

# Carta Mensal

Ciclos, crises e crédito



## Ciclos, crises e crédito

Março foi marcado por um período de elevadas tensões nos mercados globais, decorrentes de problemas no setor bancário americano e trazendo preocupações com relação a uma possível crise financeira (Gráfico 1). Um conjunto de fatores macro – como as altas de juros vertiginosas do Fed no último ano – e idiossincráticos – como o alto percentual de depósitos não segurados por alguns bancos menores – resultaram em impactos bem negativos para algumas instituições mais vulneráveis, ligando o sinal de alerta para um possível risco sistêmico no país.

À luz de hoje, acreditamos que esse risco seja baixo, uma vez que as instituições financeiras estão muito mais fortalecidas em termos de estrutura de capital e carregando ativos de boa qualidade nos balanços quando comparado com a experiência de 2008. Além disso, vimos uma reação rápida das autoridades envolvidas. Entretanto, isso não significa que os impactos macroeconômicos são negligenciáveis e tais eventos devem resultar num aperto adicional de crédito por parte dos bancos comerciais, o que, de certa forma, fará parte do trabalho do Fed em desinflacionar a economia. A depender das hipóteses utilizadas, entendemos que a contração de crédito deva ser equivalente a algo entre 1 e 3 altas de 0.25pp de juros, de modo que reduzimos nossa visão para a taxa terminal para 5%-5.25%, a ser alcançada na próxima reunião (maio).

Ainda assim, o tema gerou repercussões globais e com a Europa não foi diferente. Na região, a grande “vítima” da breve crise de confiança foi o *Credit Suisse*, banco que apresentava problemas há alguns anos e que acabou sendo incorporado pelo UBS em negociação intermediada pelo próprio banco central suíço. Em termos comparativos à última crise financeira na região, os bancos europeus encontram-se em posição muito mais favorável para lidar com choques (Gráfico 2), e podemos dizer que o CS provavelmente é um caso isolado. Ademais, com um entorno macroeconômico pior que os EUA em diversas métricas – principalmente relativas à inflação - e com menos caminho percorrido pelo ECB em termos de aperto monetário, acreditamos que o banco central europeu ainda tenha trabalho a ser feito e, dessa forma, mantemos nosso cenário de mais 0.75pp de ajuste na taxa básica de juros nas próximas reuniões.

De certa forma insulada dessa turbulência, a China segue em frente com seu processo de reabertura econômica, surpreendendo cada vez mais positivamente. Em cima disso, o panorama de inflação vem seguindo uma dinâmica bem mais amena quando comparado às reaberturas experimentadas pelo mundo ocidental – uma dinâmica de certa forma intrigante, mas que vem deixando espaço para que estímulos continuem sendo feitos, em especial via política monetária e de crédito. Mesmo o setor imobiliário, que vem passando por uma transição estrutural mais *bearish*, se comportou muito bem nas últimas semanas, com algumas métricas de vendas de casas ultrapassando níveis até mesmo de 2019. Com o geopolítico um pouco de lado na ótica dos mercados e a dinâmica econômica interna mais do que compensando os impactos adversos da desaceleração global sobre a balança comercial, seguimos otimistas com a economia do país e prevemos crescimento de 6% em 2023.

