

GARDE

Carta Mensal

Nem tudo que reluz é ouro



Setembro | 2023

O começo do fim

Conforme ressaltamos na nossa última Carta Mensal, os bancos centrais têm adotado uma postura mais *data dependent* e evitado sinalizar os passos futuros, o que na nossa leitura já indica uma proximidade para o fim do processo de aperto monetário.

A começar pelos EUA, vimos desenvolvimentos relevantes em diversos *fronts*. Os últimos meses mostraram progresso importante na inflação, ainda que esse movimento tenha sido exacerbado por fatores pontuais. No entanto, seguimos otimistas com a dinâmica prospectiva da inflação. Uma contínua melhora do lado da oferta agregada e efeitos defasados dos preços imobiliários sobre os indicadores oficiais de inflação deverão garantir números mais baixos, resultando inclusive numa inflação em 2023 abaixo do previsto pelo próprio FOMC nas suas últimas projeções.

Do lado da atividade, apesar do consumo ainda mostrar resiliência, o mercado de trabalho continuou dando sinais de gradual reequilíbrio entre oferta e demanda. A geração líquida de vagas vem migrando para baixo, cada vez mais próxima dos patamares pré-pandemia (Gráfico 1), e a taxa de desemprego teve a maior alta mensal no período pós-2020. Os dados relativos a salários e disponibilidade de vagas abertas por trabalhador também vem apresentando a mesma dinâmica – algo que deve ser bem visto pelo Fed. Uma das poucas “novidades” no discurso de Powell em *Jackson Hole* foi a maior preocupação quanto à tese da reaceleração da atividade americana no curto prazo. Esse conjunto de informações a respeito do mercado de trabalho deve contribuir para que esse risco mantenha-se contido, permitindo a estabilidade nos Fed Funds.

Comparativamente aos EUA, a Zona do Euro ainda está em um “momento inflacionário” mais estressado e, por outro lado, os indicadores de atividade apontam para um cenário muito mais preocupante. Com exceção do mercado de trabalho, diversas áreas dão sinais de desaceleração mais abrupta, em especial os PMIs (Gráfico 2) e as métricas de crédito. Diante disso, também seguimos com a tese de que o ECB irá optar pela cautela e não subir juros na sua reunião de setembro, usando da mesma argumentação que o próprio Fed usou em junho – paciência para coletar mais dados e entender melhor o atual momento da economia.

Em tempo, vale ressaltar uma possível mudança de postura das autoridades chinesas diante do mau momento econômico do país. Ao contrário das medidas “a conta-gotas” que vinham sendo anunciadas ao longo do segundo trimestre para estancar o setor imobiliário, nas últimas semanas vimos medidas mais enfáticas para estimular a demanda nessa área, como quedas em diversas taxas de juros usadas como referência e relaxamento de restrições para que consumidores adquiram imóveis. Ainda que a maioria dessas medidas esteja concentrada nas maiores cidades, e que não mudem o curso dos problemas estruturais que se impõem sobre o país, acreditamos que o mercado pelo menos dará o “benefício da dúvida” para que tais medidas se reflitam num *momentum* melhor de atividade. No entanto, acreditamos ser de primordial importância acompanhar os dados de vendas de imóveis no país para uma melhor compreensão dos efeitos das medidas anunciadas.

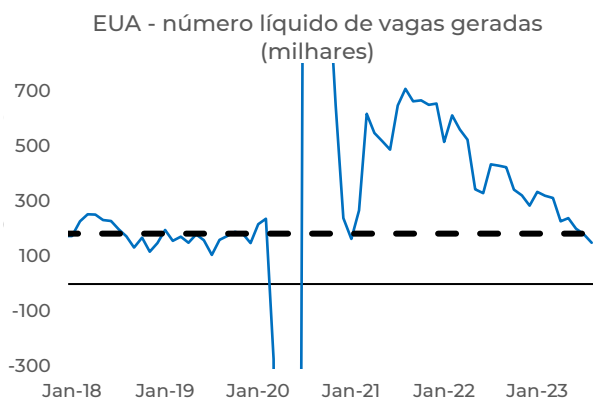


Gráfico 1. Fonte: Bloomberg.

