



Carta da Gestão Março 2024



Nem hard nem soft landing. A economia americana não desacelera.

Se a desinflação no mundo está sendo influenciada pela queda dos preços de grãos e algumas commodities, é natural que haja certo sincronismo nesse fator do ciclo econômico global. Portanto, inflação em queda, com núcleos mais resistentes, também têm efeito sincronizado. Da mesma forma, o emprego que, mesmo não sendo um serviço comercializável, parece seguir a tendência em paralelo.

A força da economia americana é a principal surpresa do ano e a tão aguardada desaceleração da atividade é postergada, sempre para o próximo período. No cenário doméstico, a economia já não mostra a mesma pujança da estadunidense, porém observamos sinais de resiliência na atividade local. O setor de serviços se destaca em ambas as regiões, sendo inflacionário e desafiador para os bancos centrais cumprirem seu papel, de retornar a inflação para as respectivas metas. Ambas as nações passaram por processos desinflacionários sincronizados e encontram-se agora em um momento de cautela para direcionar os investidores para os próximos passos.

Mas o sincronismo do Brasil com EUA não vai muito além disso. Os americanos estão na vanguarda tecnológica, tirando muito proveito da dedicação e enorme alocação de recursos em pesquisa e desenvolvimento em novas tecnologias. As empresas americanas avançam e se distanciam dos seus competidores e, ao contrário da bolha da internet nos anos 2000, os produtos de Inteligência Artificial já são monetizados e trazem aumento da produtividade à economia.

Outra semelhança entre os dois países é a forte expansão fiscal. Quando o gasto do Governo é estimulativo, a taxa de juro neutra tende a subir. Talvez por isso, ouro, ações e ativos que se beneficiam da inflação, tendam a continuar se valorizando. A alta da bolsa americana vem tornando as condições financeiras cada vez mais favoráveis a sociedade americana, o que empurra na mesma direção, de mais inflação e juro mais alto.

Portanto, hoje existem muitas razões para o ciclo econômico estar diferente. O agravamento e a propagação das guerras são os eventos mais recentes e o risco de conflitos geopolíticos está aumentando. Antes disso, nos últimos 25 anos, tivemos uma série de eventos que mantiveram o juro em baixa nas principais economias do mundo. A partir daí, a frequência de choques aumentou, com o boom da internet, boom de commodities, oferta de produtos chineses, a crise financeira de 2008 (GFC) até o Covid, em 2020. A inflação ficou comportada no início desse período e depois, cresceu o risco de deflação. Esse cenário conspirou a favor do juro baixo, tanto nominal quanto real.

Avaliando o cenário atual, o ambiente é de menor globalização, mais insegurança jurídica e fortes oscilações na oferta e no preço dos ativos e produtos. Isso também justifica a elevação da taxa de juro neutra. Se isso ainda é pouco, no pós-covid as dívidas cresceram, tanto no setor público quanto no privado, ou seja, a demanda por capital subiu e, quando a demanda por um bem sobe, o preço tende a aumentar também.

Dessa forma, é razoável supor que a taxa de juro neutra nos EUA está em torno de 2% e no Brasil, em torno de 6%, alinhadas ao cenário macroeconômico global.

Boa leitura!!

Cenário Macro

Global

Após fechar o ano com inflação super comportada e economia saudável, os investidores foram decepcionados por um primeiro bimestre de preços em alta nos Estados Unidos. Por conta de um alto ganho salarial dos trabalhadores e a continuidade do mercado de trabalho robusto, a demanda nos EUA continua crescendo e impulsionando a atividade econômica.

Apesar do juro estar em nível restritivo, a economia dos Estados Unidos continua demonstrando vigor e estabilidade. Uma das razões que explicam essa aparente contradição é que a taxa básica de juros americana (Federal Funds), hoje em dia, não parece ser o único determinante do desempenho econômico dos EUA. Para uma avaliação mais precisa do estado da economia norte-americana, o Federal Reserve criou um **índice de Condições Financeiras**, que visa identificar a saúde econômica, considerando o impacto de algumas variáveis específicas. Esse índice analisa o efeito do câmbio, taxas de hipotecas, taxas de juros, desempenho do mercado de ações, valores imobiliários e riscos de crédito.

