

# Carta Mensal

A difícil matemática fiscal



## Reduzindo a marcha

O ano de 2023 começou dando mais evidências de que o processo de descompressão da economia global iniciado no fim do ano passado está em curso e de que as autoridades monetárias estão cada vez mais cientes disso. Diversos dados econômicos – em especial, de inflação – surpreenderam na direção de um maior equilíbrio entre demanda e oferta (Gráfico 1), ao passo que muitos bancos centrais desaceleraram e/ou sinalizaram uma maior proximidade com o fim do ciclo de alta de juros.

Os Estados Unidos foram um exemplo desse caso. Diante de mais um mês de inflação comportada (pelo menos comparativamente aos patamares de meados de 2022), o Fed mais uma vez desacelerou seu ritmo de alta de juros, para 0.25p.p. Apesar de amplamente esperado, o tom de Powell na coletiva de imprensa após a reunião abriu as portas para uma pausa no ciclo em breve, diante de um “processo de desinflação que oficialmente começou”. Acreditamos que em março veremos a última alta deste ciclo no Fed, com a taxa terminando em 4.75% - 5.00%.

Outros bancos centrais seguiram linhas semelhantes, como no Canadá e Reino Unido (para os quais novas altas ocorrerão apenas em caso de desvios em relação aos seus respectivos cenários-base), mas alguns ainda encontram-se ligeiramente atrasados nesse processo. É o caso do Banco Central Europeu (ECB) que diante de uma atividade surpreendentemente resiliente no último trimestre (Gráfico 2) e da persistência nos núcleos de inflação contratou mais uma alta de 50p.p. em sua próxima reunião, deixando a porta aberta para mais altas.

Vivendo quase que uma dinâmica própria, a China seguiu seu processo de reabertura em janeiro, em meio às festividades do Ano Novo Lunar. Apesar de performance anêmica dos ativos relacionados após essa semana, encaramos como positivos os dados preliminares de consumo ao longo do período, com crescimento expressivo diante do último biênio e se aproximando dos patamares observados na era pré-pandemia. Seguimos otimistas com a economia chinesa e antevemos crescimento do PIB próximo a 6% em 2023, o que deve dar suporte a ativos relacionados (em especial, *commodities* e mercados emergentes).

Em tempo, acreditamos que o pano de fundo da economia global deva seguir nessa linha de cada vez mais clareza quanto ao fim do ciclo de aperto monetário, com queda nas taxas de juros globais. Também vemos a manutenção da janela de dólar fraco no médio prazo – descomprimindo parte do movimento que vimos ano passado, muito relacionado às altas de magnitude e velocidade elevadas nas taxas de juros nos EUA. Por fim, acreditamos que o principal risco hoje seja o de uma desaceleração mais profunda no país ao longo deste ano, podendo jogar contra o ambiente favorável a ativos de risco que, por ora, vem perdurando no mercado.

