

GAUSS PANORAMA FIC FIM

Novembro de 2024

Cortes de gastos: um pacote arruinado pela comunicação

Resultado

O fundo Gauss Panorama FIC FIM ("Fundo") rendeu -2.26% em novembro

Evolução do cenário

Nos EUA, Trump foi eleito presidente, conquistando também a maioria no Congresso. Com isso, os mercados se concentraram na implementação e extensão das propostas relacionadas ao aumento de tarifas ao comércio exterior, à expansão fiscal e às restrições à imigração, medidas que tendem a gerar efeitos inflacionários a partir de janeiro. Nesse contexto, o anúncio de Scott Bessent como o próximo secretário do Tesouro animou os mercados. Em entrevista ao Wall Street Journal, Bessent declarou que sua prioridade será a aplicação de tarifas comerciais e a redução do déficit fiscal americano, embora ainda não tenha detalhado as ações planejadas.

Por outro lado, as declarações de Trump sobre a possível imposição de tarifas de 25% sobre bens importados do México e do Canadá, além de uma tarifa adicional de 10% sobre bens importados da China, contrabalançaram o efeito positivo da indicação de Bessent. Caso implementadas, essas tarifas poderiam desestabilizar o acordo comercial entre Estados Unidos, México e Canadá (USMCA) e levar a retaliações comerciais, com potenciais impactos inflacionários e adversos sobre o crescimento econômico, dada a elevada integração econômica entre os três países.

No campo da política monetária, o Federal Reserve (Fed) reduziu a taxa de juros em 25 pontos-base, para o intervalo de 4,5%-4,75%, conforme esperado. Após um voto dissidente na reunião anterior, o comitê votou unanimemente pela redução de 50 para 25 pontos-base. O comunicado ressaltou que, desde o início do ano, o mercado de trabalho tem mostrado sinais de acomodação. Durante a coletiva de imprensa, Powell afirmou que, no curto prazo, as eleições não influenciarão a política monetária e que o comitê está

preparado para agir em caso de um enfraquecimento significativo no mercado de trabalho. De modo geral, Powell e os demais dirigentes mantêm-se alinhados quanto à necessidade de cautela em relação aos próximos passos da política monetária. Esperamos que o Fed adote uma abordagem mais moderada no ciclo de cortes, especialmente em 2025, o que pode incluir a redução do ritmo para cortes trimestrais ou até mesmo uma pausa. Isso permitiria manter a taxa em um nível restritivo, enquanto o Fed avalia os efeitos defasados da política monetária e as iniciativas econômicas do novo governo.

Em novembro, a atividade econômica manteve-se robusta, enquanto o processo de desinflação apresentou uma piora marginal, mas sem comprometer sua trajetória. A segunda leitura do PIB do terceiro trimestre de 2024 trouxe poucas alterações em relação à prévia, confirmando um sólido crescimento trimestral anualizado de 2,8%. Esse resultado reforça que o crescimento econômico permaneceu resiliente, sustentado principalmente pelo consumo de bens e pela força no setor de serviços, embora o setor de investimentos apresente menor dinamismo. Os índices de inflação (CPI e PCE) aceleraram, mas em linha com as expectativas. Contudo, a composição mostrou-se menos favorável, com pressões mais amplas no setor de serviços. Ainda assim, a piora permanece marginal, reforçando a continuidade gradual do processo de desinflação. Nesse sentido, apesar da aceleração marginal, os dados ainda sustentam o corte de juros na reunião de dezembro.

Na Zona do Euro, as prévias dos PMIs de novembro evidenciaram a fragilidade econômica do bloco, com os índices de manufatura e de serviços permanecendo em território de contração. Esses resultados reforçam os desafios enfrentados pelas economias da região, que também lidam com uma inflação anualizada em outubro de 2,7%, ligeiramente abaixo da expectativa de mercado de 2,8%. Diante desse cenário, os mercados têm aumentado as apostas de que o ECB (Banco Central Europeu) necessitará implementar cortes adicionais em relação ao que se tem precificado. No plano político, a França enfrenta um período de instabilidade com o Primeiro-Ministro Michel Barnier encontrando dificuldades para equilibrar a proposta orçamentária de maneira a atender às demandas dos partidos de oposição. Após as eleições antecipadas de 2024, a governabilidade foi enfraquecida, em um contexto agravado por um dos maiores déficits fiscais da região. Na Alemanha, o cenário político e econômico também é desafiador. Com eleições antecipadas, marcadas para fevereiro de 2025, o próximo governo enfrentará o dilema de estimular a economia por



meio de gastos maiores, enquanto lida com restrições impostas pelo teto de gastos. A dissolução da coalizão atual, atribuída ao baixo crescimento econômico, reforça as incertezas e amplia os riscos políticos que afetam a confiança no bloco como um todo. Somados, os desafios econômicos e políticos da região contribuem para o cenário de fraqueza do Euro.

