

SETEMBRO DE 2020

CARTA AOS INVESTIDORES

Temendo o inimigo errado

É intuitivo que a inflação alta é ruim. O que é menos intuitivo é que a inflação [...] excessivamente baixa [também] pode ser ruim.

Jerome Powell, presidente do Federal Reserve (Banco Central dos EUA)¹

Como fazemos a cada 3 meses, dedicamos uma carta à atribuição de performance detalhando de onde vieram ganhos e perdas no último trimestre e no ano. A parte final da carta traz de forma sucinta nossas visões sobre cenário, investimento e posições, e explicamos por que, no nosso entendimento, o movimento recente de mercado decorre de um receio incorreto de que a elevação dos juros será um processo inevitável no Brasil.

No terceiro trimestre o Persevera Compass FIC apresentou retorno de -0,66%, trazendo a rentabilidade no ano para +2,02%, contra +0,03% do IHF-A (Índice de Hedge Funds Anbima). Não é necessário dizer que 2020 continuou se mostrando um ano de muitos desafios, um período em que o Ibovespa perdeu cerca de 18% (após visitar uma queda de mais de 40%), o Dólar subiu quase 40% frente ao Real e o IMA-B² perdeu 0,7%, tendo no pior momento flertado com uma queda de 10%. Desde o início em 31/10/2018, o fundo acumula um ganho de 13,1% contra 9,4% do CDI e 11,3% do IHFA.



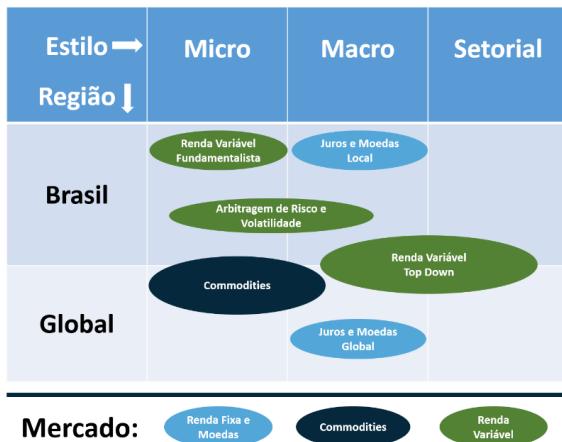
Fonte: Bloomberg

¹ <https://youtu.be/jmjLFtvSvT8?t=3709>, acesso em 21/09/2020; tradução nossa.

² Índice que mede a rentabilidade das NTN-Bs, e, portanto, dos títulos de renda fixa de longo prazo.

Nossas estratégias ao longo de 2020

A Persevera possui uma estrutura de investimentos que preza pela diversificação de estratégias em diversas dimensões. Assim, as decisões de investimento são tomadas pelos gestores de cada um dos livros de forma independente, e os mercados e estilos em que os livros especialistas atuam se compõem de forma balanceada para levar a essa diversificação, como explicitado no diagrama a seguir.



Nas análises de desempenho que mostramos nas cartas trimestrais, apresentamos as estratégias e resultados de forma agregada, mas é importante lembrar que elas são resultantes dos processos de decisão individuais dos diversos livros, que, embora sejam influenciados pelas discussões da casa, são tomadas de forma autônoma por cada gestor, de forma a atingir um equilíbrio entre a estratégia geral e as visões individuais.