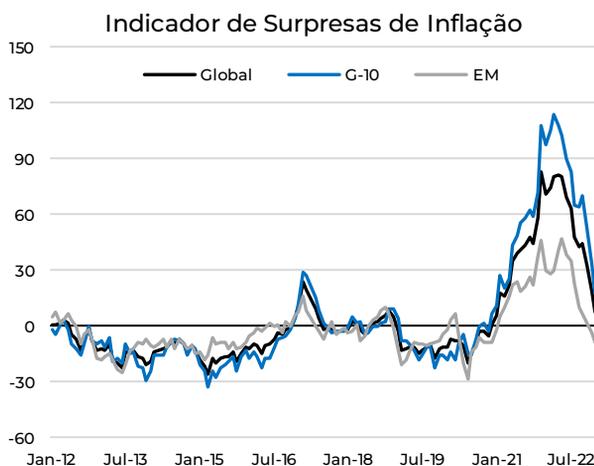


Gráfico 1. Fonte: Citibank

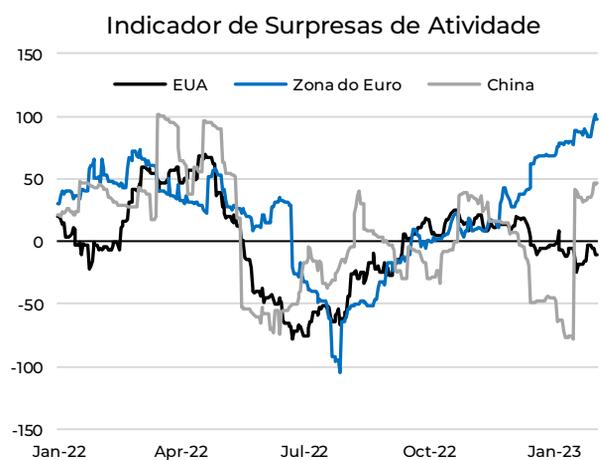


Gráfico 2. Fonte: Citibank

## A difícil matemática fiscal

A despeito dos esforços do ministro da Fazenda, seguimos céticos com a capacidade do governo em promover uma trajetória fiscal sustentável. O plano de redução do déficit de 2023 anunciado trouxe medidas paliativas de aumento de receitas e tentativas incipientes de cortes de despesas. No entanto, essas medidas foram apresentadas após um grande esforço do novo governo em aprovar uma PEC que permite gastos de praticamente R\$ 200 bilhões acima do teto, o que por si só já sinaliza o viés expansionista da política fiscal.

Ainda que estejamos à espera do anúncio do novo arcabouço fiscal, consideramos que as prioridades elencadas como reajustes reais no salário mínimo, recomposição dos salários do funcionalismo e aumento do investimento público já garantem um gasto que deverá crescer ao menos 2% em termos reais nos próximos anos. Assim, a nova regra fiscal deverá ser frouxa o suficiente para acomodar esse relevante aumento de despesas. Pelo lado da receita, a sinalização é de aumento da carga tributária, ainda que seja politicamente difícil avançar muito nesta seara – o congresso parece ser mais suscetível à agenda de aumento de gastos do que de aumento de impostos. Acreditamos que, no cenário mais otimista, seria possível uma recomposição de 1,2% do PIB em aumento de carga. Desta maneira, esperamos que a dívida seja crescente e ultrapasse 100% do PIB até o final da década (Gráfico 3).

Essa difícil matemática fiscal, junto aos contínuos ataques do governo ao Banco Central, tem contribuído para o relevante aumento das expectativas de inflação mais longas (Gráfico 4). Em especial, a preferência revelada do governo para aumento da meta de inflação também tem permeado o movimento visto nas expectativas do Focus e na inflação implícita de mercado. Apesar da melhora dos indicadores de inflação de curto prazo, o que poderia abrir espaço para futuros cortes na taxa Selic, a desancoragem das expectativas levou o BC a entregar uma mensagem mais dura, sinalizando a manutenção da taxa Selic nos níveis atuais por tempo ainda mais prolongado. Dessa maneira, a comunicação do BC reforça nosso *call* de manutenção da Selic em 13,75% até o final do ano.

Com essas perspectivas desafiadoras, nossa visão para ativos brasileiros segue pessimista. No entanto o cenário internacional segue mascarando a piora relativa do Brasil frente aos seus pares. Em especial, a curva de juros (nominal, real e inflação) já precifica em grande medida um cenário de desancoragem fiscal e monetária como visto ao longo do governo Dilma. Parece-nos que novas rodadas de deterioração de preços de ativos dependem de mudanças dos ventos externos e/ou novos avanços na agenda de retrocesso do novo governo. Neste aspecto, estamos especialmente atentos à pressão sobre o BC, que deve aumentar com a desaceleração econômica e queda da inflação ao longo desse primeiro semestre.