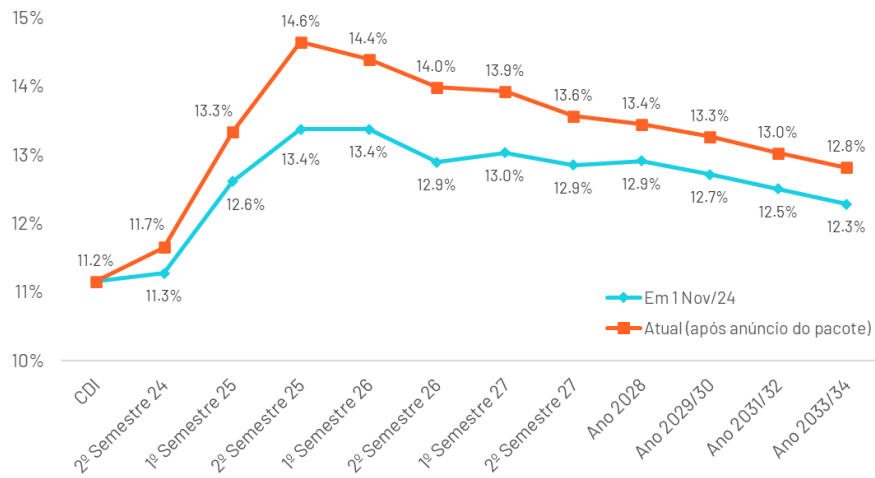
No Japão, o destaque foi o dado de inflação de Tóquio, que surpreendeu ao registrar uma alta anual de 1,8% para 2,6% em novembro. O núcleo da inflação também apresentou aceleração significativa, subindo de 1,8% para 2,2% no acumulado em 12 meses, superando a expectativa de 2,0%. Esse dado corrobora a precificação de uma nova alta de juros pelo Banco do Japão (BoJ) em dezembro, após o ajuste para 0,25% realizado em julho.

Na China, após a reunião do Congresso, as autoridades anunciaram um novo pacote de estímulo fiscal. De modo geral, o pacote decepcionou, pois não trouxe novos estímulos de curto prazo, limitando-se a sinalizar a intenção de novos suportes fiscais apenas para 2025. No entanto, cabe destacar que a possibilidade de uma nova escalada comercial com os Estados Unidos deve levar o governo chinês a adotar uma postura fiscal mais proativa com o objetivo de garantir crescimento econômico.

No Brasil, após um longo debate, o governo anunciou as medidas de ajuste de despesa que visam garantir maior sustentabilidade ao arcabouço fiscal. As medidas desapontaram as expectativas do mercado. Propostas relevantes foram vetadas, como as alterações no seguro-desemprego, ou enfraquecidas, como as mudanças no abono salarial e no Fundeb. Porém, o principal ponto negativo do pacote foi a comunicação. O anúncio foi acompanhado da medida de ajuste na tabela de isenção do Imposto de Renda, arruinando a comunicação do pacote. Diante da digestão negativa do anúncio (evidenciada pela abertura da curva de juros local, conforme ilustrado na figura abaixo), Lira, Pacheco e Haddad se manifestaram indicando que estão abertos a considerar medidas adicionais na agenda de corte de gastos. Entendemos que, à medida que os ativos locais continuam a se deteriorar, sobretudo o câmbio, a probabilidade de novas sinalizações nesse sentido aumenta. No entanto, também lembramos que, para uma reação mais efetiva, serão necessárias ações mais concretas. Outro ponto relevante para o mercado será o acompanhamento da tramitação das medidas. Dado que algumas alterações exigem aprovação via PEC, podemos observar volatilidade adicional, especialmente se, no processo de tramitação, as medidas de economia de gastos forem ainda mais desidratadas ou distorcidas.

.....