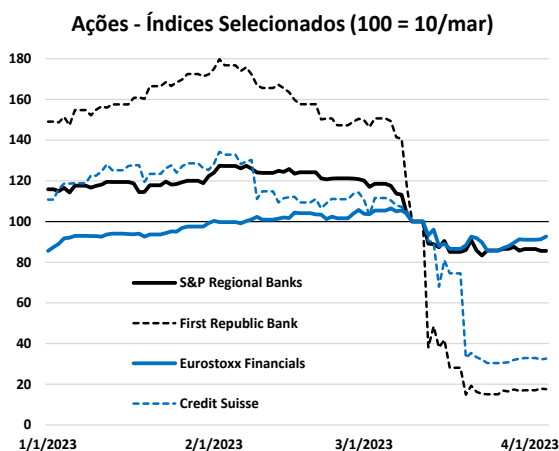


Gráfico 1. Fonte: Bloomberg

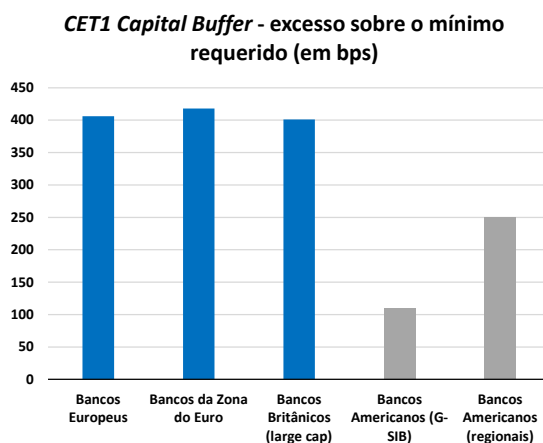


Gráfico 2. Fonte: ECB, BoE e Fed

# Cenário Doméstico

## Enfim, o arcabouço

Temos argumentado que as sinalizações do novo governo indicavam um novo arranjo fiscal que permitiria relevante crescimento real dos gastos, em parte compensado pelo aumento da carga tributária. O arcabouço divulgado veio exatamente nessa linha, com uma regra que permite o aumento de gastos em termos reais entre 0,6% e 2,5% ao ano, a depender do crescimento passado das receitas (reduzido de 70% sobre essas). Ironicamente, a regra apresentada traz um elemento altamente pró-cíclico, algo tão criticado pelos atuais integrantes da Fazenda.

Um ponto interessante é que a apuração do crescimento da receita passada dependerá da conveniência do governo. Por exemplo, para o crescimento permitido para 2024, o governo poderá escolher entre o crescimento das receitas acumuladas em 12 meses até fevereiro (que garantiria aumento nas despesas de 2,5%) ou junho (crescimento de apenas 0,6% nas despesas). Dada a alta das despesas necessárias para contemplar as promessas políticas do atual presidente, já sabemos que essa conveniência permitirá o maior gasto possível para o ano seguinte.

Outro aspecto foi a divulgação de uma trajetória extremamente otimista para o resultado primário ao longo do atual mandato (Gráfico 3). Uma recomposição tão acentuada nesses resultados só se justificaria mediante forte aumento das receitas. No entanto, não está claro quais medidas serão tomadas. Dado o acúmulo de promessas de campanha, é razoável esperar que as despesas cresçam a 2,5% em termos reais nos próximos três anos. Nas nossas contas, encontramos necessidade de 350 bilhões de receitas líquidas a mais até 2026 em relação a nosso cenário base (que já contempla alta de 1,5% na carga entre 2023 e 2025). Vale notar que o Congresso tem se mostrado avesso a aumentar impostos. Além disso, as receitas de impostos federais são, via de regra, divididas com os entes federativos, o que dificultaria ainda mais a aplicação desses recursos para a consolidação fiscal.

Ainda, existem dúvidas sobre o *enforcement* da regra. Por exemplo, caso as receitas ao longo de 2025 não permitam o aumento máximo de gastos no ano eleitoral de 2026, o que impediria a fixação do aumento de gastos na parte superior do intervalo? Para responder essa pergunta devemos lembrar que nem mesmo uma emenda constitucional foi capaz de segurar os gastos em 2022.

Ainda que o arcabouço fiscal diminua o risco de aumento dos gastos como visto em governos petistas anteriores – crescimento médio real foi de cerca de 6% real entre 2003 e 2015 – e sinalize um compromisso do governo em recuperar receitas, nossas simulações ainda indicam tendência crescente para a dívida bruta até o final da década (Gráfico 4).

O novo arranjo macroeconômico desse governo traz de volta a orientação de aumento da participação do Estado na economia em detrimento do setor privado, que será ainda mais onerado com aumento da carga tributária necessário para fechar a conta. Para que fique em pé, o novo arcabouço necessita da volta do crescimento econômico, ainda mais distante com a penalização do setor privado. Em tempo, o arcabouço divulgado não deverá impactar as expectativas de inflação desancoradas, o que implica na manutenção da política monetária apertada por um tempo prolongado, desafio adicional ao crescimento à frente. Dessa maneira, seguimos pessimistas com as perspectivas para o cenário doméstico.

