



AO SABOR DAS MARÉS INTERNACIONAIS

GARDE

Maio 2022

Sumário

Japão: agora ou nunca	2
Barco que segue, mas ao sabor das marés internacionais	5
Rentabilidades e Atribuição de Performance	8

DISCLAIMER



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 Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015, não realizando, portanto, a distribuição de qualquer outro ativo financeiro. Exceto com relação aos Fundos, as informações contidas neste e-mail 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 Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013. A Garde não assume qualquer compromisso de publicar atualizações ou revisões dessas previsões. 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. Os 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. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa dos formulários de informações complementares e dos regulamentos dos Fundos ao aplicar seus recursos. 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, prazo de carência, conversão e liquidação para movimentações, taxas de administração, performance, entrada e saída cabíveis aos Fundos, tratamento tributário perseguido, utilização de derivativos, aquisição de ativos negociados no exterior, concentração de poucos emissores de ativos de renda variável, entre outras informações poderão ser adquiridas em documentos específicos tais como: Formulários de Informações Complementares, Lâminas e Tabela resumo referente as características gerais dos Fundos, ou através do site www.garde.com.br.

Japão: agora ou nunca

- Na contramão do restante do mundo desenvolvido, o Japão vem dobrando a aposta na sua postura *dovish* ao se deparar com um cenário de pressões inflacionárias ainda contidas.
- Uma das consequências dessa divergência monetária foi uma das mais fortes depreciações do iene no passado recente, também amparada pela piora nos termos de troca (petróleo). Acreditamos que essa trajetória deva ser fonte crescente de pressão sobre o BoJ no médio prazo.
- Além disso, identificamos uma série de outras condições postas para que o país consiga gerar uma inflação maior, como reancoragem de expectativas e maior repasse de custos ao consumidor.
- Dessa forma, há uma real possibilidade de o BoJ promover, no médio prazo, um ajuste na sua postura de política monetária em direção a menos estímulos. Acreditamos que a primeira medida tomada de fato seria o encurtamento do seu horizonte de controle sobre taxas de juros longas.
- No restante do mundo, seguimos com poucas alterações no cenário. O panorama inflacionário e sobreaquecido da economia deve se refletir em movimentos maiores nos juros dos bancos centrais desenvolvidos, mesmo diante de uma desaceleração da atividade.
- Na contramão desse movimento, a China deu novos indícios de que usará a infraestrutura mais uma vez para estimular a economia, visto que a política de zero casos não deve acabar tão cedo.

Após rodadas de choques inflacionários em escala global – oriundos de estímulos fiscais e monetários em excesso, desarranjos de cadeias produtivas e alta dos preços de *commodities*; um a um os bancos centrais do mundo desenvolvido foram abandonando sua postura leniente de política monetária e tomando medidas de aperto para combater a alta dos preços. Entretanto, com um panorama econômico ainda diferente dos demais, o Banco Central do Japão (BoJ) permaneceu no grupo cada vez menor de autoridades monetárias que ainda proveem estímulos massivos à economia, redobrando sua aposta na manutenção do atual grau de estímulos na reunião do fim de abril. Esta primeira parte da Carta Mensal se propõe a investigar um pouco mais a fundo o cenário e as perspectivas para o país nos próximos meses.

O Japão é um caso atípico na economia global, há anos enfrentando incapacidade de gerar inflação (Gráfico 1). Esse comportamento carece de respostas claras, muito embora diversas teorias tenham sido usadas para explicá-lo: envelhecimento populacional, alto grau de alavancagem da economia e até mesmo questões culturais. **Mais importante, esse ambiente de inflação baixa perdura mesmo diante de estímulos massivos.** O país levou sua taxa de juros a patamares negativos no início de 2016 e a mantém lá desde então, sinalizando que não deve subi-la nos

próximos anos. Além disso, o BoJ tem um dos maiores balanços do mundo em termos relativos (cerca de 136% do PIB e 48% da dívida do governo), bem como utiliza-se do instrumento do *yield curve control* (YCC): o controle de taxas de juros mais longas (10y) operado por meio de compra de papéis. Hoje, as taxas de juros de 10 anos no Japão são permitidas variar entre -0,25 e +0,25 pelo BoJ.

