



A GUERRA E OS MERCADOS

GARDE

Março 2022

Sumário

Quando o Geopolítico Encontra o Macroeconômico	2
Os Efeitos da Guerra sobre o Brasil	5
Rentabilidades e Atribuição de Performance	7

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.

Quando o Geopolítico Encontra o Macroeconômico

- A incursão russa na Ucrânia foi o principal desenvolvimento geopolítico em anos e vem causando repercussões econômicas globais, deixando o cenário ainda mais complexo.
- Por um lado, conflitos desse tipo tendem a impactar negativamente a atividade, principalmente nas economias mais próximas. Por outro, a participação russa em diversos mercados de *commodities* vem gerando um novo choque inflacionário de proporções globais.
- Em algumas regiões, esse *trade-off* é mais latente, deixando seus bancos centrais numa posição desconfortável. É o caso do ECB, que apesar disso, sinalizou que pretende seguir com seu processo de normalização monetária devido à piora no cenário de inflação.
- Nos EUA, os vínculos limitados com a Rússia e uma economia corrente aquecida são fatores que garantem ao Fed condições para manter seu plano de voo original. Dessa forma, acreditamos que seu processo de normalização monetária deve se intensificar ao longo do ano. A mesma lógica pode ser aplicada para outras economias em geral, principalmente aquelas mais isoladas do conflito (tanto geográfica como economicamente).
- Nas próximas semanas, será importante monitorar os desenvolvimentos dentro do território ucraniano, a postura dos líderes envolvidos, o grau de ameaça a outros países além da Ucrânia e a possibilidade de novas sanções (de ambos os lados, principalmente no setor energético).

Na última carta mensal, apontávamos o risco geopolítico oriundo das tensões entre Rússia e Ucrânia como um dos principais riscos a serem monitorados. De lá para cá, a situação se agravou de maneira vertiginosa, culminando com a autorização por parte do presidente Vladimir Putin para uma operação militar russa dentro do território ucraniano. **Dessa forma, um novo elemento relevante de risco e incerteza foi introduzido em um cenário já complexo, com repercussões globais.**

Uma implicação clássica de conflitos desse tipo se traduz num choque negativo de atividade, por canais como a queda de confiança, postergação de decisões de investimento e piora nas condições financeiras. Nesse sentido, o conjunto de sanções impostas pelo ocidente a fim de isolar a Rússia da economia global também potencializam esse impacto adverso, como o congelamento de ativos russos, a exclusão do país de sistemas de pagamentos globais (SWIFT) e decisões individuais de diversas corporações de retirar seus negócios do país.

Entretanto, esse conflito em específico vem gerando um outro choque de magnitude ainda mais relevante nos mercados globais: um choque altista de preços de diversos insumos, num ambiente

global já previamente inflacionário. A região é um produtor-chave em diversos setores de *commodities*, como trigo, fertilizantes e, principalmente, petróleo e gás natural (Gráfico 1). As sanções impostas pelos EUA, o isolamento do país por parte do ocidente e a transformação de parte de sua economia numa “economia de guerra” tende a restringir ainda mais a oferta desses e outros bens, que diante de um ambiente prévio de retomada global pós-COVID tem como resultante uma nova rodada de aumento de preços (Gráfico 2) – preços estes que, em grande parte, são

Importância Russa em *commodities* globais

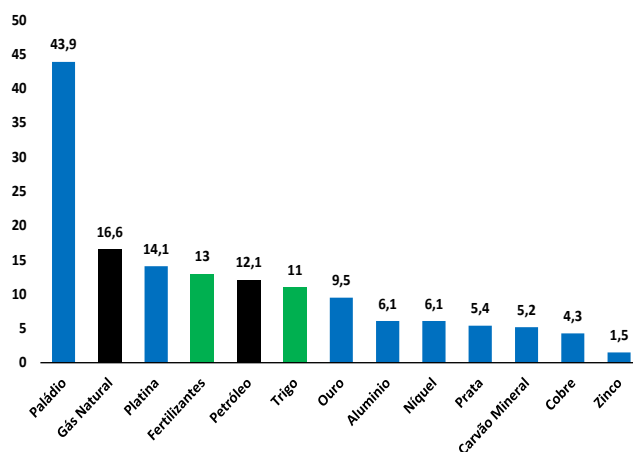


Gráfico 1. Fonte: Inserir Ministry of Finance (Rússia).

