

**GARDE**

# Carta Mensal

Salvos pelo gongo



Dezembro | 2023

## Próxima parada: cortes de juros

Novembro foi marcado por um forte movimento pró-risco nos mercados internacionais, resultado de uma melhora generalizada nos dados de inflação, um arrefecimento no risco de reaceleração da atividade americana e um discurso mais comedido por parte de *policy makers* relevantes. Para ilustrar esse ponto, o portfólio 60-40, por exemplo (uma carteira considerada “padrão” para um investidor moderado, composto por alocação 60% em ações e 40% em títulos), teve seu melhor mês desde novembro de 2020, quando as notícias mais assertivas quanto à descoberta das vacinas foram divulgadas (Gráfico 1).

Nos Estados Unidos, após um crescimento avassalador no PIB do 3º trimestre (acima de 5% anualizado), os primeiros dados de consumo deste fim de ano indicam uma grande desaceleração da atividade (Gráfico 2), afastando a preocupação de sobreaquecimento da economia. Além disso, vimos surpresas baixistas relevantes nos dados de inflação de outubro, tanto no CPI quanto no PCE, acompanhadas de composição extremamente benigna que tem reforçado o fim de ciclo para o Fed.

Esse progresso tem sido reconhecido pelos membros do FOMC, que apesar de ainda tentarem soar conservadores, devem em breve reconhecer que o ciclo de altas chegou ao fim. Nesse sentido, chamou atenção o discurso de Christopher Waller, membro permanente e um dos mais *hawkish* do comitê, que não apenas reconheceu o avanço em diversas áreas do mandato do FOMC como nominalmente abriu a possibilidade para cortes nos próximos meses simplesmente para manter a taxa de juros real constante, uma vez que a inflação corrente deve continuar caindo.

Na Zona do Euro, a dinâmica da inflação foi semelhante. Pelo terceiro mês seguido, houve surpresa baixista e dessa vez em magnitude relevante tanto no indicador cheio quanto no núcleo. Mesmo os dados de mercado de trabalho, último componente do cenário a mostrar maior resiliência, parecem estar dando sinais de desaceleração mais disseminada, seguindo outros dados de atividade corrente que há tempos dão um tom mais preocupante para a região. O conjunto dessas informações deve levar o ECB a cortar juros antes mesmo do Fed, tão cedo quanto o 1º trimestre de 2024.

Embora tenha dado alguns sinais de respiro em outubro, a atividade chinesa voltou a preocupar na ponta, com os PMIs de novembro decepcionando. Ademais, mesmo diante de mais uma série de medidas visando beneficiar o setor imobiliário, os dados de vendas de casas continuam fracos. Apesar disso e do panorama estrutural pessimista com a China, continuamos vendo no curto prazo um piso nas revisões negativas para o crescimento, em especial após indícios de que o governo novamente usará de estímulos à infraestrutura para reaquecer a economia em 2024.

Em tempo, a janela de fim de ano e início de 2024 deve continuar sendo dominada pelo tema da proximidade dos cortes dos bancos centrais no mundo desenvolvido, o que deve favorecer ativos de risco. Entretanto, com uma política fiscal estruturalmente mais atuante, como discutimos na nossa última carta, preferimos apostas em juros mais curtos ou inclinações, uma vez que as taxas longas tendem a sentir mais a influência de vetores como emissões do governo e a diminuição da demanda global por ativos seguros (*treasuries*).

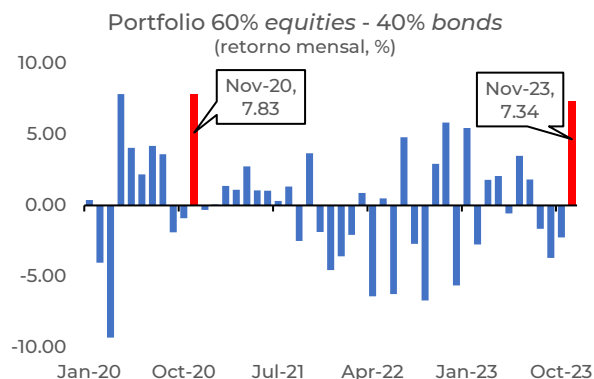


Gráfico 1. Fonte: Blackrock.

