desinflação global, dada sua desaceleração e a contínua desvalorização da sua moeda – que estimula exportações –, pode, na verdade, ser uma fonte de pressão inflacionária e de atividade, contribuindo para a alta de itens como o Petróleo e o Cobre. Embora tal pressão não seja o nosso cenário base, é um risco a ser monitorado.

Brasil: Tropeçando nas próprias pernas

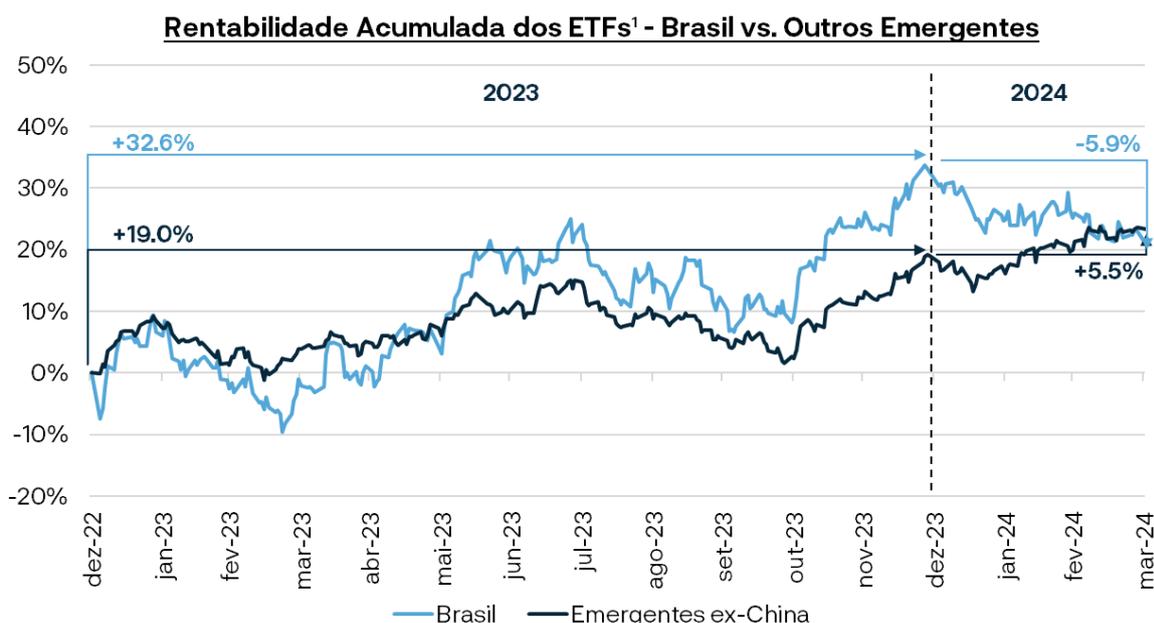
A trajetória econômica brasileira segue bastante animadora, como temos argumentado há vários meses, inclusive na [última carta](#):

“[...]inflação convergindo para a meta de 3% a.a. e, apesar de pouco falado, atividade sólida, com o PIB crescendo de forma saudável e acima das expectativas [...]”

Nesse contexto, com uma economia forte, boas perspectivas para o mercado de capitais e uma alta das *commodities*, os ativos brasileiros deveriam estar tendo um bom desempenho em 2024. Entretanto, com a abertura dos juros nos Estados Unidos e a força do Dólar, a curva de juros local e o Real também têm estado sob pressão, o que tem prejudicado a rentabilidade dos fundos locais e gerado um efeito dominó – *stops* de posições, redução do risco e, conseqüentemente, novas pioras nesses ativos.

A isso, soma-se a saída do investidor estrangeiro em 2024, que estava sendo um grande comprador da renda fixa e da bolsa brasileira nos últimos anos. Um dos fatores que acreditamos poder ter impulsionado esse movimento foram os ruídos políticos recentes, relacionados a temores de ingerência governamental em empresas como Petrobras, pela não distribuição de dividendos complementares, Vale, pela tentativa do Executivo de nomear o CEO da empresa, e Eletrobras, pela tentativa de revisão de alguns dos termos da privatização da companhia.

Com isso, em 2024, a curva de juros local subiu entre 40-80 bps, o Real se desvalorizou 1.1% (ajustado pelo carroço), e o Ibovespa caiu mais de 5%. Particularmente, o índice não tem conseguido acompanhar a alta das ações americanas e das *commodities*, mas algumas ações e setores seguem se destacando positivamente.



Fonte: Bloomberg. Nota: 1. Considera a rentabilidade da bolsa local e da moeda local

Perspectivas e Posições

Mercados Globais

Com a continuidade do movimento de alta na curva de juros americana, os títulos de renda fixa global seguiram desempenhando mal em março. Apesar de estarmos construtivos com esses ativos há alguns meses, atualmente não temos posições, e estamos monitorando de perto para entender se o repique inflacionário que passou a ser precificado se confirma ou não. Em caso negativo, teremos novamente um ótimo ponto de entrada para aplicar juros.

Na renda variável, mantivemos a posição comprada na bolsa europeia, que segue em forte trajetória de alta, e zeramos a posição comprada em bolsa americana, agora carregando uma pequena posição vendida como hedge para o portfólio. Por um lado, acreditamos que o cenário de atividade mais favorável poderá continuar fomentando a alta; por outro, consideramos que o posicionamento técnico deixa margem para uma pequena correção de curto prazo.