Curva de Juros Brasil



Fonte: Gauss Capital, Bloomberg.

Na esfera monetária, o Copom decidiu acelerar o ritmo do ciclo contracionista, elevando a taxa Selic em 50 pontos-base, para 11,25%, em vez dos iniciais 25 pontos-base. A decisão de intensificar o ritmo de alta foi acompanhada por um comunicado e, posteriormente, pela ata da reunião, ambos com tom mais conservador, destacando a contínua deterioração das expectativas de inflação no horizonte relevante da política monetária. A inflação corrente permanece pressionada, não apenas no índice cheio, mas também nos núcleos, especialmente no núcleo de serviços subjacentes, corroborando o ambiente de deterioração das expectativas. Com isso, o avanço das expectativas demonstra que o ciclo de alta da Selic ainda não foi suficiente para ancorar as projeções de inflação, aumentando significativamente a possibilidade de nova aceleração no ritmo de alta na última reunião do ano.

Determinantes do resultado mensal

No mês de novembro, os índices de ações globais tiveram desempenhos mistos (S&P +5.7%, Eurostoxx -0.5% e Topix -0.5%), o dólar se fortaleceu (DXY +1.7%) e as taxas de juros fecharam (UST 10y -11bps). No local, os ativos tiveram performances negativas (IBOV -3.1%, USDBRL +3.2% e DI jan26 +115bps). O fundo registrou perdas em créditos alternativos e em moeda local. Do lado positivo, foram observados ganhos em Juros desenvolvidos e em Bolsas desenvolvidas.

Em relação à perda em alternativos, tivemos o impacto negativo da



remarcação da debênture de Rio Alto em face da pressão de caixa de curto prazo enfrentada pela companhia em decorrência de atrasos na entrada em operação de alguns de seus parques geradores e agravada pela deterioração na economia doméstica. De fato, o recente aumento nos juros longos combinado com a redução do apetite por ativos de risco vem aumentando a dificuldade de captação de recursos por parte de empresas menos maduras como a Rio Alto. Desta forma, o nosso administrador optou por remarcar o ativo para refletir de forma mais precisa uma nova estrutura de risco. Ressaltamos que, com base na informação atualmente disponível, acreditamos que a marcação atual está adequada ao perfil do ativo.

Nosso cenário e posições

Ao longo do mês de novembro, reduzimos nossa exposição a bolsas globais. Vale mencionar que voltamos a montar posição na bolsa japonesa, após o término do pleito legislativo no país e, ao mesmo tempo, reduzimos nossa posição comprada em S&P500. Seguimos apostando no setor bancário nos Estados Unidos, que atualmente representa nossa principal aposta na economia do país.

De maneira geral, reduzimos marginalmente as posições no mercado de juros, buscando consolidar os ganhos obtidos recentemente. No Canadá, ajustamos a posição aplicada na taxa de 2 anos, capitalizando parte dos resultados alcançados. Após o corte de 50 pontos-base realizado em outubro, esperamos uma nova redução de mesma magnitude em dezembro. Acreditamos que a curva canadense ainda precifica uma taxa terminal elevada, o que pode abrir espaço para ajustes adicionais. Na Europa, diminuimos a exposição tomada na inclinação de 5 anos em relação aos 30 anos nos Estados Unidos. Essa decisão refletiu a boa performance dessa posição no último mês, impulsionada pela deterioração do cenário político em países como Alemanha e França, além da força contínua da economia americana, que tem apresentado dados consistentes. Por fim, realizamos uma pequena redução na posição aplicada na Itália contra a tomada na França no prazo de 10 anos. Essa movimentação foi motivada pela materialização de boa parte do risco geopolítico associado à França, especialmente em relação à instabilidade política e à dificuldade de avançar na aprovação de um novo orçamento.