componentes importantíssimos dos processos produtivos (principalmente commodities energéticas), e inevitavelmente devem repercutir em aumento de custos para diversos outros setores da economia.

É diante desse trade-off cruel que se veem os bancos centrais daqui em diante: de um lado, um choque negativo na atividade oriundo não apenas da guerra em si, mas também do comprometimento de renda do consumidor diante da alta dos custos com energia; de outro, uma nova rodada de aumento de preços relevantes numa economia global já inflacionada. Esse conflito é mais preponderante em algumas regiões do que em outras, como é o caso da Europa, impactada pela proximidade geográfica e pela alta dependência da Rússia na pauta de importação de commodities energéticas (Gráfico 3).

A última reunião do ECB deixou claro esse trade-off e, em certa medida, que o peso maior será dado para a inflação. Mesmo diante da incerteza, o ECB optou por encurtar o horizonte de extensão do seu programa de compra de ativos, abrindo portas para sua finalização já em junho e, a partir daí, iniciar o processo de alta nas taxas de juros a qualquer momento. **Acreditamos que no médio prazo as pressões inflacionárias irão se intensificar ainda mais (a região tem hoje a maior taxa de inflação desde a criação da Zona do Euro), e o ECB se virá obrigado a retirar estímulos da economia o quanto antes para escolher o menor dos males.** Ademais, acreditamos que parte dos efeitos nocivos ao consumidor poderá ser atenuado

pela política fiscal do bloco, seja via mecanismos supranacionais, seja pela política fiscal individual de cada país, como vem sendo feito em alguns casos.

A situação enfrentada pelo Fed é diferente. De partida, os EUA já se encontravam num ponto do ciclo mais avançado que outras regiões, com mercado de trabalho extremamente apertado e inflação em níveis mais altos. Com exposição comercial e dependência muito menor da Rússia (Gráfico 4), **os impactos na atividade norte-americana tendem a ser menos relevantes que os impactos inflacionários do conflito na Ucrânia, pressionando ainda mais por uma normalização monetária mais veemente.** Desse modo, em que pese um início de ciclo cauteloso sinalizado pelas falas dos membros do comitê, acreditamos que este deva ser acelerado para altas de 0.5pp em algum momento nas próximas reuniões, **levando a taxa de juros para próxima do neutro até o fim do ano e possivelmente acima dele ao longo de 2023.**

Essa nova onda de choques globais deve repercutir também nas outras economias do mundo desenvolvido e emergente. Com exceção talvez das economias mais próximas geograficamente ao conflito entre Ucrânia e Rússia, acreditamos que em geral a parte inflacionária desse choque geopolítico deverá preponderar sobre as decisões de política monetária daqui para frente, algo que já pode ser identificado nas falas e decisões de alguns bancos centrais. Daqui para frente, **seguiremos monitorando de perto os desenvolvimentos do**

Principais commodities afetadas

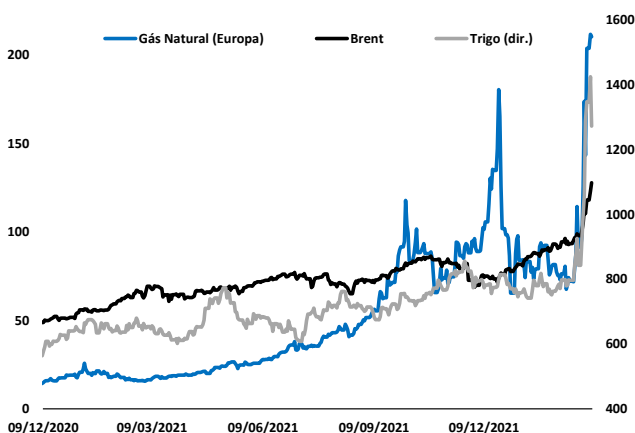


Gráfico 2. Fonte: Bloomberg.

