

Carta Mensal

Fiscal por todo lugar



It's the Fiscal, Stupid

Com exceção do dólar, que manteve-se ligeiramente de lado, as grandes classes de ativos mantiveram em outubro a direção e a magnitude dos movimentos de setembro, com nova rodada de abertura nas taxas longas e queda nas bolsas americanas. Dessa forma, houve uma nova rodada de aperto nas condições financeiras (Figura 1), o que não passou despercebido pelo Fed.

Segundo diversos membros do comitê – incluindo o próprio presidente, Jerome Powell – tal alta pode ser decomposta em dois componentes: a expectativa do mercado quanto à trajetória das decisões de juros do FOMC, e o prêmio de alongamento (*term premium*) que deve remunerar o investidor por optar a investir em títulos longos do governo americano. Se a alta ocorrer via este componente, o banco central não deveria ficar mais *Hawk*, dado que tal aperto estaria fazendo parte do seu trabalho. Embora tenha pregado por cautela e paciência para analisar os dados econômicos e financeiros, o Fed vem dando a entender que acredita que a maior parte do movimento nas taxas venha desse prêmio.

Em nossa visão, o Fed deveria ter muito cuidado ao se abraçar nessa tese. É bem verdade que alguns fatores podem estar contribuindo para o aumento desse componente, como questões técnicas de emissão de dívida no curto prazo e diminuição da demanda de *players* menos sensíveis a preço (como bancos centrais). Entretanto, o que estamos observando também são sinais clássicos de uma economia cujo juro neutro vem aumentando: dados de atividade constantemente surpreendendo para cima, como ficou claro no PIB do 3º tri; uma inflação cujos componentes mais rígidos demoram a cair; e um mercado de trabalho que se rebalanceia numa velocidade menor que a esperada são todos indícios de que a postura monetária atual pode não ser tão restritiva quanto se pensa.

E, por trás dessas mudanças de cunho estrutural da economia, acreditamos que o principal papel esteja na política fiscal. Iniciada com o corte de impostos de Trump em 2017 e acelerada exponencialmente com os pacotes de gastos pós pandemia, é fato que a postura fiscal americana vem se tornando cada vez mais frouxa, com déficit e dívida crescentes atendendo demandas sociais cada vez mais pujantes. Sem nenhuma perspectiva de mudança de tendência nos próximos anos, os gastos do governo vem atingindo patamares crescentes (Gráfico 2), e as consequências econômicas são diretas: mais poder aquisitivo nas mãos do consumidor, um *crowding out* do investimento privado e uma taxa de juros de equilíbrio cada vez maior.

Dessa forma, como não vemos o FOMC mudando de visão no curto prazo, acreditamos que esse *mix* em que o banco central se coloca de certa forma “atrás da curva” tende a continuar beneficiando posições em inclinações da curva americana, dado que a pressão desses temas tende a se refletir mais sobre as taxas longas. Ademais, isso tende também a gerar vetores que desfavorecem ativos de risco e favorecem a moeda norte-americana, em especial num ambiente em que outras grandes economias apresentam cenários cíclicos bem mais pessimistas – como indica, por exemplo, o último dado do PIB da Zona do Euro em queda, ou as dificuldades do setor imobiliário chinês em pegar tração mesmo após uma série de estímulos do governo.

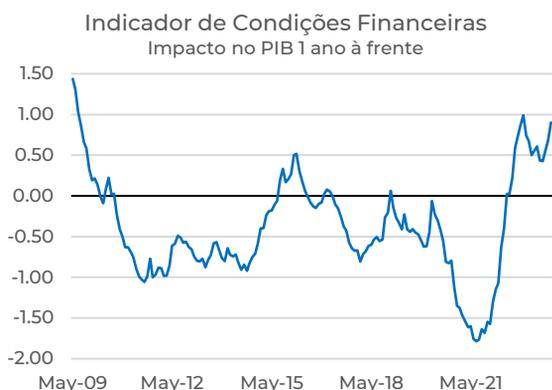


Gráfico 1. Fonte: NY Fed.

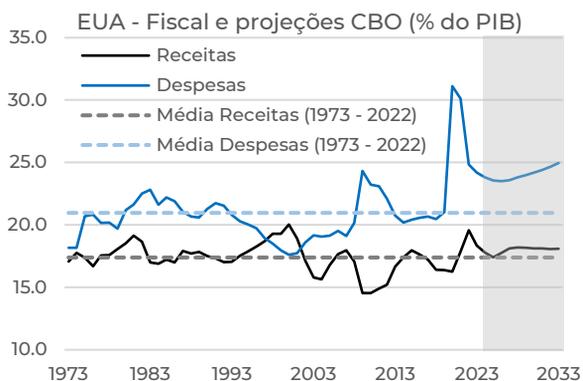


Gráfico 2. Fonte: CBO.

