

Carta Mensal

Efeito Borboleta



Efeito borboleta

O mês de setembro foi marcado por grandes movimentos nos mercados globais, com destaque para os distúrbios no mercado de títulos públicos nos EUA. Similarmente ao efeito borboleta da teoria do caos, que afirma que eventos aparentemente isolados podem gerar consequências impactantes não antecipadas em outras áreas, a forte alta das taxas de juros americanos (gráfico 1) tem gerado grandes repercussões nos diversos mercados ao redor do mundo, trazendo a necessidade de entendimento dos porquês do movimento e consequências para os preços de ativos.

Esse grande aperto nas condições financeiras decorre de uma série de fatores, sendo a manutenção da postura *hawkish* do Fed diante de uma economia americana resiliente um deles. Em especial, a postura de *“higher for longer”* vem alongando cada vez mais o período esperado de pico para a política monetária. Com os dados de inflação continuando a mostrar progresso – mesmo diante do recente choque no preço do petróleo –, tal postura vem sendo justificada por conta dos dados de atividade, que vem apresentando força bem além do esperado. No entanto, seguimos confiantes no fim de ciclo de aperto monetário, baseado no efeito defasado sobre a atividade que devemos ver adiante, na inflação contida deste final de ano e do aperto adicional das condições financeiras visto nessa piora recente dos mercados.

Entretanto, há mais por trás desses movimentos do que está contido na sinalização do Fed. Em especial, a forte expansão fiscal após a pandemia gerou déficits historicamente elevados nos EUA, com uma trajetória de dívida pública que remontou aos níveis da Segunda Guerra Mundial (gráfico 2). Sem muitos sinais de disposição da classe política para inverter essa trajetória no curto prazo, é natural que os investidores demandem retornos maiores para remunerar o risco inerente desse contexto fiscal. Além disso, o Tesouro americano terá que emitir mais títulos para financiar esse grande déficit, em um ambiente em que o Fed está reduzindo seu balanço e temos visto pouca demanda soberana por títulos do governo norte-americano.

Outro fator nevrálgico a esses movimentos refere-se ao juro neutro. A questão atualmente posta no debate econômico é se – ou quanto – essa taxa avançou nos últimos anos. Esse aumento decorreria de uma série de mudanças estruturais que podem ter se intensificado após a pandemia, como fatores demográficos, a desglobalização e até mesmo o afrouxamento fiscal generalizado discutido acima. Ainda que a taxa neutra seja uma variável latente e de difícil mensuração, ela inerentemente está embutida nos níveis da curva de juros americana, fazendo-se necessário portanto seu entendimento e os vetores que ditarão sua direção no longo prazo.

O fato objetivo é que, enquanto o mercado de títulos não se estabilizar, será muito difícil ver a estabilização dos outros mercados, o que deverá se refletir na performance de ativos de risco. Dessa forma, acreditamos que o conjunto do que foi discutido aqui, aliado ao fim de ciclo monetário por parte do Fed, favorece posições tomadas em inclinações de curva. Também acreditamos que, enquanto tal dinâmica permanecer, o dólar deverá continuar forte em relação a outras moedas. Essa conjunção de fatores mantém um ambiente muito mais desafiador para ativos emergentes.



Gráfico 1. Fonte: Bloomberg.

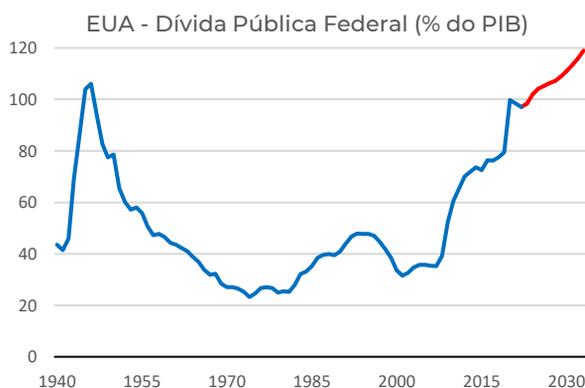


Gráfico 2. Fonte: Tesouro Americano.

Cenário Doméstico

À deriva em águas internacionais

Conforme discutido na parte do cenário global desta Carta, houve uma intensificação das turbulências nos mercados internacionais, o que impactou fortemente os ativos brasileiros. Ainda que não tenhamos mudado fundamentalmente nossa visão mais negativa com o cenário doméstico, acreditamos que parte majoritária dessa piora nos mercados domésticos foi externa (gráfico 3). Ainda assim, é inegável que houve uma pressão adicional idiossincrática nas taxas de juros de curto prazo (gráfico 4), refletindo um discurso mais conservador do Banco Central.