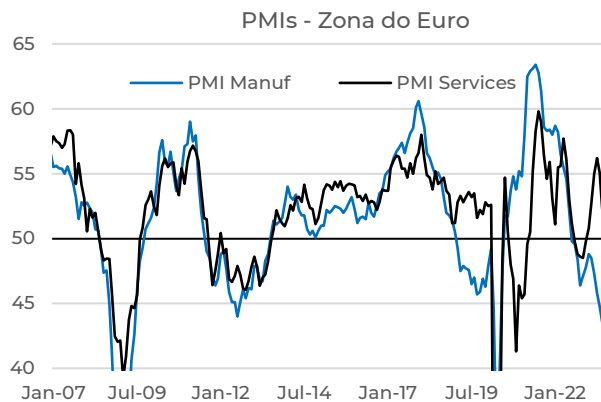


Gráfico 2. Fonte: Bloomberg

Cenário Doméstico

Nem tudo que reluz é ouro

Em agosto, o cenário externo ficou mais desafiador para ativos de países emergentes, com abertura dos juros mais longos, queda nas bolsas e fortalecimento do dólar. Esse efeito foi sentido nos ativos brasileiros, agravado pela confluência de diversas notícias no âmbito fiscal. Nesse aspecto, destacamos os resultados fiscais piores na margem, com surpresas negativas do lado das receitas, e a crescente percepção da inatingibilidade do almejado equilíbrio primário por parte do governo. Adiciona-se a isso o veto do presidente Lula de trecho do arcabouço fiscal que abre caminho para retirada de gastos da contabilização do resultado primário e aprovação, por parte do Congresso, de uma desoneração da folha de pagamentos mais ampla, englobando agora prefeituras.

No entanto, devemos creditar essa maior percepção do risco fiscal, em grande medida, à mudança dos ventos externos, uma vez que o mercado já há algum tempo projeta um déficit primário para o ano que vem (consenso: -0,8%). Temos argumentado aqui que o movimento de melhora dos ativos brasileiros ao longo do primeiro semestre deveu-se mais ao cenário externo benigno do que ao próprio sucesso do novo regramento fiscal aprovado pelo governo (gráfico 3) – afinal nem tudo que reluz é ouro.

Seja como for, o fato é que o Banco Central em sua última reunião tirou o risco fiscal do seu balanço de riscos - o que poderá provar-se um erro à frente, caso nosso cenário de frustração com as medidas arrecadatórias se prove correto. Vale dizer que até o momento, as medidas já postas em prática têm sido inócuas.

No tocante à política monetária, acreditávamos na aceleração no ritmo de cortes para 75bps a partir da reunião de novembro. Nosso cenário baseava-se em grande medida na melhora da inflação corrente, em especial, a inflação de serviços. Ainda que esta melhora esteja ocorrendo (gráfico 4), o BC trouxe à mesa o foco em dois outros fatores para uma possível aceleração. São eles: a abertura mais rápida do hiato e continuidade da reancoragem das expectativas. Esses dois fatores entretanto não estão andando a contento. Por um lado, o PIB do segundo trimestre mostrou-se mais forte do que o esperado por nós (+0,5%) e pelo mercado (+0,3%) ao somar crescimento de 0,9% no trimestre. Ou seja, tudo mais constante, o hiato está mais apertado do que o imaginado. Do lado das expectativas, depois do primeiro movimento pós-decisão do CMN em que as expectativas longas caíram para 3,5%, elas estagnaram nesse patamar. Com a abertura da inflação implícita mais longa e piora da percepção fiscal, nos parece difícil ver algum movimento adicional de reancoragem.