Pauta de importação energética europeia

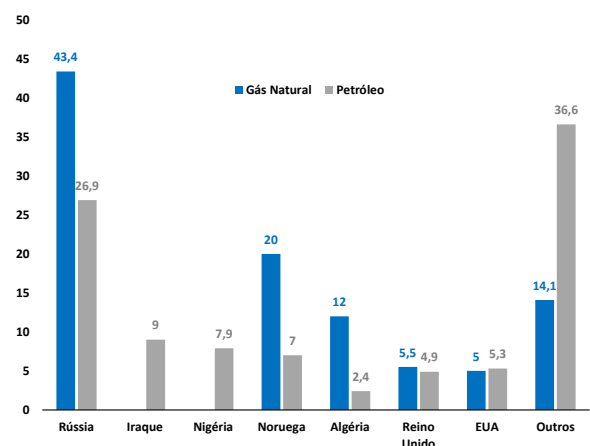


Gráfico 2. Fonte: Eurstat.

conflito, em especial os desenvolvimentos militares dentro do território ucraniano, a postura dos líderes nos próximos dias (principalmente Putin, Zelensky e os respectivos ministros das relações exteriores de cada país), o risco de proximidade que possam colocar riscos a países pertencentes à OTAN e a possibilidade de novas sanções econômicas. Estas envolvem tanto restrições ao setor energético russo por parte da União Europeia (além das já instauradas pelos EUA e Reino Unido), bem como restrições a exportações impostas pela própria Rússia (também, em especial, as relacionadas a energia).

Paralelamente a todos esses acontecimentos, vale ressaltar ainda que vimos na China os resultados da conferência anual do governo chinês (NPC, *National People's Congress*) que, entre outras diretrizes, determinou uma ousada meta de crescimento de 5,5% para o ano de 2022. A julgar pelas perspectivas econômicas de desaceleração global, a tímida meta de déficit fiscal anunciada e o pouco espaço de política monetária, sem indicações de reversão na atual política de aperto no setor imobiliário, **a resultante necessariamente passa por estímulos ainda mais agressivos relacionadas ao setor de infraestrutura pública**, o que deve ser mais um vetor positivo para commodities relacionadas.

Relações comerciais com a Rússia
(EUA e Zona do Euro)

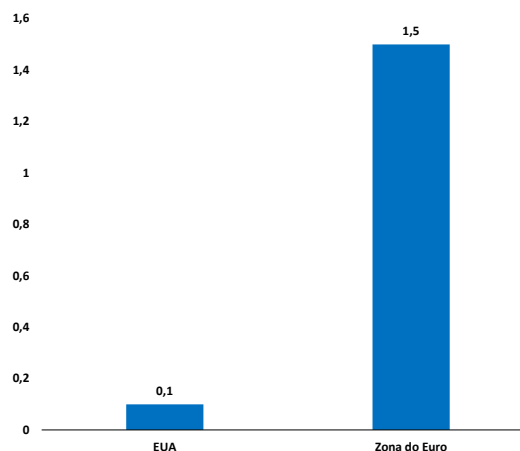


Gráfico 4. Fonte: Governos locais.