Começando pelo cenário para política monetária, nosso cenário de baixa probabilidade de aceleração no curto prazo para passo de 75bps foi reforçado tanto pelos dados divulgados como pela comunicação do BC. Na última Carta Mensal explicamos mais detalhadamente o porquê não esperávamos aceleração observando as três condições explicitadas pelo BC: inflação de serviços subjacentes, desancoragem parcial das expectativas e pressão sobre o hiato do produto. Desses três fatores, apenas a inflação de serviços mostrou melhora, enquanto as expectativas seguiram distantes da meta de inflação e o hiato do produto ficou ainda mais pressionado, refletido na surpresa altista na divulgação do PIB do segundo trimestre.

Nesse último fator, vale dizer que tanto o mercado quanto o BC têm tido dificuldade em projetar o cenário de crescimento à frente, que segue surpreendendo para cima mesmo em um cenário de forte restrição monetária. Ainda que o setor agropecuário tenha sido um fator primordial para a surpresa altista este ano, chama a atenção a reaceleração do consumo das famílias, na ótica da demanda, e a resiliência do setor de serviços, na ótica da oferta. Nossa explicação primordial é que os modelos não conseguiram captar o efeito da forte expansão fiscal realizada desde meados de 2022. Portanto, com a continuidade do crescimento de gastos em termos reais, devemos seguir vendo a atividade sustentada à frente, o que justifica a cautela do Banco Central no processo de desinflação.

Adicionalmente, o BC mostrou maior preocupação com o cenário internacional, em especial, com a questão das taxas de juros nos EUA, o que poderá ser uma restrição ao ciclo de flexibilização monetária. Essa restrição viria por conta de um menor diferencial de juros e possíveis impactos sobre a taxa de câmbio doméstica e, conseqüentemente, na inflação. Nossa leitura é que essa restrição deve impactar mais a taxa Selic de final de ciclo – projeção de 9% – do que o ritmo de flexibilização, que deverá se manter em 50 bps nas próximas reuniões.

Por fim, o BC também voltou a ressaltar o risco fiscal e a necessidade de perseguição da meta de primário. Aqui mantemos nossa visão extremamente cética da capacidade do governo em gerar as receitas prometidas e alcançar a meta de equilíbrio fiscal para 2024. Adicionalmente, vemos com preocupação a falta de vontade política para corte de gastos e o ensejo de uma contabilidade criativa na questão dos precatórios – reclassificação de parte das despesas de juros como despesas financeiras. Ainda assim, o movimento nos preços de ativos não mostram ainda uma piora idiossincrática por conta dos nossos desafios fiscais. No entanto, momentos mais desafiadores dos mercados internacionais podem trazer uma diminuição da complacência em relação ao cenário doméstico.

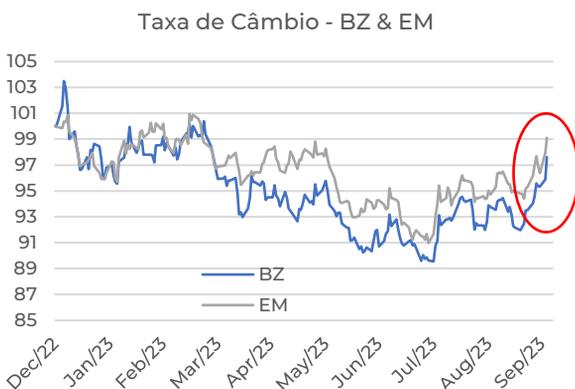


Gráfico 3. Fonte: Bloomberg

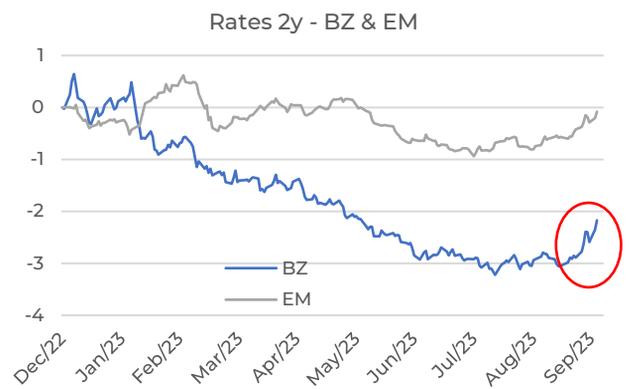


Gráfico 4. Fonte: Bloomberg

Comentários sobre o resultado

Em setembro, o destaque positivo ficou com as estratégia de global rates, que se beneficiou de posições tomadas em inclinação na Polônia e EUA, além da posição tomada na taxa de juros de 10 anos no Japão. Ainda, tivemos resultados positivos no book de moedas com posições compradas no dólar contra CHF e MXN.