O discurso dos diretores do BC após a divulgação da ata também migrou para uma posição de maior cautela, reforçando o passo de 50bps. Até mesmo o novo diretor Gabriel Galípolo, percebido como mais “*dovish*”, fez questão de reforçar a comunicação em favor do passo de 50bps. Dessa maneira, aliando o contexto econômico atual com as incertezas sobre o cenário internacional e fiscal doméstico, mudamos o nosso *call* de Selic final deste ano de 11,25% para 11,75%, assumindo cortes de 50bps. Ainda assim, reforçamos que o bom cenário de inflação de curto prazo segue mantendo uma assimetria para eventual aceleração do ritmo ao longo do caminho.

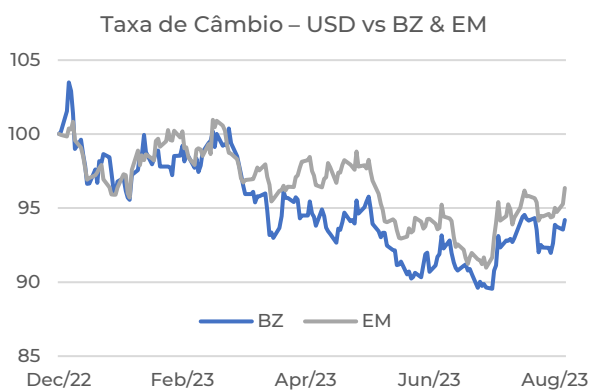


Gráfico 3. Fonte: IBGE

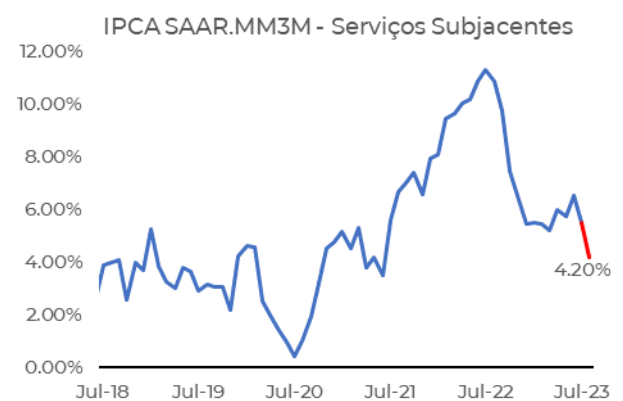


Gráfico 4. Fonte: IBGE

Comentários sobre o resultado

Em agosto, o destaque positivo ficou por conta do book de cupom cambial, se beneficiando das posições tomadas contra a curva de juros nos EUA. A estratégia de valor relativo também apresentou pequeno resultado positivo.

Do lado negativo, o principal detrator de performance foi o livro de juros, cujas posições aplicadas no meio da curva sofreram com a diminuição da probabilidade de aceleração nos cortes no prazo.