Os Efeitos da Guerra sobre o Brasil

- A economia brasileira deverá ser impactada em diversas formas pela guerra entre a Rússia e Ucrânia.
- Apesar de sermos um grande produtor de *commodities* e nos beneficiarmos disso, a economia brasileira também apresentará uma piora do cenário de inflação, o que deverá levar a um ajuste monetário adicional por parte do Copom (Selic final de 13,25%).
- Grande parte do efeito inflacionário vem da alta dos preços de combustíveis, uma vez que a alta nos preços de gasolina não foi subsidiada pelo governo, que preferiu diminuir os impactos nos preços de diesel (com pouco peso no IPCA).
- Ainda que essa compensação sobre o diesel tenha custos fiscais, deve-se lembrar que o aumento dos preços de petróleo também deverá gerar aumento nas receitas da União, mitigando esses custos.
- Apesar dos riscos fiscais latentes, o Real tem se beneficiado do forte aumento do diferencial de juros e melhora nos termos de troca.

Conforme exposto na parte Internacional desta Carta, o cenário global tornou-se ainda mais inflacionário, dada a forte alta dos preços de *commodities*, principalmente as energéticas, e com importantes repercussões no cenário doméstico.

Revisamos nossa inflação deste ano de 6.0% para 7,1%, mesmo levando em conta a redução do Impostos sobre Produtos Industrializados anunciada pelo governo, que por si só deveria retirar cerca de 35bps da projeção. **Além da surpresa altista na inflação de curto prazo, a nova rodada de alta de preços de *commodities* em reais mais que compensou esse possível alívio vindo da queda do IPI.** O IC-BR, índice de *commodities* criado pelo BCB, voltou a alcançar níveis recordes (Gráfico 5), mesmo com a apreciação recente da taxa de câmbio

As maiores pressões sobre a inflação deste ano também devem impactar, via inércia, a projeção de inflação para 2023, que agora encontra-se em 3,9%, acima da meta de 3,25% e ainda com viés de alta, dada a assimetria altista nos cenários para preços de *commodities*. Dessa maneira, ainda que o BCB não deva combater os choques primários, a preocupação com os choques secundários sobre uma inflação já pressionada deverá levar a taxa de Selic final até pelo menos 13,25%.

Vale ressaltar que essa forte revisão altista da inflação incorporou os reajustes recentes nos preços domésticos de combustíveis, uma vez que a

alta sobre os preços de gasolina foi repassado em cheio para os consumidores, enquanto o diesel, com peso menor no IPCA, apresentou compensação com redução de impostos. Os custos fiscais dessa compensação deverão ser compensados em grande medida pelo aumento das receitas com royalties da União e com dividendos da Petrobras. Dessa maneira, não vemos necessariamente motivos para uma nova rodada de piora relevante nos riscos fiscais e inclusive melhoramos nossa expectativa para o déficit primário para 0,1% do PIB este ano.

Neste sentido, temos notado uma discussão a respeito da apreciação da taxa de câmbio vista nos últimos meses e se esse movimento poderia ser reflexo de uma diminuição na percepção dos riscos fiscais pelo mercado. Nossa visão, no

Índice de Commodities em Reais

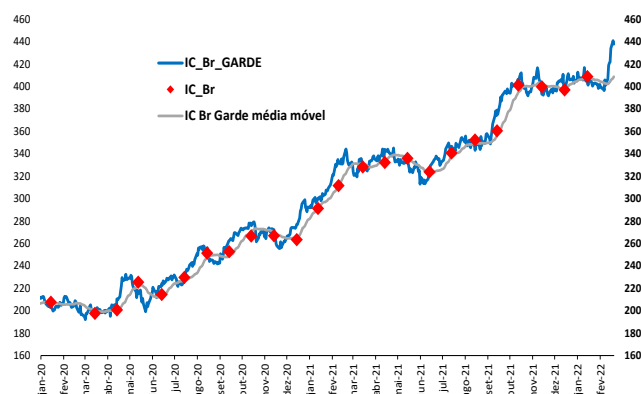


Gráfico 5. Fonte: BCB e Garde

entanto, é que esse movimento na taxa de câmbio tem ocorrido a despeito dos riscos fiscais exacerbados (Gráfico 7). **O que explicaria então o grande movimento do Real é o forte aumento do diferencial de juros, que aumentou cerca de 400bps desde novembro do ano passado.** Ainda, o cenário de preços de *commodities* em alta tem beneficiado nossos termos de troca, o que também contribui para a apreciação da moeda. Assim, **mantemos a visão construtiva para o Real no curto prazo, especialmente quando já notamos o efeito dos juros altos sobre o balanço de pagamentos**, como por exemplo, o movimento de retorno de investimentos brasileiros para portfólio no exterior (Gráfico 8).

