Janeiro / 2024

CARTA AOS INVESTIDORES DO FUNDO PATRIMONIAL DO PROJETO GAUSS

1. INTRODUÇÃO

Desde o começo de 2021, conforme discorrido em nossas Cartas Semestrais, a carteira do Fundo Patrimonial do Projeto Gauss[1] (FPPG) encontra-se adequada à sua alocação-alvo. Sendo assim, o foco do Comitê ao longo desse período tem residido no acompanhamento contínuo do portfólio e na análise de oportunidades de investimento que surgem a partir das dinâmicas de mercado.

Na segunda metade de 2023, em que os mercados, mais uma vez, apresentaram movimentos positivos nas classes operadas pelo FPPG, a principal operação do Comitê foi aquela antecipada na Carta do primeiro semestre: uma troca de parte do risco de juro nominal por risco equivalente em juro real, motivada pela retração da inflação implícita[2]. Além disso, houve um ajuste de menor grau na carteira de Ativos Imobiliários. Todas as movimentações serão mais bem descritas nas seções a seguir, à luz dos movimentos de mercado dos últimos meses.

2. MERCADOS E RESULTADO DO FUNDO

No segundo semestre de 2023, o FPPG teve desempenho positivo de 7.7%, o que levou o resultado anual a 22.6%. Desde o início do FPPG, em julho de 2019, a rentabilidade acumulada é de 39.6%.

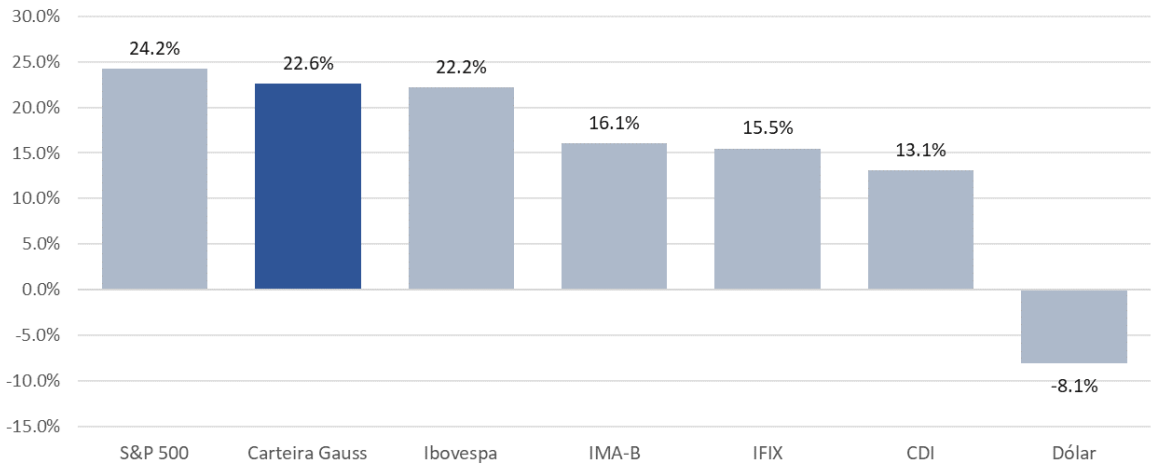
Atribuição 2023

Renda fixa	12.0%
Ações	7.4%
Imobiliário	3.2%
Total	22.6%

Resultado mensal

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Mês	-0.3%	-0.7%	2.6%	3.1%	4.7%	4.0%	1.6%	-0.3%	-0.8%	-1.5%	5.3%	3.5%
Ano	-0.3%	-1.0%	1.6%	4.8%	9.6%	13.8%	15.6%	15.3%	14.3%	12.6%	18.5%	22.6%