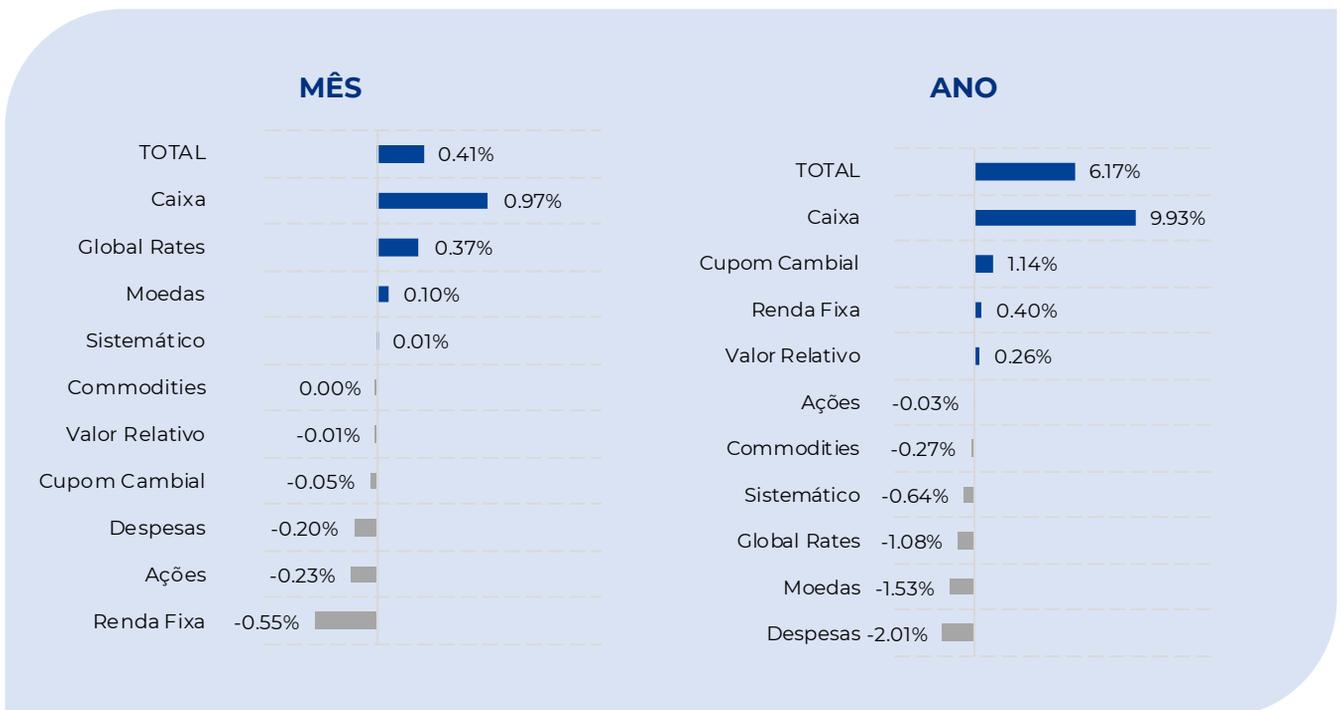
Do lado negativo, o destaque ficou para o book de renda fixa, com perdas em posições aplicadas na curva prefixada, que não foram totalmente compensadas pelos ganhos nas opções digitais curtas de Copom.

Para este mês, mantivemos posições aplicadas na curva prefixada, por conta da assimetria na precificação para as próximas reuniões do Copom em relação ao nosso cenário base. Também seguimos com posições compradas em dólar contra o real. Ainda, montamos uma pequena posição tática comprada em bolsa brasileira.

Nos mercados internacionais, seguimos tomados em juros no Japão e na inclinação nos EUA.

Atribuição de Performance

D'Artagnan | Setembro 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	0.41%	6.17%	3.91%	19.46%	26.84%	168.92%	06/12/2013	R\$ 154.62	R\$ 668.50
VALLON FIC FIM 37.828.294/0001-54	0.23%	5.72%	2.09%	20.61%	30.50%	21.94%	31/07/2020	R\$ 269.84	R\$ 277.13
PORTHOS FIC FIM 35.491.437/0001-50	0.14%	5.50%	1.14%	22.41%	35.40%	32.26%	02/03/2020	R\$ 263.95	R\$ 486.52
Multimercado Previdenciário									
ARAMIS FIC FIM 29.852.665/0001-05	0.78%	7.13%	7.37%	18.16%	21.73%	34.03%	08/08/2018	R\$ 5.99	R\$ 7.43
PARIS FIC FIM 41.867.393/0001-12	0.42%	4.70%	0.90%	-	-	5.71%	04/05/2022	R\$ 11.48	R\$ 48.29
Renda Fixa									
RF ATIVO LP FIC 37.567.305/0001-90	0.63%	12.09%	16.30%	30.04%	35.54%	35.30%	31/08/2020	R\$ 210.87	R\$ 210.39
Sistemático									
PASCAL FIC FIM 41.969.176/0001-33	0.95%	5.03%	9.26%	27.33%	-	25.98%	01/09/2021	R\$ 11.78	R\$ 11.81
Indicadores	Mês	Ano	12M	24M	36M				
CDI	0.97%	9.93%	13.50%	25.83%	29.58%				
IBOV	0.71%	6.22%	8.27%	4.91%	24.56%				

Data-base: 29/09/2023

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.