Em tempo, vale dizer que os dados do PIB do último trimestre surpreenderam positivamente, com o processo de reabertura da economia impactando positivamente a recuperação do PIB de serviços. Dessa maneira, mantemos a visão de que deveremos ver variação positiva do PIB em 2022 e revisamos nossa projeção de 0,2% para 0,7% de crescimento.

Defasagem dos preços de combustíveis

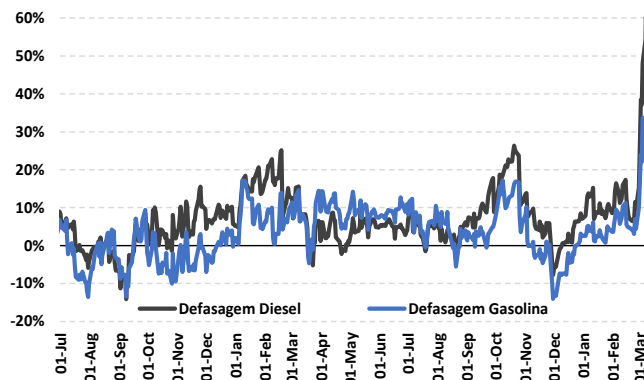


Gráfico 6. Fonte: Petrobras, Bloomberg.

Risco fiscal derivado da curva longa de juros (Fra 5y/10y)



Gráfico 7. Fonte: Bloomberg

Investimento Brasileiro em Portfólio no Exterior

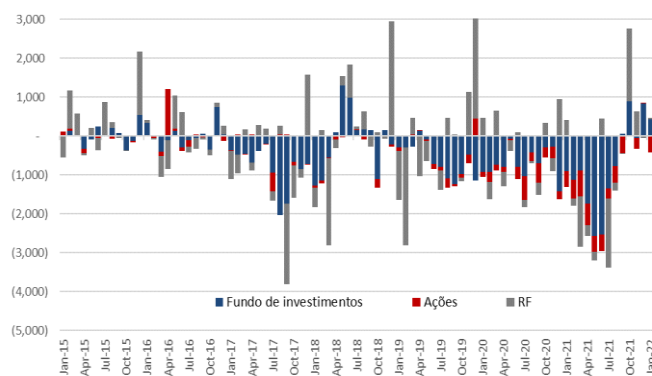


Gráfico 8. Fonte: BCB

FUNDOS (%)	MÊS (%)	ANO (%)	12M (%)	24M (%)	36M (%)	48M (%)	60M (%)	PL MÉDIO MENSAL FUNDO (R\$ M)	PL MÉDIO MENSAL ESTRATÉGIA (R\$ M)
D'Artagnan Multimercado	1,13	4,01	7,11	12,53	20,93	24,63	41,23	258	1453
Porthos Alavancado	1,48	5,89	9,77	-	-	-	-	391	967
Vallon Alavancado	1,31	4,97	8,05	-	-	-	-	283	290
Aramis Previdência	0,70	1,80	3,53	2,57	12,84	-	-	30	36
Athos Long Biased	0,09	4,60	-4,26	-4,22	20,35	-	-	30	30

Indicadores (%)	MÊS (%)	ANO (%)	12M (%)	24M (%)	36M (%)	48M (%)	60M (%)
CDI	0,75	1,49	5,66	8,21	14,28	21,60	32,41
Ibovespa	0,89	7,94	0,79	-0,47	16,35	29,61	69,72

Atribuição de Performance – Fevereiro/22

Rentabilidade até 25/02/2022