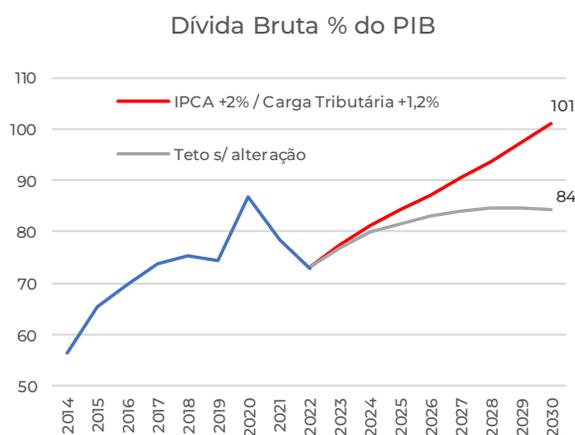


Gráfico 3. Fonte: BCB

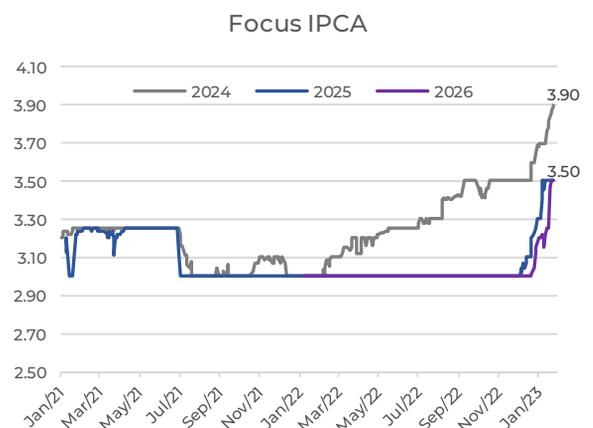


Gráfico 3. Fonte: BCB

## Comentários sobre o resultado

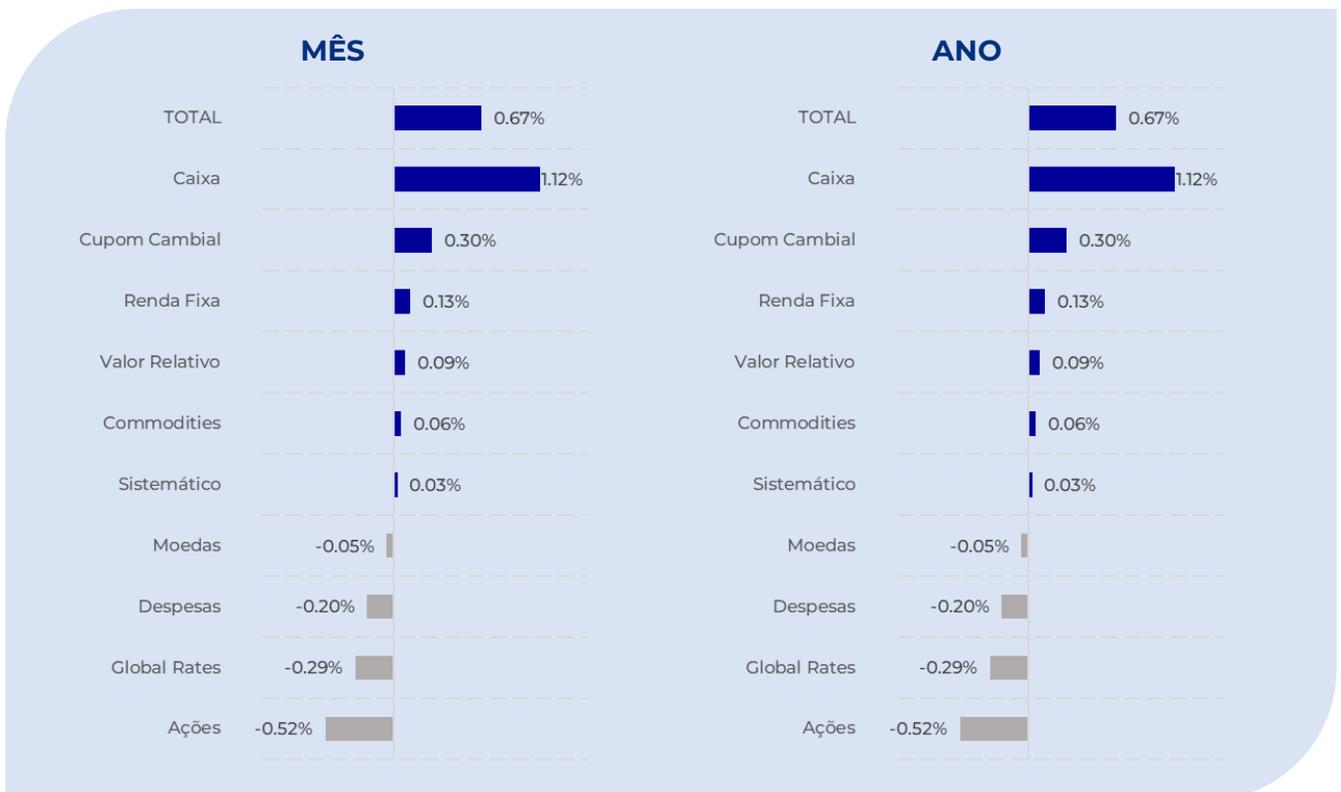
No primeiro mês de 2023, o destaque positivo da atribuição de performance foi estratégia do cupom cambial, com forte fechamento da parte curta da curva reagindo ao bom fluxo cambial.