Para um horizonte mais longo, seguimos confiantes no portfólio '60/40', composto por títulos de renda fixa e ações americanas, que tem tido um bom desempenho em 2024.

Mercado Local

A despeito dos ruídos de curto prazo e da má performance recente, seguimos construtivos com alguns dos ativos brasileiros, particularmente os mais 'blindados': títulos IPCA+ longos, câmbio e ações de setores mais defensivos.

Quanto aos títulos IPCA+, acreditamos que o patamar atual de quase 6% de juros reais é bastante atrativo vis-à-vis os fundamentos econômicos. Por esse alto carregamento, a posição consegue se defender razoavelmente bem mesmo em momentos como esse de estresse no mercado, e ainda pode se beneficiar muito caso se concretize o cenário favorável para o Brasil no qual acreditamos. O Real também se beneficia

de um carregamento positivo, sustentado pelo diferencial de juros entre Brasil e EUA, e enxergamos um posicionamento técnico mais leve, com boa parte dos investidores posicionados para uma desvalorização.

Por fim, quanto à renda variável, seguimos com uma alocação relativamente mais alta, mas em ações e setores mais defensivos e com perspectivas micro favoráveis, como Papel e Celulose, Bancos e Construção Civil de baixa renda.

Nossos fundos

Em mais um mês desafiador para os ativos brasileiros, nossos fundos conseguiram cumprir a sua proposta. Mesmo os fundos de risco mais alto subiram no mês ou, ao menos, defenderam a maior parte da queda.

Renda fixa: Em nossa estratégia de Renda Fixa Caixa, o **Persevera Trinity** rendeu **+0,9%** no mês (**113,2% do CDI**), beneficiado pela compressão de *spreads* das LFTs e das posições de Crédito Privado, sobretudo as Letras Financeiras de Banco do Brasil, Bradesco e Itaú. Com isso, o fundo alcançou **106,4% do CDI** em 2024, **103,9%** em 6 meses e **101,6%** em 12 meses. O **Persevera Yield**, nosso fundo de crédito conservador, finalmente completou 6 meses e pode ter sua performance divulgada: **+1,0% em março (116,7% do CDI)**, **+3,0% em 2024 (113,9% do CDI)** e **+6,0% desde sua abertura (108,9% do CDI)**. Em ambos os fundos, seguimos com a estratégia de alocação moderada em crédito privado corporativo e preferência por alta qualidade de crédito e setores resilientes. Estamos mantendo nossas alocações conservadoras em relação a prazo e alocação total em crédito privado. Já o **Persevera Phoenix**, nossa estratégia de Renda Fixa Ativa, defendeu boa parte da abertura da curva de juros local pelo seu posicionamento maior em títulos IPCA+, fechando em **+0,3% no mês**, **+4,8% em 6 meses** e **+11,1% em 12 meses**.

Multimercados: O **Persevera Compass (-0,2%)** também teve como detratoras as posições em renda fixa local e câmbio, parcialmente compensadas pela ótima rentabilidade da carteira de renda variável. Com isso, o fundo segue bem nas principais janelas (**+5,5% em 6 meses** e **+11,2% em 12 meses**), figurando bem nos rankings contra seus pares.

Renda Variável: Nosso fundo de ações, o **Persevera Proteus**, foi outro a finalmente completar 6 meses, justamente em um mês excepcional: **+1,2% vs. -0,7% do Ibovespa**. No ano, o fundo tem leve queda de **-0,4%**, contra **-4,5% do índice**. Já o **Persevera Nêmesis**, nosso fundo de retorno total, também se beneficiou da boa rentabilidade da carteira de ações, também fechando no positivo: **+0,2%**, chegando a **+0,5% em 2024**, **+6,0% em 6 meses** e **+11,3% em 12 meses**.

	Estratégia	Mar/24 (%)	Mar/24 (% do CDI)	3 Meses (%)	3 Meses (% do CDI)	Ano (%)	Ano (% do CDI)
Mercado de Renda Fixa							
Persevera Trinity FI RF Referenciado DI	Caixa/Pós-fixado	0,94	113,2	2,79	106,4	2,79	106,4
Persevera Yield FI RF Crédito Privado LP	Crédito Privado	0,97	116,7	2,98	113,9	2,98	113,9
Persevera Phoenix RF Ativo LP FI	Renda Fixa Ativo	0,29	34,4	0,92	35,0	0,92	35,0
Multimercado							
Persevera Compass Advisory FIC FIM	Macro	-0,16	-19,3	-0,15	-5,6	-0,15	-5,6
Fund of Funds							
FMX Lighthouse FIC FIM	FoF Multimercados	0,27	32,9	-0,53	-20,4	-0,53	-20,4
Previdência							
Persevera Compounder Previdenciário FIFE	Macro	0,17	19,8	0,76	28,9	0,76	28,9
Mercado de Ações							
Persevera Nemesis Total Return FIM	Total Return	0,18	21,7	0,54	20,7	0,54	20,7
Persevera Proteus Ações FIA	Ações	1,17	140,1	-0,39	-14,9	-0,39	-14,9
	CDI	0,83		2,62		2,62	
	Ibovespa	-0,71		-4,53		-4,53	

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.