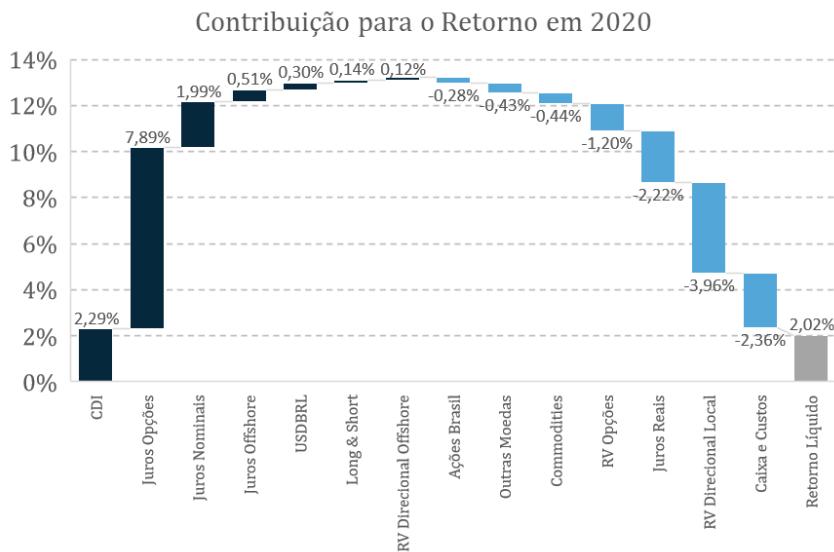
Sob esse prisma agregado, nos dois primeiros meses do ano, mantivemos posições relevantes na “paridade de risco” da qual falamos em cartas anteriores – a combinação de uma posição comprada em ações locais com posições aplicadas em juros locais e em *treasuries*. Essa estratégia permite capturar o prêmio de risco dos mercados, mas também se aproveita da diversificação entre a renda fixa e a renda variável, ou seja, da tendência de que as taxas de juros apresentem quedas quando os mercados de ações sofrem com aversão ao risco. Em especial, carregamos ao longo do tempo estratégias em opções de juros na parte curta da curva, que apresentavam um potencial de alavancagem em relação ao nosso cenário de que a Selic cairia para baixo de 3% a.a., mas que tinham perdas limitadas caso estivéssemos errados.

Em março e abril, o efeito diversificador das posições aplicadas em *treasuries* e principalmente na parte curta da curva local se mostrou fundamental. Apesar do comportamento ainda errático dos mercados de juros brasileiros, em especial na parte longa, a política monetária local teve que se adequar ao colapso da demanda causado pela pandemia e os juros de prazo mais curto apresentaram queda expressiva, o que trouxe grandes ganhos para o fundo. Aliado a isso, promovemos uma redução das exposições ao mercado de ações, uma vez que entendíamos naquele momento que o choque da pandemia de covid-19 sobre uma economia já anêmica levaria a uma queda de resultados que não justificava mais os preços das empresas brasileiras. Além disso, entre janeiro e abril, mantivemos posições compradas em dólar contra o real, que também ajudaram a mitigar as perdas nesse período.

A partir de maio, mudamos nossa posição na moeda brasileira, que havia se desvalorizado expressivamente tanto em relação ao dólar quanto em relação a outros países emergentes. Passamos então a uma posição comprada em real contra a moeda americana, que se mostrou positiva em maio, mas apresentou perdas no mês de junho. Do lado da bolsa, mantivemos posições vendidas no mercado até o mês de junho, quando as notícias positivas da retomada global da atividade, combinadas com o enorme grau de estímulo provido pelos bancos centrais nos levaram a sair dessas posições vendidas.

Resultados da carteira no trimestre e no ano

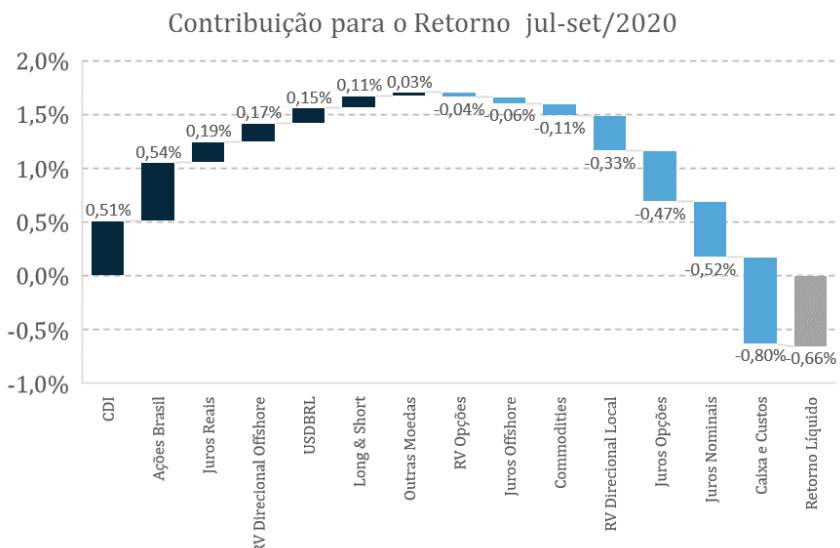
Em contraste ao ocorrido em 2019, os resultados deste ano foram determinados primordialmente pelos movimentos macroeconômicos decorrentes da epidemia de covid-19. Ainda assim, a combinação de investimentos em juros curtos e renda variável se mostrou diversificadora, e permitiu que o fundo obtivesse excelentes retornos apesar da forte queda nos mercados. Dessa forma, embora no longo prazo a diversificação de estratégias nos deva trazer retornos nos diversos mercados, em momentos de crise aguda é esperado que a posição de renda fixa se destaque como a componente de *hedge* da carteira.