Em 2022, as condições financeiras começaram a piorar por conta do aperto monetário, além da força do dólar e das taxas de hipotecas, que restringiram o consumo americano parcialmente. As condições atingiram seu ponto mais crítico em dezembro de 2022, pouco antes do evento do Silicon Valley Bank em março de 2023. Agora, as condições financeiras estão em território expansionista, principalmente em função do excelente desempenho do mercado de ações dos Estados Unidos, que contribuiu para o aumento da riqueza dos americanos e proporcionou maior poder de compra à população. Em resumo, o desempenho excepcional de empresas como NVIDIA e Meta está adiando o corte de juros pelo Federal Reserve, ao aliviar as condições financeiras do país.



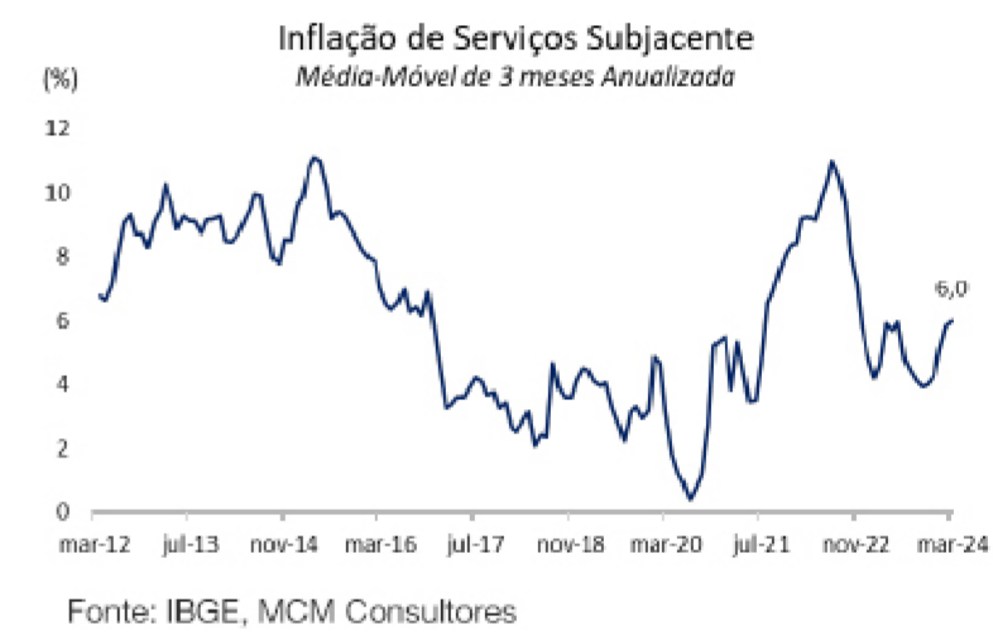
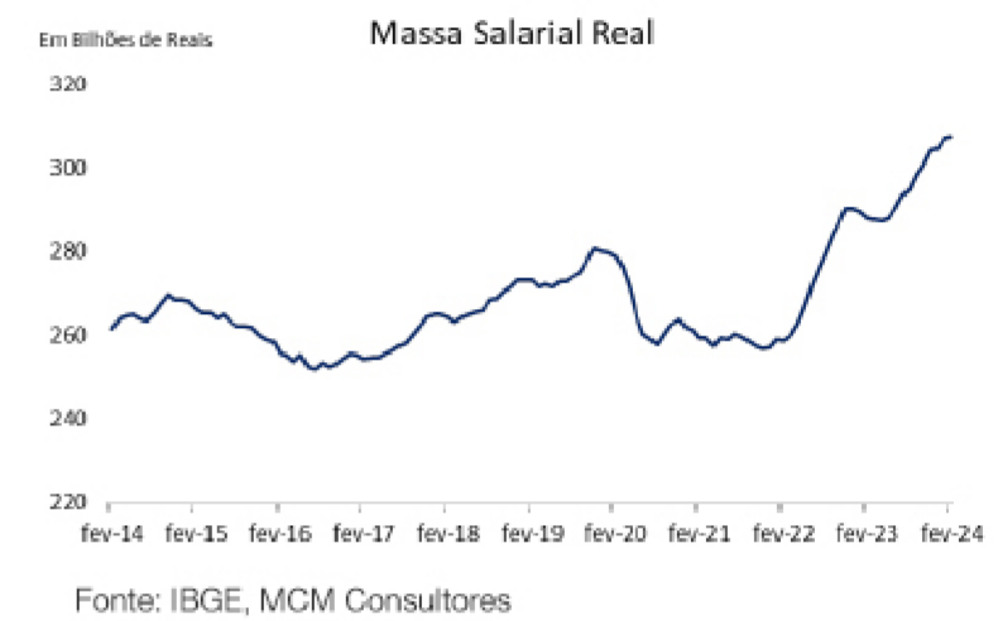
Brasil

Em linha com a dinâmica externa, a economia brasileira também tem mostrado sinais de força e resiliência. Em pronunciamentos públicos, membros do Banco Central já começaram a revelar preocupações com o comportamento da inflação, diante de um crescimento do PIB, que vem surpreendendo os economistas, nos últimos meses.