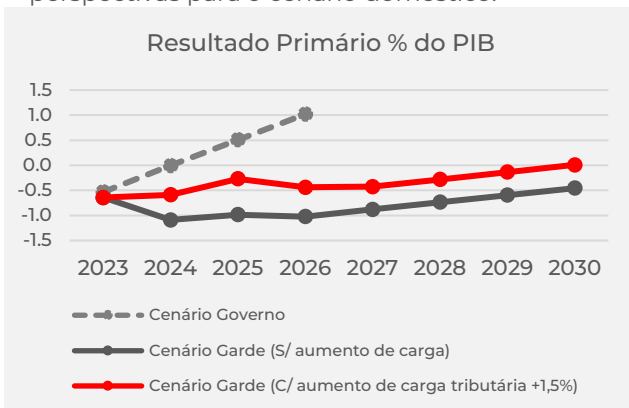


Gráfico 3. Fonte: STN

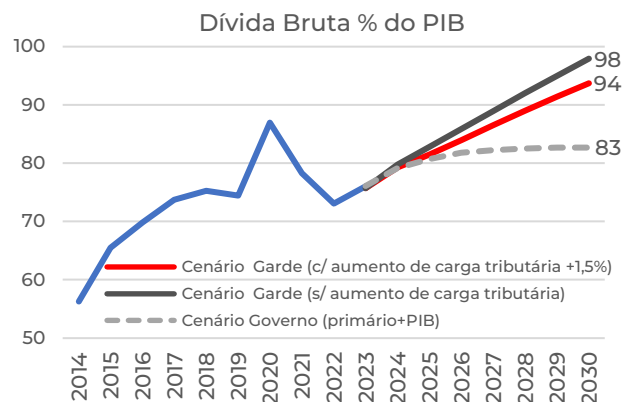


Gráfico 4. Fonte: BCB

## Comentários sobre o resultado

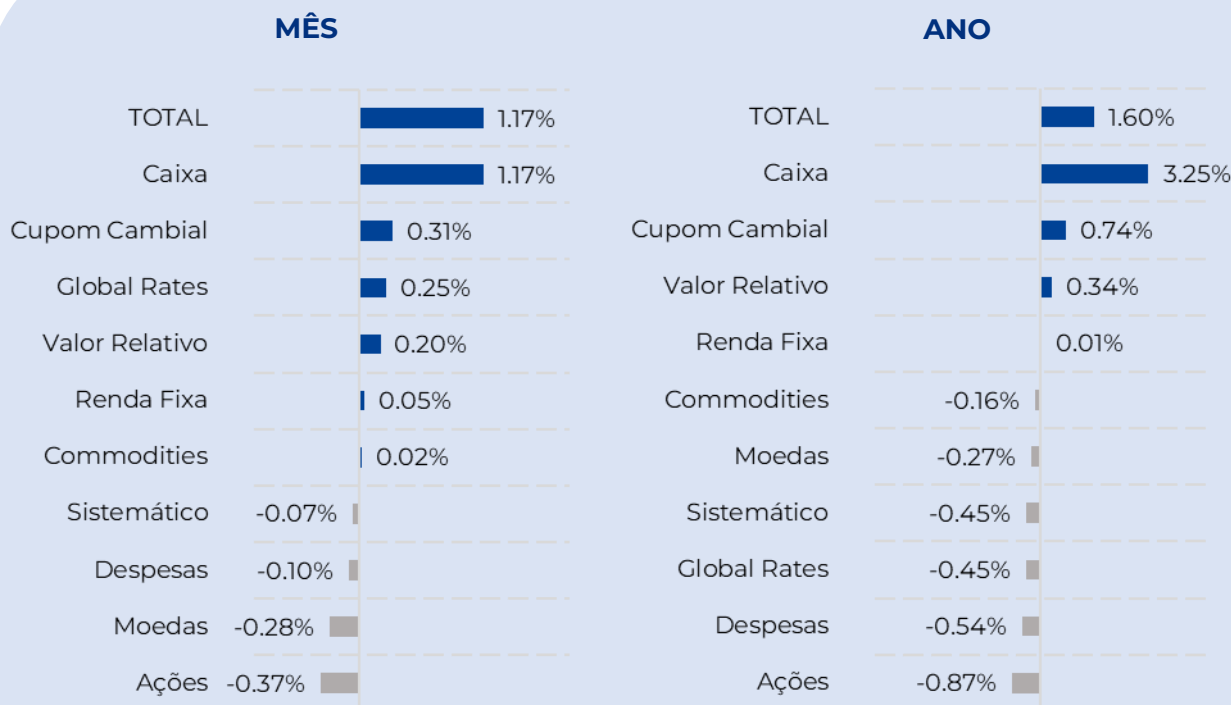
Em março, o destaque positivo da atribuição de performance veio das estratégia de cupom cambial, com a sazonalidade favorável do fluxo cambial comercial resultando na inclinação curta da curva, enquanto nos juros globais as posições aplicadas em Nova Zelândia e EUA se beneficiaram da reprecificação após o stress do setor bancário nos EUA. Do lado negativo, a estratégia de *equities* teve resultado negativo por conta da nossa posição vendida em S&P, enquanto o *book* de moedas foi prejudicado por nossa posição comprada em USDBRL.