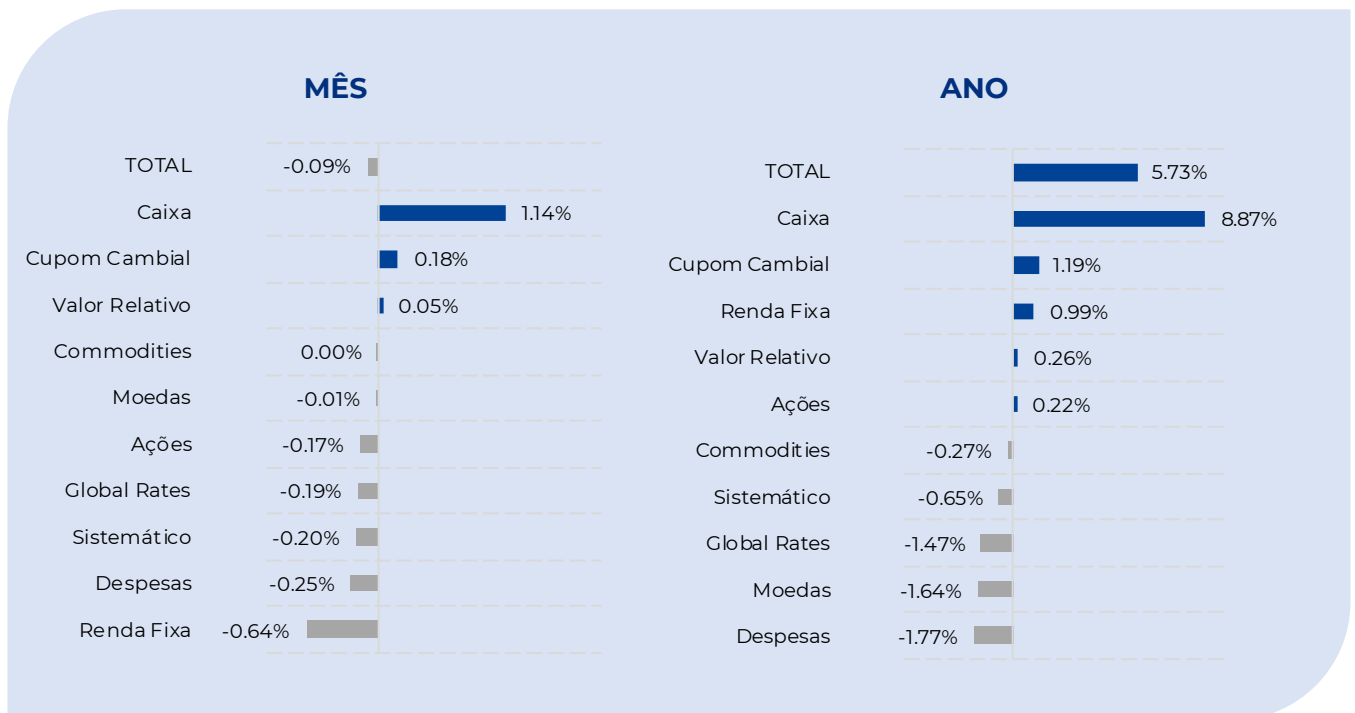
Para este mês, no Brasil, seguimos tomados no cupom cambial e aplicados na curva pré, pela assimetria apresentada dado nosso cenário de inflação benigno e a precificação de mercado. Também temos uma pequena posição comprado em USDBRL.

Na parte internacional, seguimos com posições tomadas em juros no Japão e aplicadas na curva dos EUA. Em moedas, temos alguns trades entre economia asiáticas, mas sem exposição ao dólar.

Não temos exposição significativa à bolsa nos preços atuais.

Atribuição de Performance

D'Artagnan | Agosto 2023



Rentabilidade dos Fundos

Fundo	Mês	Ano	12M	24M	36M	Desde o Início	Data de Início	PL Médio Fundo (milhões)	PL Médio Estratégia (milhões)
Multimercado Macro									
D'ARTAGNAN FIC FIM 19.212.817/0001-51	-0.09%	5.73%	3.56%	17.66%	22.03%	167.83%	06/12/2013	R\$ 117.13	R\$ 705.53
DUMAS FIC FIM 18.961.501/0001-08	-0.13%	5.72%	3.55%	17.54%	21.90%	166.10%	22/10/2013	R\$ 149.00	R\$ 705.53
VALLON FIC FIM 37.828.294/0001-54	-0.42%	5.48%	1.71%	18.27%	23.06%	21.66%	31/07/2020	R\$ 271.43	R\$ 279.21
PORTHOS FIC FIM 35.491.437/0001-50	-0.61%	5.35%	0.74%	19.42%	26.37%	32.07%	02/03/2020	R\$ 266.68	R\$ 492.02
Multimercado Previdenciário									
ARAMIS FIC FIM 29.852.665/0001-05	0.52%	6.30%	7.38%	15.28%	17.59%	32.99%	08/08/2018	R\$ 6.03	R\$ 7.95
PARIS FIC FIM 41.867.393/0001-12	-0.12%	4.26%	0.98%	-	-	5.27%	04/05/2022	R\$ 11.45	R\$ 49.98
Renda Fixa									
RF ATIVO LP FIC 37.567.305/0001-90	0.42%	11.39%	16.83%	29.19%	-	34.46%	31/08/2020	R\$ 207.44	R\$ 206.99
Sistemático									
PASCAL FIC FIM 41.969.176/0001-33	-1.28%	4.04%	6.27%	-	-	24.79%	01/09/2021	R\$ 18.47	R\$ 18.63
Indicadores	Mês	Ano	12M	24M	36M				
CDI	1.14%	8.87%	13.55%	25.14%	28.52%				
IBOV	-5.09%	5.47%	5.68%	-2.56%	16.48%				
							Data-base: 31/08/2023		