O principal motor da atividade brasileira tem sido o mercado de trabalho. Em fevereiro, a **taxa de desemprego** foi de 7,8%, significativamente abaixo da média de 10,8% dos últimos 10 anos. O país apresentou crescimento do nível de emprego, tanto formal quanto informal. Além disso, os trabalhadores têm desfrutado de rendimentos excepcionalmente altos, com aumento salarial de cerca de 4,5% acima da inflação, nos últimos 12 meses. Essa combinação de alto nível de emprego e renda real robusta tem contribuído para sustentar o consumo das famílias em um nível resiliente.

Apesar de ser positivo para a sociedade, o elevado nível da massa salarial real exerce pressão sobre a inflação brasileira, tanto por meio da oferta quanto da demanda. Por um lado, salários reais elevados aumentam os custos das empresas, que repassam esses custos para os preços finais dos produtos. Por outro lado, a massa salarial mais alta impulsiona o poder de compra da população, o que também pode pressionar a inflação através da demanda. Não é por acaso que a **inflação dos serviços subjacentes**, que abrange muitos setores intensivos em mão de obra, está enfrentando dificuldades para recuar, crescendo a uma taxa anualizada de 6%, nos últimos três meses.

Com atividade econômica mais robusta e pressões inflacionárias em alta, o Banco Central do Brasil modificou sua abordagem, indicando uma possível desaceleração na redução da taxa Selic, provavelmente a partir de junho. Além disso, a direção da política monetária brasileira está fortemente condicionada ao início do ciclo de redução dos juros nos Estados Unidos, algo que parece cada vez mais distante.



Mercados

Muito se falou sobre o potencial de valorização das moedas frente ao dólar, em 2024. A tese se apoiava no início do ciclo de afrouxamento da política monetária norte americana, sendo esse o grande gatilho para a perda de valor relativo do dólar americano. Porém, a força e resiliência da atividade americana tem sido a grande surpresa do ano, postergando as previsões do primeiro corte na taxa de juros, trazendo a pauta de juros mais altos, por mais tempo. A performance do DXY no ano ilustra bem este novo cenário, onde o dólar se valoriza mais de 3% frente a cesta de moedas e, no mês de março, o movimento se intensificou em 0,70%. A única moeda que está mais forte frente ao dólar, no ano, é o peso mexicano, que vem se beneficiando da proximidade com os Estados Unidos e da migração do polo industrial chinês para o território mexicano.

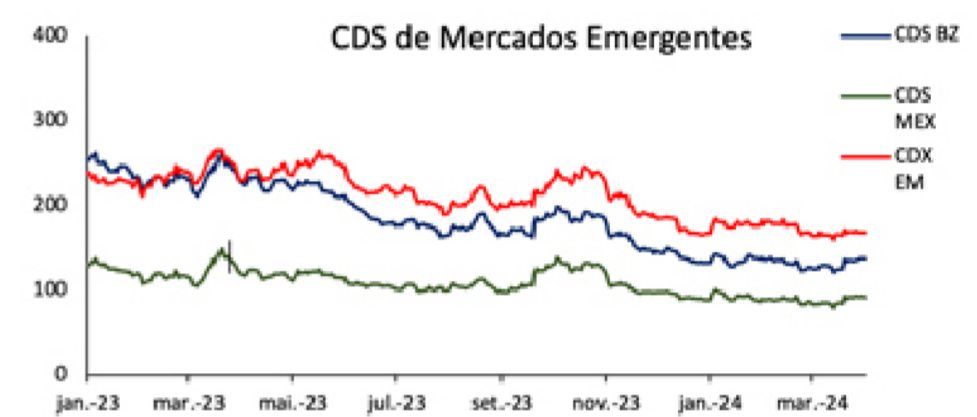
Outro ativo que está chamando bastante a atenção dos investidores é o ouro, que obteve expressiva valorização de 8% em março. Tal performance pode ser explicada por diversas forças compradoras pressionando o preço do ativo por razões diferentes. Bancos centrais têm constantemente comprado ouro devido aos riscos geopolíticos, diversos conflitos acontecendo ao mesmo tempo também sustentam a tese de proteção via ouro e a população chinesa também tem comprado o ativo, pela falta de apetite no setor imobiliário e na bolsa.