No mercado de câmbio, encerramos nossa exposição líquida comprada em dólar, com destaque para a redução das posições vendidas em euro, iene e peso mexicano. Como resultado, o portfólio agora apresenta uma exposição líquida neutra ao USD. Atualmente, as maiores posições vendidas estão concentradas no

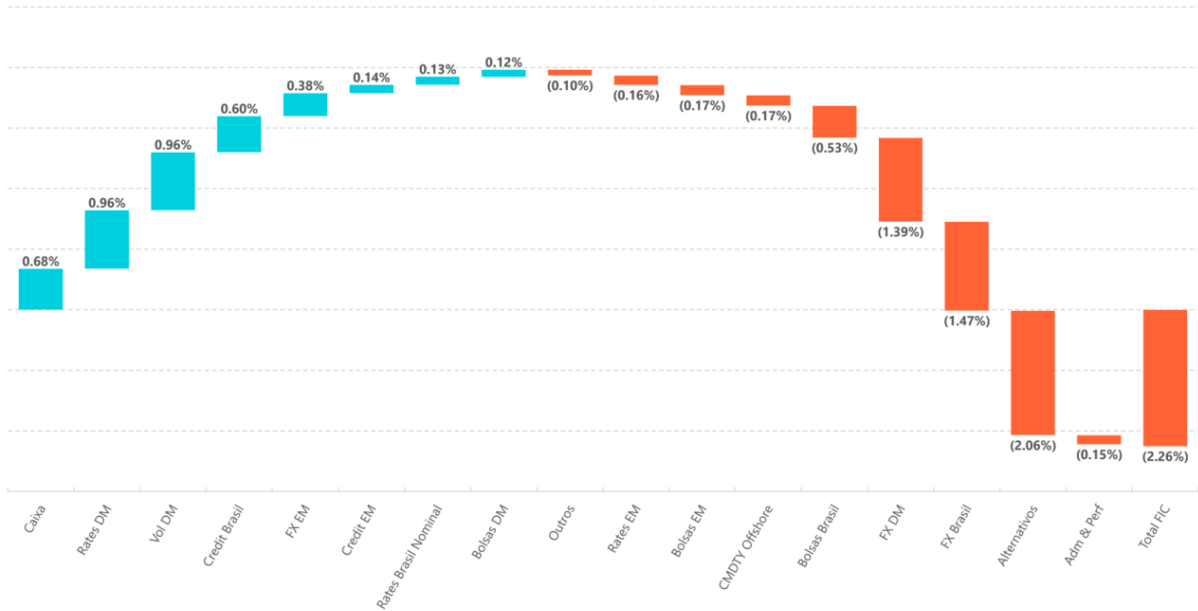
.....

dólar canadense e no franco suíço, enquanto as maiores posições compradas incluem o real e a lira turca.

Os ativos brasileiros vinham sofrendo com a perda de credibilidade em relação à política fiscal, de modo que a forma como o anúncio do pacote de cortes de gastos seria realizada era tão relevante quanto o seu conteúdo em si. No que diz respeito à forma, o anúncio deixou muito a desejar. Houve sucessivos atrasos, acompanhados de sinalizações sobre medidas duras e estruturais que, no fim, não se concretizaram. Além disso, a antecipação da discussão sobre a tabela do Imposto de Renda, que deveria ser tratada apenas em 2025, minou ainda mais a credibilidade quanto à capacidade do governo de sustentar o novo arcabouço fiscal. Quanto ao conteúdo, o pacote ficou abaixo das expectativas do mercado. Caso o processo de anúncio não tivesse sido tão ruidoso, o pacote poderia ter tido algum potencial para conter a deterioração das expectativas. A combinação de forma e conteúdo resultou em uma nova perda de credibilidade, que se reflete nos preços dos ativos. Como consequência, os ativos locais devem operar em níveis mais depreciados do que anteriormente. O caminho para correção de rota exige que o Congresso adote uma postura mais firme em relação ao pacote de cortes de gastos, com o Executivo aceitando os ajustes necessários. Resta saber qual será o preço necessário para que isso ocorra.



Atribuição de Performance por Classe de Ativo



GAUSS PANORAMA FIC FIM CP - 01/Nov/2024 a 29/Nov/2024

A Gauss Capital Gestora de Recursos Ltda. ("Gauss Capital") não comercializa nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Este material é meramente informativo e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Recomendamos ao cliente que consulte profissionais especializados antes de decidir sobre investimentos em ativos mobiliários. A Gauss Capital não se responsabiliza por decisões do cliente acerca deste tema, nem por ato ou fato de profissionais especializados por ele consultados. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Este material não deve ser reproduzido, copiado ou distribuído para terceiros. O cliente deve se basear, exclusivamente, em sua opinião e na opinião de profissionais especializados por ele contratados, para opinar e decidir. Gauss Capital Gestora de Recursos Ltda. é a nova denominação de Credit Suisse Hedging-Griffo Asset Management Partners Gestão de Recursos S.A.

