

**GARDE**

# Carta Mensal

Quando até o passado é incerto



Março | 2023

## Quando até o passado é incerto

O Fed tem adotado uma postura dependente dos dados de inflação e atividade para a deter a extensão do ciclo de aperto monetário. Em fevereiro, os dados divulgados apontaram para a necessidade de uma contração adicional na política monetária, o que foi logo incorporado pelos mercados. No entanto, devemos separar o que é sinal e o que é ruído nos últimos dados econômicos.

Do lado da inflação, além das surpresas altistas, também tivemos fortes revisões metodológicas para os dados de 2022, que acabaram por mostrar uma dinâmica mais pressionada (Gráfico 1). Do lado da atividade, também tivemos surpresas altistas, com sinais de reaceleração em diversos setores, desde o mercado de trabalho até métricas de consumo e produção. Em que pese o fato de ser inegável a trajetória mais desafiadora da inflação, do lado da atividade é possível argumentar que houve influência de fatores sazonais e estatísticos, principalmente em decorrência de um inverno mais quente. Dessa maneira, os dados de fevereiro e março serão de suma importância para determinar os próximos passos do Fed. Se configurada a existência de fatores pontuais nos dados de início de ano, podemos voltar a ver juros terminais mais centrados entre 5,25% e 5,5% (nosso cenário base). Caso contrário, cresce a probabilidade de taxas mais próximas a 5,75% ou 6%. Sob a sombra da dúvida do estado real da economia norte-americana, acreditamos que o Fed optará para seguir no passo de altas de 25bps.

Esse movimento de taxas de juros mais altas foi extrapolado para outras economias (Gráfico 2), em especial para o ECB. Em específico na Zona do Euro, ele foi amplificado também por uma sequência de surpresas positivas nos indicadores de inflação em diversos países. Na medida agregada da região, o indicador cheio e o de núcleo avançaram 8,5% e 6,7%, respectivamente, na prévia para os últimos 12 meses terminados em fevereiro – níveis maiores que o próprio Estados Unidos. Os membros do ECB também mantiveram postura aberta para novas altas de 0,5p.p. após março – mesmo os mais influentes, como a própria Lagarde. Acreditamos que mais duas altas dessa magnitude e uma de 0,25p.p. perfaçam o mínimo a ser alcançado pela instituição, atingindo uma taxa terminal de 3,75% na metade do ano (com riscos para cima).

Destacamos também a continuidade da boa performance da economia chinesa após o fim das políticas extremamente restritivas de combate ao COVID-19. Diversos indicadores de alta frequência indicam recuperação para níveis comparáveis ao pré-pandemia, principalmente em questão de mobilidade. Enquanto isso, dados relacionados ao consumo também vêm mostrando recuperação rápida, principalmente no setor de serviços, dinâmica corroborada pelos PMIs divulgados para fevereiro. Mesmo o setor imobiliário, hoje o setor de pior performance na economia local, também avançou de modo relevante nas últimas semanas. Continuamos otimistas com o cenário local, em decorrência principalmente de uma postura adotada pelo governo com o viés de claramente estimular o crescimento local.