Cenário Doméstico

O fim antes do começo

Ao longo do ano, temos reiteradamente apontado os diversos desafios fiscais deste novo governo. Primeiramente, a PEC da Transição garantiu uma grande expansão dos gastos, autorizando, para 2023, cerca de R\$ 170bi acima do teto de gasto sem nenhuma contrapartida do lado das receitas. Em segundo lugar, houve a aprovação do novo arcabouço fiscal, garantindo crescimento real de gastos (entre 0,6% e 2,5%) sobre essa base de despesas inflada (gráfico 3). No entanto, a contrapartida seria um esforço para aumento das receitas e regras de gatilhos para contingenciamento de gastos, caso a trajetória das metas fiscais não fosse atingida.

A terceira e atual fase da história fiscal é a obtenção das receitas prometidas, o que tem sido um grande desafio para o governo. Seja por causa da decepção da arrecadação corrente, principalmente por conta da queda dos preços de petróleo em reais, ou seja pela dificuldade em implementar as medidas arrecadatórias anunciadas até o momento, o objetivo de reduzir o déficit primário deste ano de cerca de 1,2% do PIB para 0% em 2024 tem ficado cada vez menos crível. Ainda assim, o ministro Haddad vinha reforçando recorrentemente a manutenção das ambiciosas metas fiscais, sinalizando com diversos planos para aumento da carga tributária.

No entanto, todos foram surpreendidos pela comunicação do presidente Lula sobre a intenção de mudar a meta fiscal, que não só evidenciou a descrença na capacidade arrecadatória do governo, como também revelou a enorme aversão do presidente à possibilidade de contingenciamento. Essa movimentação foi a primeira grande derrota do Haddad frente à ala política do governo, que apresenta pouco ou nenhum compromisso fiscal. Ainda, tal postura ganhou eco no Congresso, cujo ímpeto gastador continua, especialmente quando se sabe que suas próprias emendas estariam suscetíveis ao contingenciamento em um ano de eleições municipais.

Cabe então duas considerações. Em primeiro lugar, é notório que existe um alinhamento político contra a possibilidade de contingenciamento, o que atinge de morte a credibilidade do novo arcabouço fiscal mesmo antes dele entrar em vigor - uma vez que o regramento para os gastos claramente pode ser evitado simplesmente por um golpe da caneta sobre a meta fiscal. Em segundo lugar, é importante notar a preocupação com a possibilidade de corte de gastos em um momento favorável da economia doméstica (atividade robusta e inflação em queda). É de se perguntar qual será a reação deste governo em relação à política fiscal quando as condições econômicas se mostrarem mais adversas, especialmente com as indicações de desaceleração econômica à frente.

Do ponto de vista da política monetária, vale dizer que setor externo robusto tem ancorado a taxa de câmbio, sendo de certa maneira um amortecedor tanto para a transmissão do aperto das condições financeiras no exterior como também para os impactos de curto-prazo da piora dos riscos fiscais. Dessa maneira, diante de uma inflação bem comportada no curto-prazo (gráfico 4) e sinais de desaceleração da atividade na margem, o Copom deverá seguir reduzindo a taxa de juros nas próximas reuniões ao ritmo de 50bps, atingido uma Selic final de 9,50%.