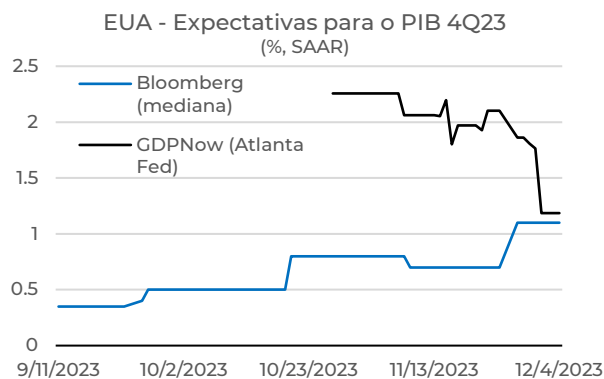


Gráfico 2. Fonte: Bloomberg, Atlanta FED.

# Cenário Doméstico

## Salvo pelo gongo (e pelo setor externo)

Na última Carta, discutimos a piora do cenário fiscal que tem ocorrido ao longo do ano, com a conjunção de um forte aumento de gastos e da falta de compensação pelo lado das receitas. Mais recentemente, o governo tem flertado com medidas no mínimo controversas de tentativa de reclassificação de gastos, subterfúgios para gastos além dos limites do arcabouço e reinterpretção criativa do novo ordenamento fiscal para evitar a possibilidade de contingenciamento. Vale lembrar que o arcabouço fiscal está sendo flexibilizado mesmo antes de entrar em vigor (2024). No entanto, mais uma vez o governo foi “salvo pelo gongo”, com a melhora do ambiente internacional, cuja onda pró-risco manteve a complacência dos mercados em relação à preocupante política fiscal.

Outro ponto que tem ajudado a anestesiar a piora fiscal é a robustez das nossas contas externas. Estamos vendo uma forte queda do déficit em conta corrente, que passou de 2,8% do PIB no final de 2022 para 1,6% em 12 meses terminados em outubro deste ano (Gráfico 3), com essa melhora sendo causada em sua totalidade pelo aumento do saldo comercial. A balança, na metodologia do MDIC, passou de US\$ 62bi de superávit em 2022 para impressionantes US\$ 99bi em 12 meses até novembro, com destaque para saldo acumulado de US\$ 69bi do complexo soja, US\$ 34bi de minério de ferro, US\$ 24bi no complexo carnes e US\$ 19bi na balança de petróleo e derivados.

Por outro lado, contrastando com essa melhora liderada pela balança comercial, os fluxos financeiros têm mostrado piora na margem (Gráfico 4). Destaque para a queda do ingresso de investimento estrangeiro direto (FDI), que acumula no ano até outubro apenas US\$ 45 bi ante US\$ 75 bi no mesmo período de 2022. Acreditamos que, apesar dessa deterioração subjacente vinda do lado financeiro, as boas perspectivas para a safra e preços sustentados das *commodities* nos mercados internacionais deverão continuar ditando os bons fundamentos da contas externas. No entanto, a queda do diferencial de juros ao longo do tempo também deverá contribuir com a continuidade da deterioração do saldo financeiro, ao diminuir a atratividade dos ativos brasileiros *vis a vis* aos ativos estrangeiros.

No meio tempo, enquanto a taxa de câmbio continuar bem ancorada por conta dos fundamentos citados acima, acreditamos que haverá espaço adicional para a continuidade do processo de flexibilização monetária do BC. Além disso, a estabilidade da moeda perante o dólar também deverá contribuir para que o governo siga confortável em flexibilizar o novo regramento fiscal. Ainda que as consequências de tais ações possam tardar, elas nunca falham, conforme vimos na experiência do governo Dilma. Assim, devemos estar atentos aos sinais para mudança dos ventos externos que poderão alterar o bom humor com os ativos domésticos, conforme os fundamentos vão sendo deteriorados.