Com a manutenção dessa política diante de altas de juros em praticamente todos os outros países, é natural que o fluxo de saída de capital do país se intensifique, resultando numa desvalorização cambial – algo que aconteceu de modo intenso em abril (Gráfico 2). Esse

Japão – Indicadores de inflação ao consumidor (YoY %)

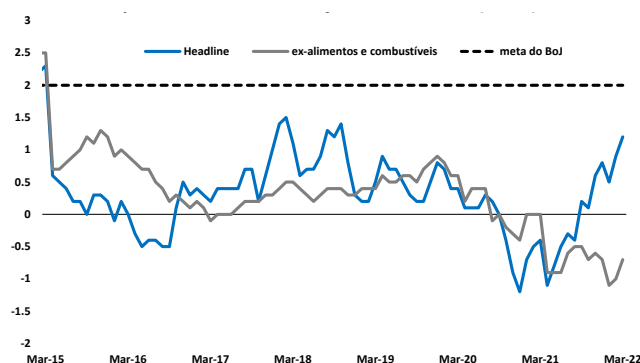


Gráfico 1. Fonte: Bank of Japan.

movimento também foi amparado pela alta global dos preços de combustíveis, visto que o Japão é um dos maiores importadores líquidos de petróleo (relativo ao próprio PIB) entre os países desenvolvidos. Assim, vemos nesse movimento uma fonte crescente de pressão sobre o BoJ olhando à frente, não apenas pelo provável aumento das pressões de inflação, mas também pela pressão política inerente – diversos membros do Ministério das Finanças local vêm demonstrando crescente descontentamento com a veloz depreciação.

Além da desancoragem cambial, identificamos uma série de outros fatores que diferem de períodos passados e podem significar uma probabilidade de quebra dessa dinâmica desinflacionaria no médio prazo. Após lidar com sucessivas ondas de COVID-19, o país pode finalmente vislumbrar um cenário de atividade mais otimista e maiores ganhos no mercado de trabalho. Os preços ao produtor encontram-se nas máximas desde as crises do petróleo nos anos 70 (Gráfico 3). Muito relacionado a isso, pesquisas do próprio BoJ mostram que o número de firmas repassando custos ao consumidor também se encontra na máxima desde então. As mesmas pesquisas indicam que as expectativas de inflação das firmas encontram-se finalmente próximas à meta de 2%, não apenas para o curto mas também para o médio prazo.

Dessa forma, diante da experiência global que estamos acompanhando desde 2020, acreditamos que diversas condições estão

postas como há tempos não se via para que o país escape da armadilha deflacionária, nos levando a crer que há uma probabilidade relevante de que dessa vez seja diferente. Se esse for realmente o caso, o BoJ deve começar seu processo de normalização monetária com ajustes no YCC até o fim de 2022, provavelmente encurtando o horizonte de 10 para 5 anos, o que traria como consequência movimentos relevantes para os mercados locais (principalmente juros longos).

Em tempo, vale ressaltar que poucas alterações ocorreram em nosso cenário para o restante do mundo. Continuamos na ponta *hawkish* na visão da economia americana, com sinais claros de sobreaquecimento que devem levar o Fed acima do neutro até o fim do ano (como, de fato, vem sendo reforçado no discurso de seus membros ao longo do tempo). Na Zona do Euro, o ECB vem deixando claro que por ora a inflação terá mais peso do que o choque adverso em atividade, e acreditamos no fim do APP no início de julho seguido da primeira alta de juros de 0.25pp ao fim do mês. **Na China, nosso cenário pessimista foi confirmado mais uma vez com fortes lockdowns em Shanghai e Jilin, que provocaram novas revisões para baixo de crescimento para 2022 (hoje temos 4,3%, com viés de baixa).** Além disso, como ressaltamos na última Carta, o contrabalanceamento desse choque na atividade deve ser compensado em parte com estímulos na parte de infraestrutura, como sinalizado fortemente pelo presidente Xi Jinping no Politburo do fim de abril. Ainda que não

USDJPY e Diferencial de Juros (US)

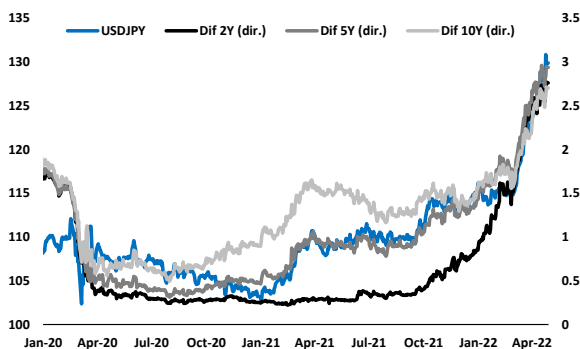


Gráfico 2. Fonte: Bloomberg.