Comparativo 2023



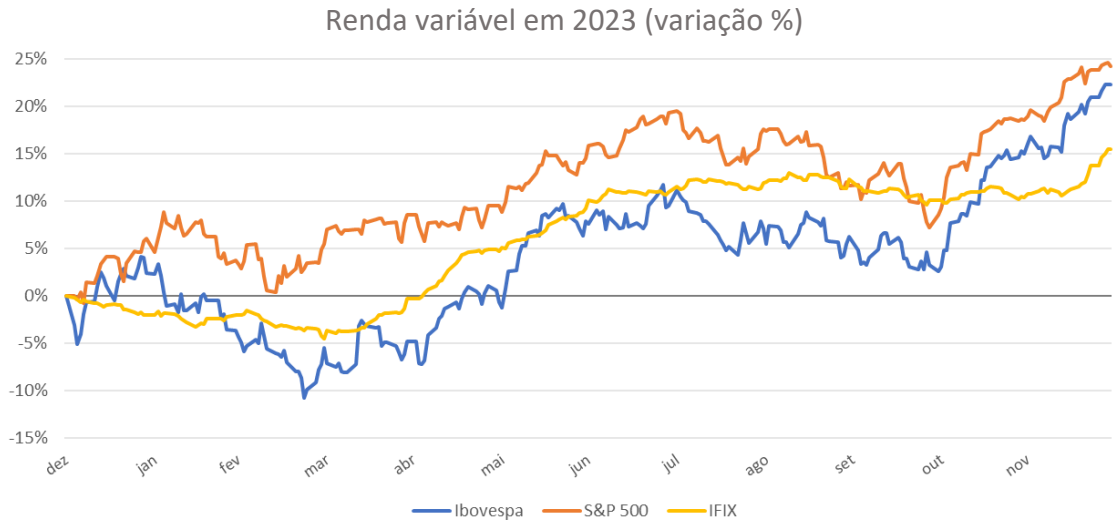
[1] Sem relação com gestora de fundos homônima.
[2] Determinada pela diferença entre os juros nominais e reais.

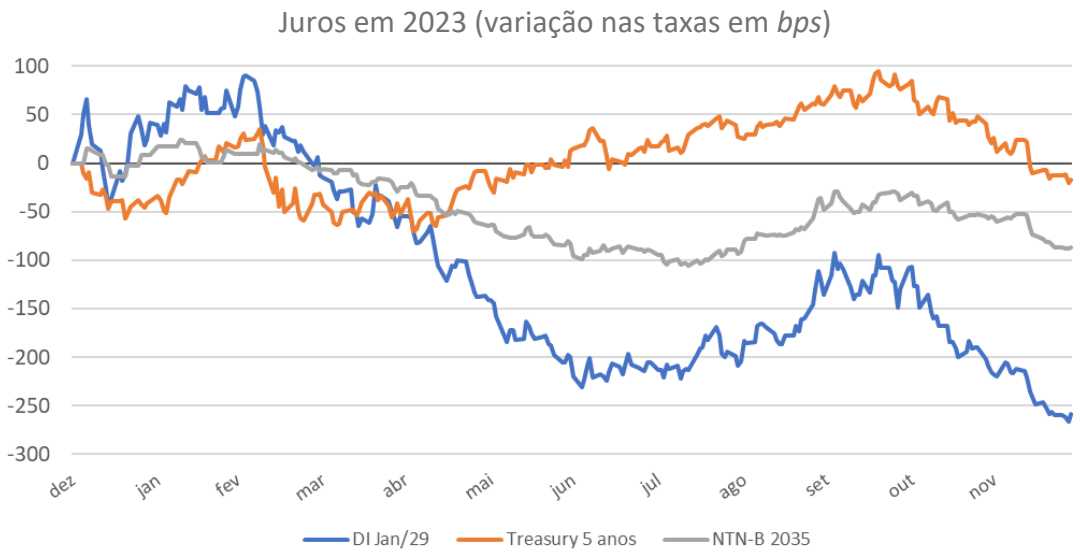
Os mercados do segundo semestre de 2023 desdobraram-se em duas fases de dinâmicas praticamente opostas. O período de julho a outubro foi caracterizado por movimentos desfavoráveis, impulsionados pela divulgação de dados robustos de inflação e atividade econômica nas economias desenvolvidas, um discurso mais *hawkish* dos bancos centrais (que adotaram a retórica de "juros mais altos por mais tempo") e a eclosão do conflito entre Israel e o Hamas, que gerou receios quanto aos efeitos de uma eventual escalada. Combinados, esses eventos geraram quedas tanto nas bolsas globais quanto em ativos de renda fixa: o S&P 500 caiu quase 6%, ao passo que a taxa da Treasury de 10 anos abriu mais de 100 bps.