Em crédito, podemos ver uma acomodação do **CDS emergentes e americanos**, após forte movimento baixista observado nos últimos meses, que contribuiu para a boa performance dos mercados de crédito. No mercado doméstico, comentávamos sobre a grande diferença que vinha se acentuando entre as empresas com os ratings mais altos contra as mais arriscadas. Como o gráfico ilustra, no mês de março, vimos um comportamento diferente dos ativos e os ratings mais baixos, tiveram melhor performance do que os das empresas AAA.

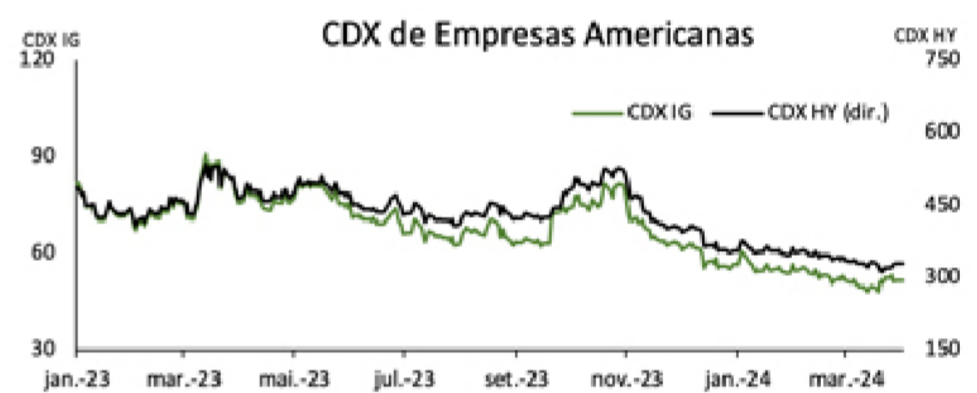
Em renda variável, as bolsas norte americanas seguiram performando positivamente, reforçando a tese de que as empresas estão bem capitalizadas e que a frustração do início do ciclo de afrouxamento monetário não será empecilho para as principais empresas do mundo. **A bolsa brasileira segue sendo o destaque negativo no ano, com a performance bastante defasada, em comparação com as bolsas globais.**

Devido ao risco de intervenção do governo nas grandes companhias, as empresas Small Caps brasileiras andaram melhor em março e é nesse universo de empresas que se encontra uma das nossas maiores convicções da bolsa brasileira. O Grupo GPS é líder de mercado no segmento de prestação de serviços, presente em diversos segmentos como limpeza, segurança, alimentícia, entre outros. Com forte histórico de crescimento inorgânico, a companhia tem obtido ganhos de escala incomparáveis e mantido sua estrutura de custos bastante controlada. Isso tem permitido ela manter-se à frente dos pares, que estão inseridos em um mercado bastante segmentado, atrativo ao perfil de aquisições da empresa. Baixa alavancagem e expertise na integração das novas operações tornam a tese bastante atraente e com bom potencial de geração de valor. No ano, **GGPS3 está valorizando pouco mais de 9%**, enquanto o Ibovespa, está caindo cerca de -4,5%.

Os fundos de investimento da Panamby Capital se beneficiaram da continuação do fechamento das taxas no mercado de crédito privado local, além de posições compradas em bolsas americanas e Small Caps brasileiras. Posição comprada em BRL e aplicada nos vértices do juro local, foram perdedoras em março. O fundo Panamby CP High Grade D5 rendeu 172% do CDI em março e está disponível sob demanda nas principais plataformas de investimento.