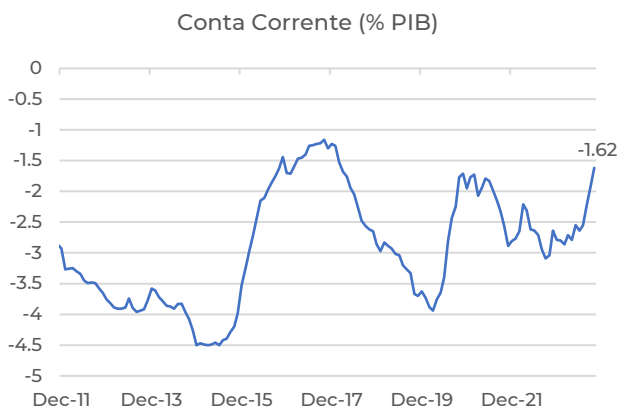


Gráfico 3. Fonte: BCB

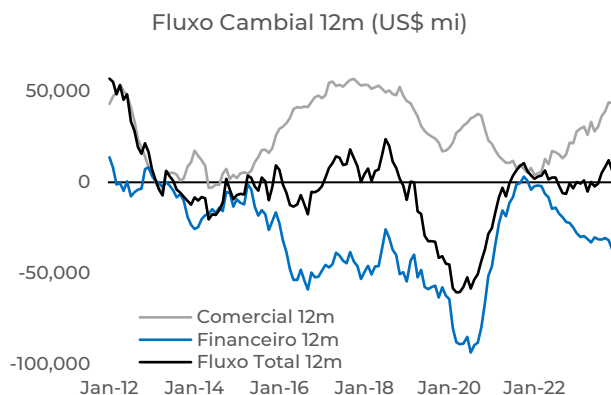


Gráfico 4. Fonte: BCB

## Comentários sobre o resultado

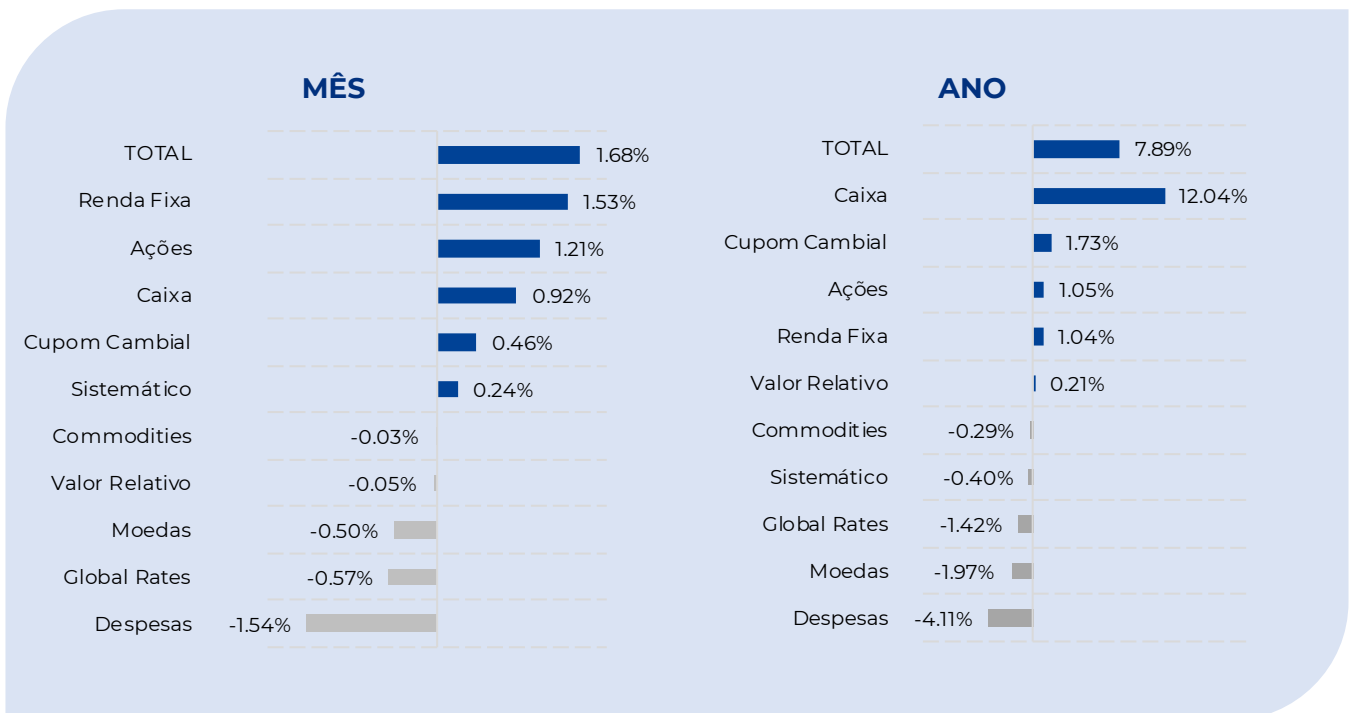
Em novembro, o destaque positivo ficou para o book de Renda Fixa, com as posições aplicadas nos juros nominais curtos beneficiadas pela reprecificação do ciclo de flexibilização monetária. O book de Ações foi beneficiado por posições compradas tanto no mercado doméstico como no norte-americano.