Foi exatamente isso que ocorreu em 2020: como mostra o gráfico acima, o desempenho dos ativos em geral e das estratégias do fundo em particular foram de forma drástica e não usual dominados pelas variáveis macroeconômicas. Por isso, o resultado acabou vindo da nossa principal visão não consensual, de que os juros no Brasil viriam para a casa de 3% ou abaixo, como argumentamos nas cartas de [dez/19](#), [fev/20](#) e [mar/20 \(extra\)](#). Assim, as posições em opções de juros foram o grande destaque positivo, agregando 789 bps³ ao desempenho do fundo. As estratégias direcionais em juros nominais agregaram outros 199 bps. As posições na curva real de juros foram prejudicadas pelos papéis mais longos, e detraíram 396 bps do desempenho. A renda fixa local trouxe, portanto, contribuição total de +766 bps. Adicionalmente, nossas posições em renda fixa internacional, basicamente aplicadas em juros americanos de 2 e 10 anos, agregaram outros 51 bps no período. Por fim, as posições compradas em dólar, que utilizamos principalmente como proteção para a estratégia de juros locais, agregaram 30 bps.

Do lado negativo, as posições *risk on* nos mercados de moedas e renda variável trouxeram perdas no ano. As posições de ações tiveram resultado total de -518 bps, apesar do desempenho relativo da carteira de ações fundamentalista, que superou o Ibovespa. Além disso, as posições de moedas e commodities subtraíram respectivamente 43 e 44 bps do desempenho do fundo.

³ 1 bp ou *basis-point* corresponde a 0,01%



No trimestre, como apresentado no gráfico, a distribuição de ganhos foi bastante diferente, com as posições de risco como renda variável, câmbio e juros reais apresentando recuperação, enquanto as exposições em juros sofreram por conta do aumento das preocupações no mercado com a situação fiscal no Brasil. Assim, o destaque positivo no trimestre foi a carteira de ações fundamentalista, que agregou 51 bps, seguida pelas posições em juros reais que adicionaram 19 bps e as posições em renda variável offshore que adicionaram 17 bps. Do lado negativo, as posições direcionais e em opções de juros nominais locais detraíram 99 bps.

Perspectivas e posições atuais

No terceiro trimestre, diferente do que vinha ocorrendo em 2020, o mercado de juros apresentou uma reversão, com as taxas para janeiro/2023 apresentando alta de 50 bps. Esse comportamento se deveu principalmente às preocupações dos investidores com a sustentabilidade da situação fiscal do Brasil e com a possibilidade de repasses das elevações de preço no atacado para os índices de inflação ao consumidor. Esse comportamento negativo se deu apesar da “prescrição futura” dada pelo Banco Central em relação à taxa de juros, que apontou para a manutenção ou até mesmo reduções adicionais da Selic nos próximos meses.

Como argumentamos na carta aos investidores de [ago/20](#), temos uma visão diferente para a situação fiscal no país. Apesar da piora ocorrida como consequência do estímulo fiscal, entendemos que a manutenção dos juros em patamares reduzidos por muito tempo permitirá a estabilização e futura reversão da trajetória da dívida. Como temos falado em todas as nossas comunicações, acreditamos que o Banco Central deverá manter uma política monetária estimulativa por bastante tempo para combater o cenário desinflacionário no qual nos encontramos. Como disse o presidente do Fed Jerome Powell na entrevista coletiva após a reunião de setembro:

“[...] É intuitivo que a inflação alta é ruim. O que é menos intuitivo é que a inflação pode ser excessivamente baixa. [...] Inflação muito baixa quer dizer que as taxas de juros são baixas [...] e o Fed vai ter menos espaço para cortar os juros para apoiar a economia. [...] E isso não é uma teoria acadêmica, é o que está acontecendo em todo o mundo. [...] Portanto, queremos a inflação em 2% **em média**.⁴

Também não compartilhamos da percepção do mercado de que as altas taxas de inflação no atacado se propagarão automaticamente para os preços ao consumidor. Embora os preços de alguns bens comercializáveis tenham causado uma leve alta do IPCA nos últimos meses, em um momento em que os bens não comercializáveis têm sua demanda

⁴ <https://youtu.be/jmLFtvSvT8?t=3709>, acesso em 21/09/2020; tradução e grifo nossos.

fortemente prejudicada pelas consequências do distanciamento social, a alta nos preços do atacado terá grande dificuldade em se propagar para o varejo. A retirada gradual da ajuda emergencial também será um choque negativo adicional para a demanda dos bens comercializáveis nos próximos meses.