Para o mês, mantivemos o viés aplicador em Nova Zelândia e no meio da curva americana. Também temos uma posição tomada no *Fed Funds* curtíssimo, apostando que o processo de flexibilização do FOMC não começará tão cedo, além de uma posição tomada em Japão. Com a proximidade do fim do ciclo nos EUA, também mantemos o viés vendido no dólar contra outras moedas.

No Brasil, estamos com posições aplicadas no meio da curva mas compradas no dólar contra o Real, por conta do cenário desafiador para o cenário doméstico.

## Atribuição de Performance

D'Artagnan | Março 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	1.17%	1.60%	3.30%	16.23%	26.28%	157.34%	06/12/2013	R\$ 162.90	R\$ 1,124.68	
<b>DUMAS FIC FIM</b> 18.961.501/0001-08	1.17%	1.58%	3.29%	16.11%	26.15%	155.67%	22/10/2013	R\$ 377.19	R\$ 1,124.68	
<b>VALLON FIC FIM</b> 37.828.294/0001-54	1.11%	1.18%	1.55%	17.45%	-	16.70%	31/07/2020	R\$ 281.58	R\$ 311.93	
<b>PORTHOS FIC FIM</b> 35.491.437/0001-50	1.09%	0.97%	0.74%	19.72%	37.48%	26.58%	02/03/2020	R\$ 387.71	R\$ 859.92	
<b>Multimercado Previdenciário</b>										
<b>ARAMIS FIC FIM</b> 29.852.665/0001-05	0.98%	1.90%	7.08%	12.74%	19.73%	27.49%	08/08/2018	R\$ 10.61	R\$ 13.13	
<b>PARIS FIC FIM</b> 41.867.393/0001-12	1.13%	0.23%	-	-	-	1.20%	04/05/2022	R\$ 11.83	R\$ 68.38	
<b>Sistemático</b>										
<b>PASCAL FIC FIM</b> 41.969.176/0001-33	1.04%	0.67%	7.97%	-	-	20.74%	01/09/2021	R\$ 20.62	R\$ 20.71	
<b>Indicadores</b>	<b>Mês</b>	<b>Ano</b>	<b>12M</b>	<b>24M</b>	<b>36M</b>					
CDI	1.17%	3.25%	13.28%	20.54%	23.23%					
IBOV	-2.91%	-7.16%	-15.10%	-12.65%	39.53%					

Data-base: 31/03/2023

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

Caso tenha dúvidas sobre nossos fundos ou de como investir, fale com a gente através do e-mail [comercial@garde.com.br](mailto:comercial@garde.com.br).

Aproveite para seguir a Garde nas redes sociais. Os links de cada uma estão ao final da página, nos ícones do rodapé.

#### 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 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 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.