Todos os nossos fundos estão abertos para aplicação. Se quiser saber mais sobre as estratégias, acesse nosso [site](#).

Caso tenha dúvidas sobre nossos fundos ou de como investir, fale com a gente através do e-mail comercial@garde.com.br.

Aproveite para seguir a Garde nas redes sociais. Os links de cada uma estão ao final da página, nos ícones do rodapé.

AVISOS LEGAIS:

A Garde Asset Management Gestão de Recursos Ltda. ("Garde Asset Management"), a Garde RF & Previdência Gestão de Recursos Ltda. ("Garde RF & Previdência") e a Garde Equity Gestão de Recursos Ltda. ("Garde Equity"), e em conjunto com a Garde Asset Management e a Garde RF & Previdência, "Garde" realizam única e exclusivamente a distribuição de cotas de Fundos de Investimentos dos quais sejam, respectivamente, responsáveis pela gestão de recursos ("Fundos"), nos termos da Resolução CVM nº 21, de 21 de fevereiro de 2021, não realizando, portanto, a distribuição de qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste material 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 Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021. Este material é destinado à investidores e potenciais investidores que buscam informações sobre a Garde e os Fundos geridos, não devendo ser interpretado ou usado como conselho, recomendação financeira, legal, fiscal ou contábil, ou, ainda, embasar qualquer decisão de investimento. As informações contidas neste material não devem ser consideradas como representação ou garantia da Garde de que os investimentos alcançarão esses retornos no futuro. A Garde não assume qualquer compromisso de publicar atualizações ou revisões das previsões contidas neste material. A rentabilidade divulgada já é líquida das taxas de administração, de performance e dos outros custos pertinentes aos Fundos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. O investimento em Fundos não contam com a garantia do administrador, da Garde, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Para a avaliação da performance de um Fundo é recomendável a análise de no mínimo 12 (doze) meses. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa dos regulamentos e lâminas dos Fundos antes de investir. 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. Alguns Fundos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Informações relativas aos horários, valores máximos e mínimos de aplicação e movimentação, prazo de carência, conversão e liquidação para movimentações, taxas de administração, performance, entrada e saída cabíveis aos Fundos, tratamento tributário perseguido, descrição e objetivos de investimento, utilização de derivativos, aquisição de ativos negociados no exterior, concentração de poucos emissores de ativos de renda variável, principais fatores de risco, dentre outras informações poderão ser adquiridas em documentos específicos, tais como, regulamentos, lâminas e tabela resumo referente às características gerais dos Fundos, disponíveis em <https://www.garde.com.br/> no menu "Fundos". A Garde, seus administradores, sócios e colaboradores não se responsabilizam pela publicação acidental de informações incorretas, e isentam-se de responsabilidade sobre quaisquer danos resultantes direta ou indiretamente da utilização das informações contidas neste material. O conteúdo deste material não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da Garde.