Japão – Índice de Preços ao Produtor (YoY %)

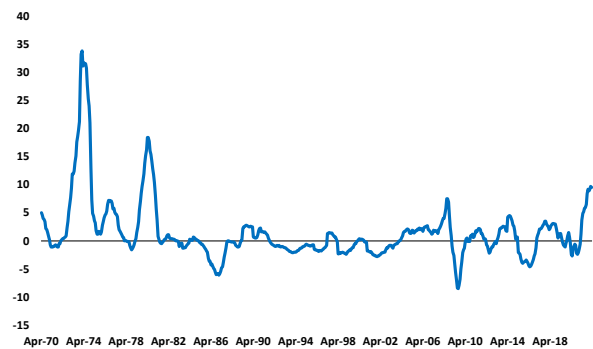


Gráfico 3. Fonte: Bank of Japan.

acreditamos em novas rodadas de relaxamento monetário no país, vale ressaltar que, assim como no Japão, a divergência de política monetária chinesa em relação ao resto do mundo, tem pressionado para a depreciação do Yuan, com consequências para o fortalecimento do dólar contra moedas emergentes. Acreditamos que novas rodadas de depreciação de ambas as moedas (JPY e CNY) devem ser monitoradas como risco para os ativos das economias emergentes.

Barco que segue, mas ao sabor das marés internacionais

- Os efeitos do cenário de commodities em alta seguem latentes na econômica brasileira. Apesar de fatores negativos e positivos oriundos desse cenário, consideramos que o efeito líquido segue positivo.
- A inflação de curto prazo seguiu pressionada e gerou novas revisões altistas. Ainda assim, BC tem dado sinais que deverá encerrar o ciclo em breve, o que deverá ocorrer na reunião do Copom de junho, com a taxa Selic em 13,25%
- Por outro lado, os efeitos positivos dos preços de commodities seguem aparecendo na arrecadação federal e na balança comercial. Assim, continuamos positivos com as contas públicas e contas externas no curto-prazo.
- Sem grandes mudanças no cenário, mantemos uma visão construtiva com os ativos brasileiros em relação aos seus pares.
- No entanto, o cenário internacional mais desafiador refletido no fortalecimento do dólar contra outras moedas, pode ter efeitos negativos sobre o cenário doméstico e deve ser monitorado.

Na nossa última Carta Mensal, abordamos os potenciais efeitos sobre a economia brasileira resultantes do cenário altista para preços de commodities. Do lado “ruim”, ressaltamos os efeitos inflacionários, e do lado “bom”, foi destacado a melhora das contas públicas e externas no país. Ao longo do mês de abril, observamos nos dados justamente a manifestação desses efeitos.

O IPCA de março veio substancialmente acima das expectativas de mercado, o que desencadeou uma forte revisão das expectativas de inflação, com o Focus de 2023 chegando a 4,1% (ante meta de 3,25%). Ainda assim, acreditamos que o BC deverá fazer apenas um ajuste adicional na Selic em junho e terminar o ciclo de alta em 13,25%. Em que pese o desconforto em relação a alta das expectativas, acreditamos que a posição significativamente restritiva da política monetária deverá ser suficiente para que sejam observados os efeitos defasados dessa sobre a inflação.

Do lado positivo, os efeitos da alta de commodities também têm sido refletidos nos bons números das contas fiscais e externas.

Do lado fiscal, a arrecadação federal tem acumulado níveis recordes no ano, tanto em termos nominais quanto como proporção do PIB (Gráfico 4). Parte relevante desse movimento tem sido explicada pela alta lucratividade das empresas do setor de commodities, que puxou

especialmente o IRPJ e CSLL. Em função do cronograma dos ajustes de recolhimento nesses impostos nos próximos meses, o fluxo dessas receitas continuará expressivo, refletindo a melhora dos termos de troca no início do ano. Essa dinâmica mais construtiva deverá ajudar o resultado primário do ano, reduzindo os riscos fiscais de curto prazo.