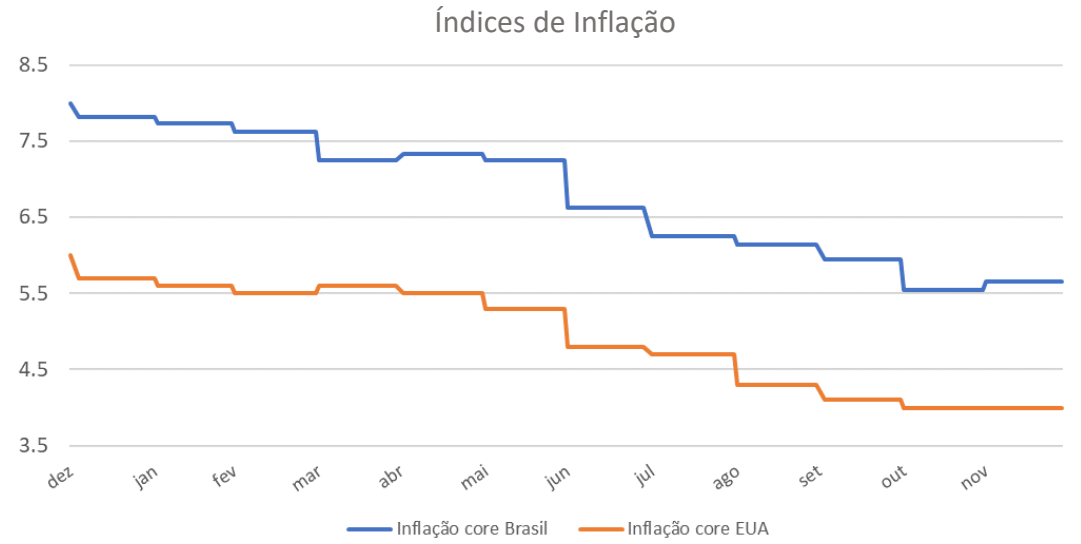
No cenário local, o início do ciclo de corte de juros em agosto e alguns avanços na agenda legislativa (como a Reforma Tributária) suavizaram, mas não evitaram, movimentos negativos em diferentes classes de ativos. O Ibovespa desvalorizou cerca de 4% e as taxas pré-fixadas apresentaram aberturas relevantes.

A partir de novembro, no entanto, a narrativa dos mercados mudou. Esse segundo período foi mais positivo: com sinais de desaceleração da inflação, somados a dados de atividade econômica que não pareciam sugerir uma recessão, o fim do ciclo de aperto monetário se materializou gradualmente e a tese de *soft landing* ganhou força entre os investidores. Como resultado, ativos de renda fixa e renda variável tiveram a melhor performance combinada dos últimos tempos. Em apenas dois meses, o S&P 500 teve alta de 14% e a Treasury voltou aos patamares do começo do semestre.

Nesse intervalo, mais uma vez, os mercados brasileiros foram predominantemente influenciados pela dinâmica global. Apesar de alguns fatores locais terem, sim, gerado ruídos positivos e negativos (como a trajetória benigna da inflação, discussões sobre política fiscal, sinalizações do Banco Central quanto ao ritmo dos cortes, etc.), os movimentos em ativos domésticos acompanharam o otimismo que prevaleceu no cenário internacional. Nos últimos dois meses de 2023, o Ibovespa subiu quase 19% e os juros caminharam para os menores níveis do ano.







Com relação ao FPPG, a atribuição do resultado anual evidencia uma performance condizente com o desempenho dos mercados em que o fundo atua. O bom resultado do *book* de renda fixa foi fruto dos fechamentos dos juros reais e nominais locais, nos quais o fundo está aplicado por meio de posições compradas em NTN-B e aplicadas em DI futuro. Com relação ao *book* de renda variável, que subiu 24% em 2023, o fundo teve ganhos praticamente iguais aos do S&P 500 e levemente superiores aos do índice local. Por fim, a cesta de fundos imobiliários do FPPG (+18.4%) também superou o seu *benchmark* (IFIX, +15.5%).