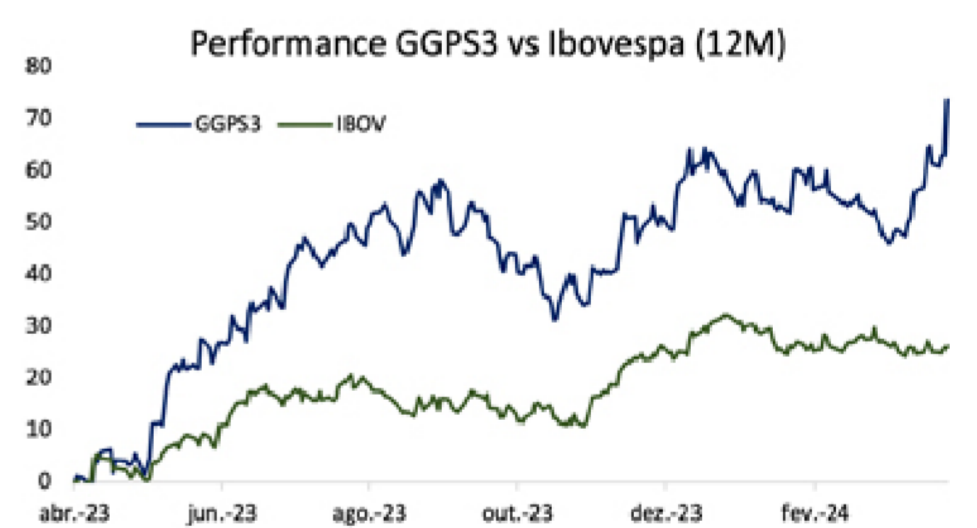
Fonte: Panamby Capital



Fonte: Panamby Capital

Performance em 2024	
Ibovespa (USD)	-6%
MSCI Emerging Markets	2%
Bloomberg Developed Markets Index	8%

Fonte: Panamby Capital



Fonte: Panamby Capital

Olhando para frente

A sensação é de que a economia americana seguirá forte, assim como o juro. Ativos que estão em consistente alta, tais como ações de tecnologia, seguem com um cenário positivo e devem continuar se destacando, mas podem ter soluções, pois a precificação se torna um grande desafio. Além disso, indicadores tradicionais de análise do valor das companhias estão sendo confrontados com uma nova realidade.

As diversas forças compradoras de ouro devem continuar pressionando os preços desse ativo para cima, bem como o do petróleo. A força da economia americana deve continuar atraindo capital e trazendo certa força para o dólar. Por outro lado, os bancos centrais globais parecem estar mais atentos aos movimentos no câmbio e começam a mostrar caráter intervencionista.

Nossas posições concentram-se na continuação do movimento de fechamento das taxas no mercado de crédito privado local, comprada em bolsas americana e em empresas específicas no Brasil. Posição tomada no juro de curto prazo norte americano também faz parte da composição do portfólio dos nossos fundos multimerca-

Fundo Data de Início	Cota	Mês	Ano	12 Meses	Desde o início
PANAMBY GLOBAL MULTIMERCADO 15/09/23	104,6596	0,27%	1,05%	-	4,66%
PANAMBY D&Y FIC FIM 22/06/22	114,5066	0,26%	0,62%	5,85%	14,51%
SULAMÉRICA PANAMBY PREV 29/04/21	10,6432	0,26%	0,70%	1,12%	6,43%
PANAMBY GLOBAL ICATU PREV 30/09/20	1,0610	0,35%	0,98%	2,17%	6,10%
PANAMBY D&Y ICATU PREV 06/01/23	1,0634	0,47%	1,15%	5,87%	6,34%
PANAMBY RF HIGH GRADE D5 CP 22/06/23	1,1220	1,43%	4,08%	-	12,20%

Valores do fechamento dia 31.03.2024



DISCLAIMER: A PNBY Gestora de Recursos Ltda. ("Panamby") realiza única e exclusivamente a distribuição de cotas de Fundos de Investimentos dos quais seja, responsável pela gestão de recursos ("Fundos"), nos termos da Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015, não realizando, portanto, a distribuição de qualquer outro ativo financeiro. Exceto com relação aos Fundos, as informações contidas neste e-mail são de caráter exclusivamente informativo não se caracterizando como oferta ou solicitação de investimento ou desinvestimento em ativos financeiros, tampouco recomendação para compra ou venda de cotas dos Fundos, cujas características poderão ou não se adequar ao perfil do investidor, nos termos da Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013. A Panamby não assume qualquer compromisso de publicar atualizações ou revisões dessas previsões. Os Fundos não contam com a garantia do administrador, da Panamby, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa dos Formulários de informações complementares e dos regulamentos dos Fundos ao aplicar seus recursos. Os Fundos podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento, as quais, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos Fundos. Informações relativas aos horários, valores máximos e mínimos, prazo de carência, conversão e liquidação para movimentações, taxas de administração, performance, entrada e saída cabíveis aos Fundos, tratamento tributário perseguido, utilização de derivativos, aquisição de ativos negociados no exterior, concentração de poucos emissores de ativos de renda variável, entre outras informações poderão ser adquiridas em documentos específicos tais como: Regulamentos, Formulários de Informações Complementares, Lâminas e Tabela resumo referente as características gerais dos Fundos, ou através do site www.panambycapital.com.br