Do lado das contas externas, também seguimos vendo bons dados derivados dos altos preços de commodities. A balança comercial tem rodado com forte superávit na margem (Gráfico 5) e o saldo comercial anual deverá mais que dobrar para US\$ 83bi este ano. **Mais importante, temos visto uma maior contratação de câmbio comercial, reduzindo o diferencial entre o saldo comercial**

Receita Total % PIB



Gráfico 4. Fonte: Receita Federal

físico e contratado observado nos últimos 2 anos (Gráfico 6). Dessa maneira, seguimos confiantes na expectativa de um fluxo cambial substantivo para o Brasil neste ano.

A despeito das pressões inflacionárias de curto prazo, o ambiente de commodities em alta tem sido liquidamente positivo para o Brasil, por ser um grande produtor. Além disso, o forte ajuste monetário feito pelo Banco Central têm ajudado os ativos brasileiros a estarem mais protegidos da recente turbulência dos mercados externos. Em especial, a apreciação da taxa de câmbio tem o potencial de ajudar o cenário de inflação à frente, dado que é um importante canal de transmissão de política monetária.

Ainda que a combinação desses dois fatores (juros e commodities) mantenha nossa visão de boa performance relativa do Brasil no curto-prazo, o cenário internacional traz riscos importantes. Conforme citado na parte internacional desta Carta, a possibilidade de fortalecimento do dólar contra emergentes causado por divergência das políticas monetárias entre o ocidente e países asiáticos importantes como Japão e China podem diminuir a eficácia desse canal de transmissão da política monetária (taxa de câmbio) no Brasil. Nesse cenário alternativo, poderíamos ver uma nova rodada de pressões inflacionárias que levariam a uma piora do cenário prospectivo doméstico e diminuição dos efeitos benignos da alta de preços de commodities que temos apontado.

Saldo Comercial SAAR (MM3M)



Gráfico 5. Fonte: Ministério da Economia

**Diferencial do saldo comercial físico e contratado
US\$ mi**

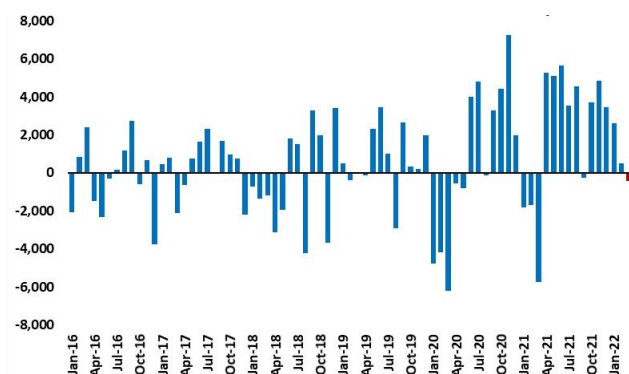


Gráfico 6. Fonte: BCB.

FUNDOS (%)	MÊS (%)	ANO (%)	12M (%)	24M (%)	36M (%)	48M (%)	60M (%)	PL MÉDIO MENSAL FUNDO (R\$ M)	PL MÉDIO MENSAL ESTRATÉGIA (R\$ M)
D'Artagnan Multimercado	1,26	9,53	12,22	21,57	28,53	30,82	45,74	261	1454
Porthos Alavancado	1,85	14,35	17,55	33,67	-	-	-	412	1042
Vallon Alavancado	1,61	12,22	15,13	-	-	-	-	291	298
Aramis Previdência	0,51	3,90	4,66	9,30	14,64	-	-	32	34
Athos Long Biased	0,18	10,24	2,93	21,47	28,05	-	-	28	32
Pascal Sistemático	-0,27	4,55	-	-	-	-	-	15	15

Indicadores (%)	MÊS (%)	ANO (%)	12M (%)	24M (%)	36M (%)	48M (%)	60M (%)
CDI	0,83	3,28	7,09	9,39	15,10	22,40	32,30
Ibovespa	-10,10	2,91	-10,15	29,70	12,15	24,79	64,94

Rentabilidade até 29/04/2022

Atribuição de Performance – Abril/22