3. Principais Movimentações

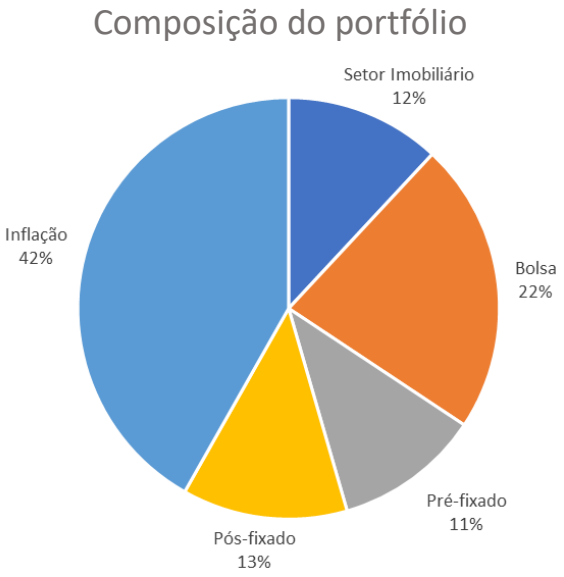
Na última Carta do FPPG, publicada em julho de 2023, o Comitê comentou sobre a possibilidade de operações relativas envolvendo títulos pré-fixados e aqueles atrelados à inflação:

> *[...] mantém-se especial atenção à evolução da inflação implícita ao longo do semestre, que pode motivar trades relativos entre as taxas reais e nominais.*

De fato, em dezembro, aproveitando a queda considerável da inflação implícita ao longo dos meses anteriores, substituiu-se metade do risco das posições aplicadas em DI futuro (no vértice de janeiro de 2029) por risco equivalente em NTN-B 2035.

Antes disso, em julho, o Comitê enxergou uma oportunidade pontual diante da desvalorização relevante de KNIP11 (Kinea Índices de Preços) e comprou cerca de 2.5% do portfólio nesse FII[3], que, desde então, apresenta alta superior a 6%.

Com relação ao semestre anterior, a mudança mais significativa na composição do portfólio foi o aumento de títulos atrelados à inflação (42% vs. 33%). As outras classes de juros foram reduzidas proporcionalmente, ao passo que as classes remanescentes permaneceram com o risco inalterado.



Com relação ao próximo semestre, o Comitê mantém atenção aos mesmos fatores monitorados nos últimos períodos: evolução da inflação implícita, nível de atratividade das taxas reais e nominais e oportunidades pontuais no mercado de renda variável.

No contexto da gestão de fundos patrimoniais, nós comumente destacamos em nossas comunicações aos investidores a importância de uma **carteira estável**, que foque em **objetivos de longo prazo**. Nesse sentido, é não somente esperado, como também desejável, que o portfólio do FPPG seja marcado pelo baixo volume de movimentações.

4. Conclusão

Conforme afirmado recorrentemente por este Comitê, estabilidade do portfólio e horizonte longo de investimento são dois dos pilares que norteiam a gestão da carteira do FPPG. Ao longo do segundo semestre de 2023, as poucas operações realizadas visaram (i) aumentar o risco em juros reais em detrimento de juros nominais, dada a retração da inflação implícita e (ii) aumentar taticamente uma posição de renda variável que se mostrava em níveis descontados.

Uma vez que a a carteira do fundo se encontra adequada à sua alocação-alvo e alterações estruturais, por ora, não se fazem necessárias, o baixo volume de operações dos últimos semestres deve repetir-se em 2024.

[3] Fundos de Investimentos Imobiliários.

No mais, o Comitê reforça o seu compromisso com o monitoramento e a gestão diligente da carteira do FPPG, bem como mantém atenção a riscos e oportunidades que possam ser aproveitados. Mais uma vez, destaca-se que o FPPG tem sido capaz de manter uma carteira consistente com o seu mandato e preservar ativos líquidos em quantidade adequada para suprir as necessidades financeiras do Projeto Gauss.