Na verdade, nossa visão não poderia ser mais distante do que hoje especifica o mercado e temem os analistas e investidores. Achamos que o mercado provavelmente “teme o inimigo errado”. O consenso hoje é que o Brasil corre o risco duplo de ver uma importante retomada da inflação, estimulada pela nossa fragilidade fiscal, que pressionaria ainda mais nossa taxa de câmbio e que forçaria uma alta nos juros, que realimenta nossa fragilidade fiscal através de um custo de serviço da dívida crescente. Ou seja, nessa visão, os inimigos seriam o câmbio, a inflação, o tamanho da dívida e os déficits fiscais, nossos fantasmas históricos.

Acreditamos que, na verdade, o mundo permanece em uma prolongada e frustrante luta contra a desinflação e a estagnação econômica e que o Brasil, a partir de 2016, passou a fazer parte desta realidade. Por 5 anos o mercado vem se surpreendendo sucessivamente com uma atividade que decepciona, uma inflação baixíssima e juros que tem que cair continuamente para reativar e reflacionar a economia. Apesar disso, o mercado continua temendo a inflação e não o nosso real inimigo: a estagnação econômica que produz uma contínua desinflação.

Devemos explorar mais profundamente este tema em uma próxima Carta Mensal. Um número impressionante citado por poucos analistas e que corrobora nossa visão é a soma da perda da meta de inflação projetada no período de 2017 a 2021⁵: o IPCA acumulado ficará a uma distância impressionante da meta estabelecida pelo CMN: aproximadamente 500 pontos-base abaixo, como mostra a tabela a seguir. Se isto não é evidência suficiente de que compartilhamos da mesma “doença de não crescimento” do resto do mundo, onde a desinflação é um fortíssimo efeito colateral, não sabemos o que seria.

	Meta (%)	IPCA (%)	Diferença
2017	4,50	2,95	-1,55
2018	4,50	3,75	-0,75
2019	4,25	4,31	0,06
2020	4,00	2,12	-1,88
2021	3,75	3,00	-0,75
	Soma		-4,87

Fonte: Bloomberg, BCB

Projeções do Focus para 2020 e 2021

Por esses motivos, continuamos com a visão de que a parte intermediária da curva de juros apresenta prêmios expressivos, e mantemos posições aplicadas nessa região da curva nominal de juros, embora tenhamos migrado as posições direcionais para estratégias com opções para navegar este período de notícias mais negativas para o prêmio de risco nas curvas locais.

Continuamos também otimistas com as perspectivas para o Real, que se deslocou demasiadamente das moedas de outros países emergentes e mantemos pequenas posições compradas na moeda brasileira em relação ao dólar. Para a renda variável, entendemos que os remédios praticados pelos Bancos Centrais globais estão surtindo efeito. Dessa forma, mantemos posições moderadas compradas em Ibovespa e S&P 500.

No mercado internacional, mantemos posições compradas em ETFs de títulos grau de investimento e alto rendimento, e posições relativas no mercado de renda fixa europeu, comprados em títulos italianos e vendidos em títulos da Alemanha. Detemos também uma posição vendida em Euro contra Dólar.

⁵ os últimos 3 anos fechados, este ano quase fechado e a expectativa de inflação captada pela pesquisa Focus para 2021 e para o período remanescente de 2020.

Por fim, mantemos posições compradas em ouro e outros ativos assemelhados como diversificação das posições em bolsa da carteira. Num ambiente no qual as posições de *hedge* se mostram bastante caras, com taxas de juros internacionais em patamares reduzidos e volatilidades implícitas elevadas, a posição em ouro pode se mostrar uma proteção interessante no caso do recrudescimento das preocupações com atividade econômica. Também devido a esse alto custo atual das posições de *hedge*, entendemos que é mais prudente promover uma redução tática das exposições locais para atravessar o período de preocupações fiscais que estamos vivendo. Ao nosso ver, essas preocupações serão dissipadas quando ficar claro que as taxas de inflação permanecerão baixas por muito tempo, permitindo a continuidade de uma política monetária muito acomodativa.

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.