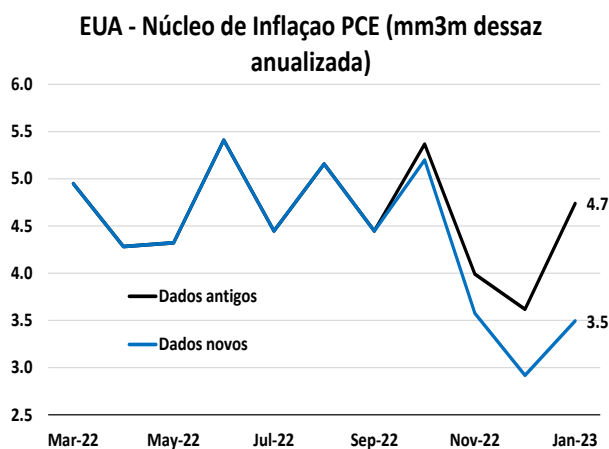


Gráfico 1. Fonte: BEA

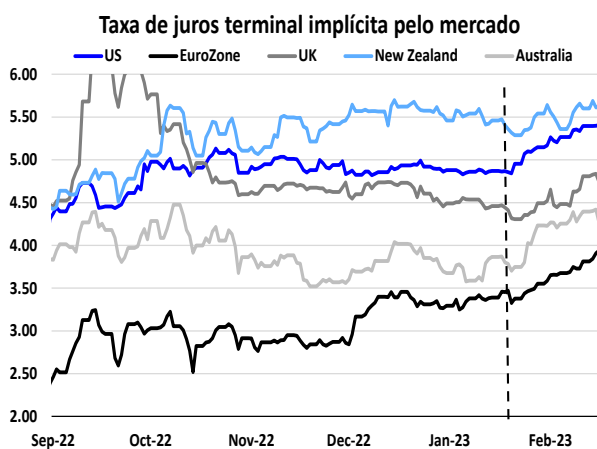


Gráfico 2. Fonte: Citibank

# Cenário Doméstico

## Panela de pressão

Temos destacado nas últimas cartas a agenda de retrocesso adotada pelo novo governo, agenda esta que tem crescido rapidamente, considerando que temos pouco mais de 2 meses de governo. Além do aumento das pressões sobre a política de juros do Banco Central e ameaças de revisão da meta de inflação (numa visão ingênua que abriria espaço para corte de juros), vimos o governo criando um imposto temporário sobre exportações de petróleo, cruzando sorrateiramente uma linha que mesmo os mais pessimistas não imaginavam e abrindo um precedente de um caminho notoriamente perigoso já seguido pelos nossos vizinhos argentinos.

A questão que surge é o por que com medidas tão adversas adotadas desde antes mesmo do governo assumir (i.e. PEC da Gastança), os ativos brasileiros aparentam tranquilidade. Primeiro, devemos esclarecer que essa aparente tranquilidade, principalmente quando olhamos os níveis absolutos dos preços do câmbio e da bolsa, esconde uma grande *underperformance* dos ativos brasileiros relativos aos nossos pares. No entanto, quando olhamos a curva de juros futuras vemos uma grande pressão tanto nas taxas de juros reais, nominais e nas inflações implícitas (Gráfico 3), remetendo a níveis observados na média dos últimos anos do desastroso governo de Dilma Rousseff. Em outras palavras, os preços de ativos brasileiros já apresentam um grande desconto pela piora do cenário percebido com a nova política econômica.

No entanto, o termômetro da classe política em Brasília sempre acaba sendo a taxa de câmbio contra o dólar e, apesar da má performance relativa – nossa taxa de câmbio não surfou o grande enfraquecimento do dólar global desde novembro do ano passado –, o Real segue rodando em torno de R\$ 5,20, transmitindo a tranquilidade referida na questão acima. Fazendo o paralelo com a crise do governo Dilma, em 1 ano a taxa de câmbio saiu de cerca de R\$/US\$ 2,20 para alcançar o valor máximo da época de R\$/US\$ 4,20 em setembro de 2015.

Dado que a qualidade das políticas econômicas não se distanciam muito do que havia sido posto em prática ao longo do governo Dilma, a explicação para a divergência do comportamento do câmbio vem do cenário internacional e da situação das nossas contas externas. Contextualizando, a economia brasileira rodava com um déficit em conta corrente em torno de 4,5% do PIB no biênio 2014 e 15, resultado de um déficit no saldo comercial e um cenário internacional extremamente desafiador. Na direção oposta, estimamos para este ano um déficit em conta corrente dentre 2% e 2,5% do PIB, ajudada pelo aumento do saldo comercial de cerca de US\$ 60bi no ano passado para mais de US\$ 70bi. Essa melhora da balança comercial é muito ajudada pela dinâmica dos nossos termos de troca neste ano, o que contrasta com a dinâmica extremamente negativa em 2014 e 15 (Gráfico 4). Dessa maneira, esses fatores acabam sendo um grande *buffer* para uma piora significativa dos mercados no curto prazo, permitindo com que o governo avance, por ora, na sua agenda do retrocesso.