Do lado negativo, a estratégia de bolsa teve perdas no mercado doméstico em empresas de *commodities*, além de perdas na posição vendida em bolsa nos EUA e comprada na bolsas chinesa.

Para o mês, seguimos com o direcionamento do fundo para posições que se beneficiam do fim do ciclo de alta de juros nos EUA, como por exemplo a acomodação do dólar frente a outras moedas e fechamento na curva de juros em países já adiantados no ciclo monetário. Além disso, a reabertura de China também traz viés positivo para *commodities* e países emergentes.

## Atribuição de Performance

D'Artagnan | Janeiro 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><br>19.212.817/0001-51 | 0.67%      | 0.67%      | 7.66%      | 15.85%     | 19.91%     | 155.00%        | 06/12/2013     | R\$ 210.39               | R\$ 1,268.91                  |
| <b>DUMAS FIC FIM</b><br>18.961.501/0001-08      | 0.67%      | 0.67%      | 7.65%      | 15.75%     | 19.79%     | 153.37%        | 22/10/2013     | R\$ 394.58               | R\$ 1,268.91                  |
| <b>VALLON FIC FIM</b><br>37.828.294/0001-54     | 0.62%      | 0.62%      | 7.64%      | 17.63%     | -          | 16.06%         | 31/07/2020     | R\$ 281.73               | R\$ 314.62                    |
| <b>PORTHOS FIC FIM</b><br>35.491.437/0001-50    | 0.60%      | 0.60%      | 7.99%      | 20.56%     | -          | 26.11%         | 02/03/2020     | R\$ 391.44               | R\$ 909.54                    |
| <b>Multimercado Previdenciário</b>              |            |            |            |            |            |                |                |                          |                               |
| <b>ARAMIS FIC FIM</b><br>29.852.665/0001-05     | 0.55%      | 0.55%      | 8.04%      | 10.45%     | 10.36%     | 25.80%         | 08/08/2018     | R\$ 17.30                | R\$ 19.59                     |
| <b>PARIS FIC FIM</b><br>41.867.393/0001-12      | -0.01%     | -0.01%     | -          | -          | -          | 0.95%          | 04/05/2022     | R\$ 11.85                | R\$ 78.86                     |
| <b>Ações Long Biased</b>                        |            |            |            |            |            |                |                |                          |                               |
| <b>ATHOS LB FIC FIM</b><br>30.995.018/0001-31   | -3.79%     | -3.79%     | -6.16%     | -9.23%     | -10.41%    | 23.34%         | 26/12/2018     | R\$ 29.26                | R\$ 29.24                     |
| <b>Sistemático</b>                              |            |            |            |            |            |                |                |                          |                               |
| <b>PASCAL FIC FIM</b><br>41.969.176/0001-33     | -0.09%     | -0.09%     | 11.81%     | -          | -          | 19.84%         | 01/09/2021     | R\$ 20.01                | R\$ 19.88                     |
| <b>Indicadores</b>                              | <b>Mês</b> | <b>Ano</b> | <b>12M</b> | <b>24M</b> | <b>36M</b> |                |                |                          |                               |
| CDI   | 1.12%      | 1.12%      | 12.81%     | 18.45%     | 21.46%     |                |                |                          |                               |
| IBOV  | 3.37%      | 3.37%      | 1.15%      | -1.42%     | -0.29%     |                |                |                          |                               |

Data base: 31/01/2023

Todos os nossos fundos estão abertos para aplicação. Se quiser saber mais sobre as estratégias, acesse nosso [site](#).

E caso tenha dúvidas sobre nossos fundos ou de como investir, fale conosco: [comercial@garde.com.br](mailto:comercial@garde.com.br).

### 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 contém 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 emissor 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.