Do lado negativo, o destaque ficou para o book de renda fixa global, onde as perdas nas posições tomadas em Japão e posições na inclinação 2y10y nos EUA mais que compensaram os ganhos nas posições aplicadas no 5y de EUA. Ainda, o book de moeda teve performance negativo por conta de posições compradas nos USDBRL.

Para este mês, aumentamos as posições aplicadas em juros nominais e reais no Brasil. Em juros globais, mantivemos a posição tomada na inclinação e na inflação implícita nos EUA, assim como nos juros no Japão. Seguimos com posições compradas em dólar contra o real, como hedge dada a continuidade da piora fiscal e a queda do *carry* no mercado doméstico. Em bolsa, reduzimos boa parte da posição direcional visando retomada em níveis mais favoráveis

## Atribuição de Performance

D'Artagnan | Novembro 2023



## Rentabilidade dos Fundos

Fundo	Mês	Ano	12M	24M	36M	Desde o Início	Data de Início	PL Médio Fundo (milhões)	PL Médio Estratégia (milhões)
<b>Multimercado Macro</b>									
<b>D'ARTAGNAN FIC FIM</b> 19.212.817/0001-51	1.68%	7.89%	9.29%	21.28%	25.63%	173.29%	06/12/2013	R\$ 255.79	R\$ 634.42
<b>VALLON FIC FIM</b> 37.828.294/0001-54	2.26%	7.80%	9.33%	23.01%	28.85%	24.33%	31/07/2020	R\$ 265.34	R\$ 272.48
<b>PORTHOS FIC FIM</b> 35.491.437/0001-50	2.58%	7.79%	9.39%	25.20%	32.17%	35.12%	02/03/2020	R\$ 260.69	R\$ 471.35
<b>Multimercado Previdenciário</b>									
<b>ARAMIS FIC FIM</b> 29.852.665/0001-05	0.71%	8.08%	9.39%	18.87%	21.06%	35.22%	08/08/2018	R\$ 5.95	R\$ 7.28
<b>PARIS FIC FIM</b> 41.867.393/0001-12	1.27%	5.74%	7.24%	-	-	6.75%	04/05/2022	R\$ 11.56	R\$ 43.54
<b>Renda Fixa</b>									
<b>RF ATIVO LP FIC</b> 37.567.305/0001-90	2.03%	13.46%	15.28%	29.42%	35.53%	36.96%	31/08/2020	R\$ 204.80	R\$ 204.69
<b>Sistemático</b>									
<b>PASCAL FIC FIM</b> 41.969.176/0001-33	2.20%	7.93%	8.49%	24.57%	-	29.46%	01/09/2021	R\$ 11.69	R\$ 11.60
<b>Indicadores</b>	<b>Mês</b>	<b>Ano</b>	<b>12M</b>	<b>24M</b>	<b>36M</b>				
CDI	0.92%	12.04%	13.30%	26.87%	31.66%				
IBOV	12.54%	16.04%	13.20%	24.94%	16.93%				

Data-base: 30/11/2023

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](mailto: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.