Gráfico 3. Fonte: Tesouro Nacional

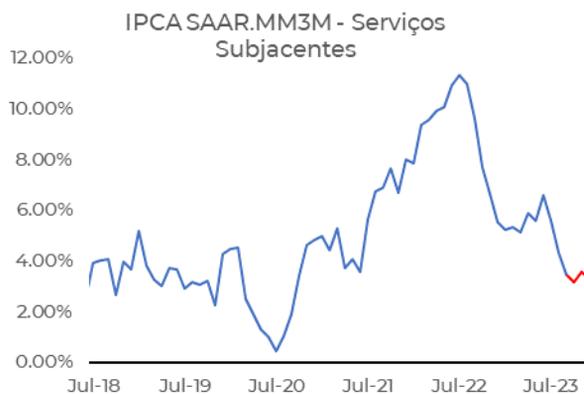


Gráfico 4. Fonte: IBGE

Comentários sobre o resultado

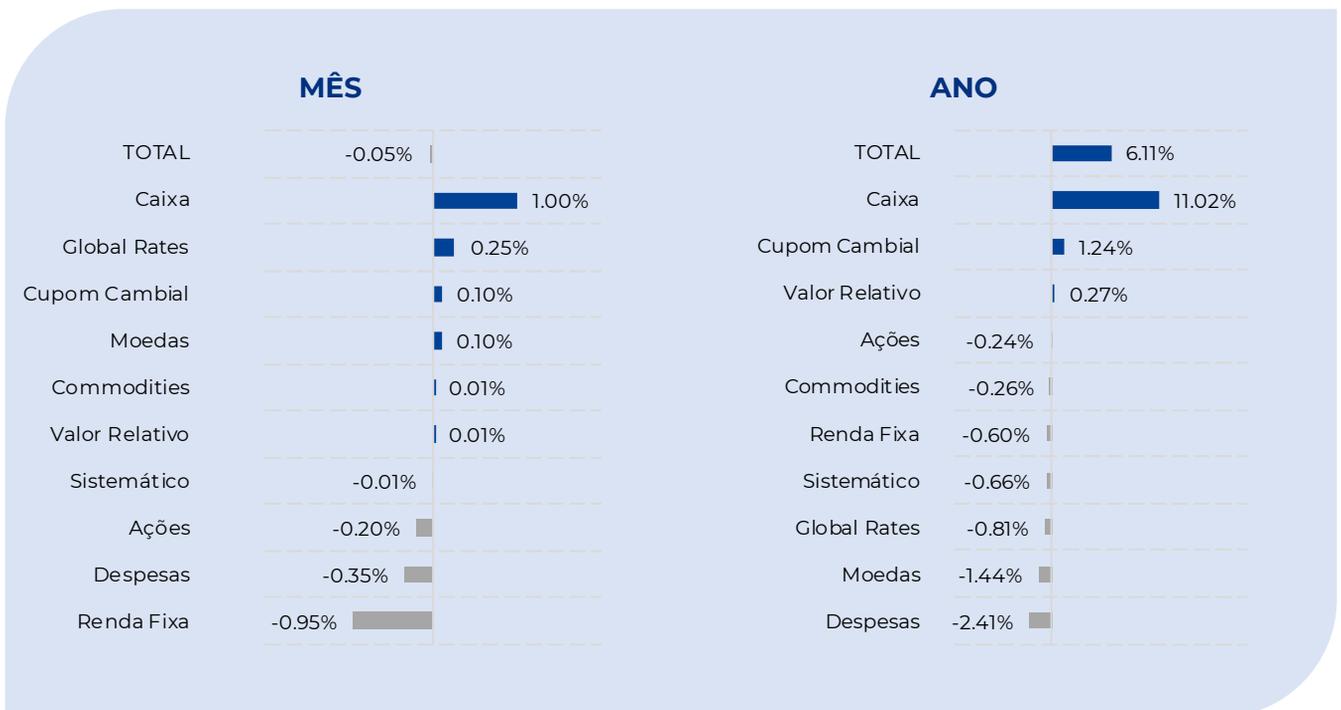
Em outubro, o destaque positivo ficou novamente com as estratégia de global rates, resultante de posições tomadas em inclinação e em inflação implícita nos EUA, além da posição tomada na taxa de juros de 10 anos no Japão. Ainda, tivemos resultados positivos no book de cupom cambial.

Do lado negativo, o destaque ficou para o book de renda fixa, com resultado vindo das posições aplicadas na curva pré e trades relativos na curva de juro real. O book de bolsa também apresentou resultado negativo, vindo de posições compradas na bolsa brasileira.

Para este mês, mantivemos uma posição tomada na inclinação nos juros americanos e posições aplicadas na curva prefixada no Brasil, por conta da assimetria na precificação para as próximas reuniões do Copom em relação ao nosso cenário base. Seguimos com posições compradas em dólar contra o real, como hedge dada a piora fiscal e a queda do carry no mercado doméstico. Ainda, mantemos uma pequena posição tática comprada em bolsa brasileira.

Atribuição de Performance

D'Artagnan | Outubro 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	-0.05%	6.11%	4.25%	19.08%	25.51%	168.78%	06/12/2013	R\$ 259.03	R\$ 650.60
VALLON FIC FIM 37.828.294/0001-54	-0.29%	5.41%	2.42%	20.04%	28.62%	21.58%	31/07/2020	R\$ 263.89	R\$ 271.05
PORTHOS FIC FIM 35.491.437/0001-50	-0.41%	5.07%	1.49%	21.81%	32.46%	31.72%	02/03/2020	R\$ 261.81	R\$ 477.51
Multimercado Previdenciário									
ARAMIS FIC FIM 29.852.665/0001-05	0.18%	7.32%	7.19%	18.37%	22.82%	34.27%	08/08/2018	R\$ 6.01	R\$ 7.34
PARIS FIC FIM 41.867.393/0001-12	-0.28%	4.41%	1.28%	-	-	5.41%	04/05/2022	R\$ 11.46	R\$ 45.86
Renda Fixa									
RF ATIVO LP FIC 37.567.305/0001-90	-0.78%	11.21%	14.31%	27.85%	33.86%	34.24%	31/08/2020	R\$ 210.24	R\$ 209.75
Sistemático									
PASCAL FIC FIM 41.969.176/0001-33	0.54%	5.60%	9.95%	26.86%	-	26.67%	01/09/2021	R\$ 11.86	R\$ 11.74
Indicadores	Mês	Ano	12M	24M	36M				
CDI	1.00%	11.02%	13.42%	26.45%	30.65%				
IBOV	-2.94%	3.11%	-2.49%	9.32%	20.43%				

Data-base: 31/10/2023

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.