Gráfico 3. Fonte: Anbima



Gráfico 3. Fonte: BCB

## Comentários sobre o resultado

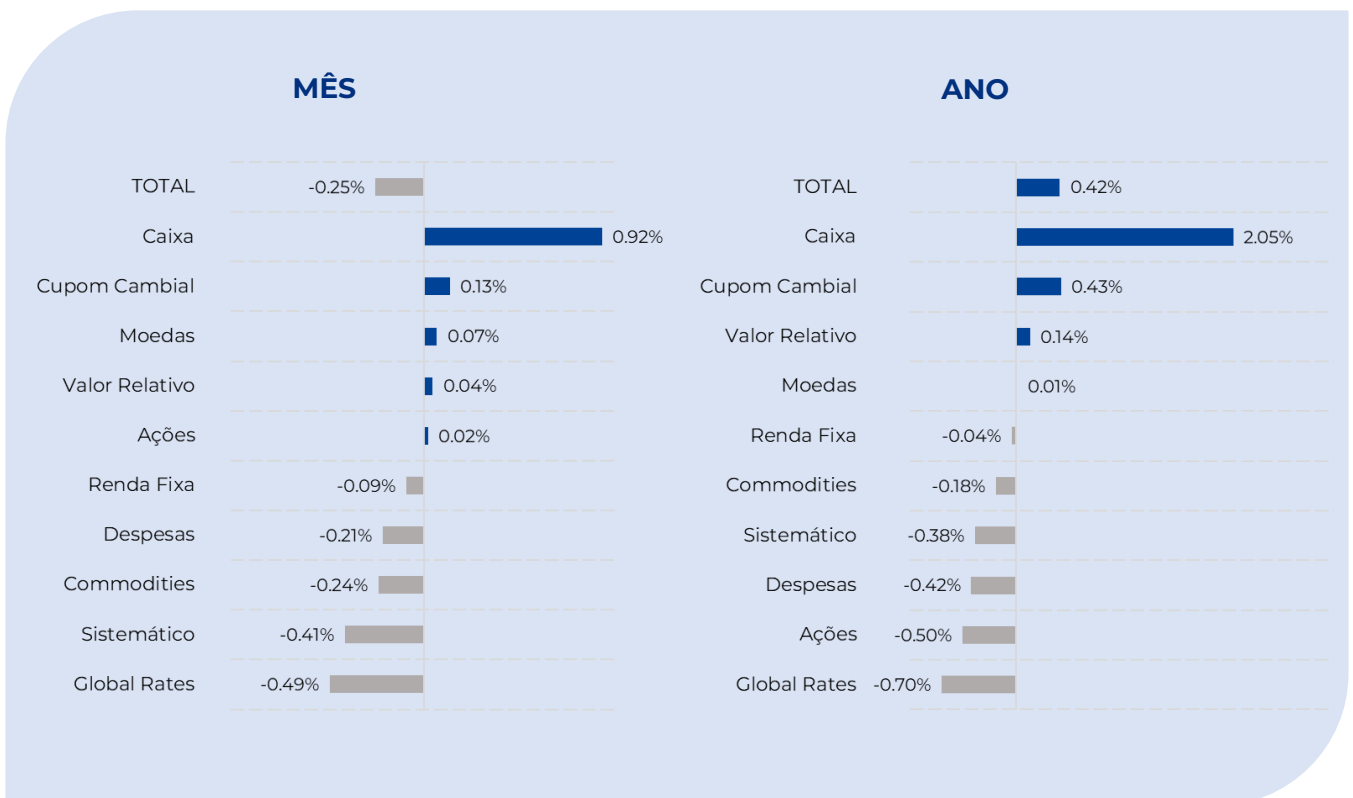
Em fevereiro, o destaque positivo da atribuição de performance veio novamente do cupom cambial, com a posição inclinada no curto-prazo sendo beneficiada novamente pela entrada de dólar à vista.

Do lado negativo, a estratégia de juros globais teve perdas com a forte abertura das taxas de juros globais por conta de dados mais fortes nos EUA, que desafiaram nosso cenário base de proximidade do fim do ciclo monetário. A estratégia sistemática também apresentou performance negativa com o mês marcado por fortes reversões das tendências de ativos do *book*.

Para o mês, apesar de termos diminuído as posições em juros globais, mantemos o viés aplicador por considerar que devemos ver alguma devolução das surpresas altistas nos dados nas próximas divulgações. Ainda, mantemos viés negativo para a bolsa americana. No Brasil, temos mantido posições aplicadas na parte curta da curva e estamos comprados em USDBRL.

## Atribuição de Performance

D'Artagnan | Fevereiro 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	-0.25%	0.42%	6.18%	14.30%	20.97%	154.36%	06/12/2013	R\$ 198.74	R\$ 1,206.33	
<b>DUMAS FIC FIM</b> 18.961.501/0001-08	-0.25%	0.41%	6.17%	14.19%	20.85%	152.73%	22/10/2013	R\$ 381.90	R\$ 1,206.33	
<b>VALLON FIC FIM</b> 37.828.294/0001-54	-0.55%	0.07%	5.66%	15.13%	-	15.42%	31/07/2020	R\$ 269.31	R\$ 301.58	
<b>PORTHOS FIC FIM</b> 35.491.437/0001-50	-0.71%	-0.12%	5.66%	17.07%	-	25.22%	02/03/2020	R\$ 388.87	R\$ 875.44	
<b>Multimercado Previdenciário</b>										
<b>ARAMIS FIC FIM</b> 29.852.665/0001-05	0.36%	0.90%	7.67%	11.84%	12.30%	26.24%	08/08/2018	R\$ 16.82	R\$ 19.28	
<b>PARIS FIC FIM</b> 41.867.393/0001-12	-0.87%	-0.88%	-	-	-	0.07%	04/05/2022	R\$ 11.74	R\$ 71.97	
<b>Sistemático</b>										
<b>PASCAL FIC FIM</b> 41.969.176/0001-33	-0.29%	-0.38%	10.05%	-	-	19.50%	01/09/2021	R\$ 22.51	R\$ 22.46	
<b>Indicadores</b>	<b>Mês</b>	<b>Ano</b>	<b>12M</b>	<b>24M</b>	<b>36M</b>					
CDI	0.92%	2.05%	13.00%	19.38%	22.21%					
IBOV	-7.49%	-4.38%	-7.26%	-4.64%	0.73%					

Data base: 28/02/2023

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 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 accidental 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.

