



PARA O NEUTRO E ALÉM

GARDE

Abril | 2022

Sumário

Para o Neutro e Além	2
Só o Câmbio Salva	4
Rentabilidades e Atribuição de Performance	6

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.

Para o Neutro e Além

- Intensificação de pressões inflacionárias manteve os bancos centrais do mundo desenvolvido no seu curso de aperto monetário, a despeito de efeitos adversos da crise geopolítica.
- Com uma economia extremamente aquecida sob qualquer ótica, o Fed deve acelerar o ritmo de alta da taxa de juros para 0.5pp em maio, mantendo esse ritmo até levá-la acima do neutro.
- No curto prazo, acreditamos que o risco de uma desaceleração abrupta da atividade americana seja baixo e, portanto, não deve impedir a postura mais hawkish do Fed. Para 2023, a defasagem do efeito do aperto monetário contribui para maiores riscos recessivos.
- Em linha com o Fed de alguns meses atrás, o ECB vem colocando cada vez mais peso no combate à inflação e espera-se que eles abandonem os juros negativos ainda em 2022.
- A combinação entre aumento das taxas de juros e a dinâmica dos preços de *commodities* após tantos choques vem se configurando uma interessante tese de investimento até o momento. Nesse sentido, há claro suporte para economias emergentes avançadas no ciclo monetário.
- Enfrentando a pior onda de casos de COVID-19 desde o início de 2020, nossas preocupações com a China vêm aumentando, tanto para consequências locais como para novos impactos globais.

Os efeitos negativos ao comércio e à atividade global oriundos do conflito entre Rússia e Ucrânia não foram suficientes para impedir a continuidade da tendência global de aperto monetário. Salvo algumas exceções (como o Japão), **os bancos centrais dos países desenvolvidos seguiram apertando as condições financeiras diante do cenário incrementalmente inflacionário a nível global.** Foi o caso, por exemplo, do Canadá, que iniciou o processo de normalização monetária com alta de 0.25pp; e da Noruega, onde o Norgesbank entregou sua 3ª alta de juros consecutiva, bem como revisou sua expectativa de taxa terminal. Mesmo aqueles que não subiram juros ainda vêm apertando o seu discurso, como os casos do RBA (Austrália) e Riksbank (Suécia), que têm sinalizado constantemente que o início do ciclo de alta de juros está cada vez mais próximo.

Nesse escopo, o Fed se destaca não apenas pela centralidade da economia americana para o mundo, mas também pela intensidade com a qual vem adotando uma postura cada vez mais *hawkish*. Apesar de ter começado o ciclo de alta em um passo de 0.25pp em março, o FOMC já está alinhado para acelerar a magnitude das altas para 0.50pp na próxima reunião, mantendo esse ritmo até o fim do ano para lidar com uma economia extremamente aquecida e inflação muito acima da meta. Salvo

algum novo choque adverso ou uma improvável desaceleração mais pronunciada da inflação no segundo semestre, **acreditamos haver urgência para o Fed elevar os juros para acima do neutro ainda este ano.** Ademais, vale lembrar que em maio também deve ser anunciado o início do processo de redução de balanço do Fed, que também deve contribuir para aperto nas condições financeiras via redução de liquidez.

A magnitude e a velocidade do ajuste necessário na política monetária americana vêm levantando dúvidas a respeito da sustentabilidade do bom *momentum* da atividade econômica, dúvidas essas amparadas pela inversão da curva de juros (Gráfico 1). Em tese, o fato dos juros mais curtos estarem

Inversão da curva de juros costuma anteceder recessões nos EUA

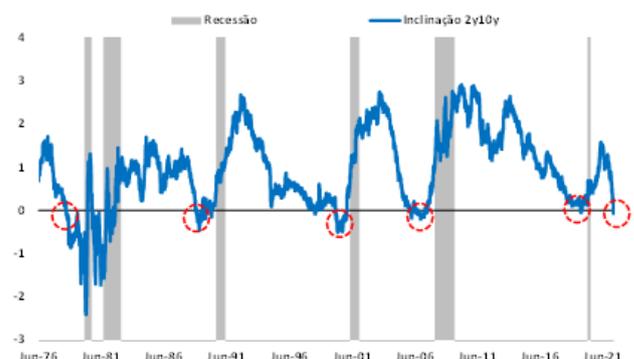


Gráfico 1. Fonte: Bloomberg

mais altos que juros mais longos indicariam um “erro” de política monetária do Fed, que por subir a taxa muito rápido se veria obrigado a cortá-la em breve para lutar contra uma recessão.

Acreditamos, porém, que com dados correntes ainda saudáveis, estoques a serem recompostos pelas empresas e um mercado de trabalho em um dos pontos mais aquecidos da sua história, esse risco deve se manter muito baixo pelos próximos trimestres, o que por sua vez deve deixar o caminho livre para o Fed **continuar apertando a política monetária sem se preocupar com uma maior desaceleração**. Por outro lado, acreditamos que esse risco seja mais latente no médio prazo, principalmente na segunda metade de 2023 – muito por conta dos efeitos defasados do aperto monetário implementado pelo próprio Fed.

Embora alguns passos atrás do Fed, o ECB foi outro banco central que deixou claro que combater a alta dos preços é a prioridade atual. Diante de um difícil *trade-off* entre atividade e inflação oriundo do conflito na Ucrânia, o ECB optou em sua última reunião por prosseguir com seus planos originais e encurtar o horizonte previsto para finalizar seu programa de compra de ativos (APP). Como corolário, a expectativa da data quanto ao início do processo de alta de juros foi encurtada, e **hoje já se fala em saída das taxas de juros negativas ainda neste ano**. Acreditamos nesse cenário, pois apesar dos choques negativos de confiança e de comprometimento de renda por conta da alta dos preços de energia, a inflação na região encontra-se

nas suas máximas desde a criação da Zona do Euro (Gráfico 2).

Enquanto o mundo desenvolvido está apenas no início do ciclo de alta de juros, o mundo emergente encontra-se, em certa medida, já avançado nesse processo, o que acaba dando suporte às moedas locais. Ademais, o movimento de alta nos preços de *commodities* nos últimos meses também atuam nesse sentido. O gráfico 3 ilustra, assim, uma das principais teses de investimento até o momento em 2022: **países que oferecem um bom carry e/ou são beneficiados por termos de troca favoráveis vêm oferecendo retornos expressivos** em suas moedas (e vice-versa). Há algumas claras exceções como Polônia e Hungria que, apesar do forte ajuste na taxa de juros, apresentaram pior performance dada sua exposição ao risco geopolítico.

Em tempo, gostaríamos de ressaltar que nossas **preocupações com a China vêm aumentando** no último mês, diante da pior onda de COVID-19 enfrentada pelo país desde o início de 2020. Concentrada em Shanghai, um polo comercial e financeiro, a continuidade da política de zero casos vem mantendo vivo o risco de novos choques adversos das cadeias produtivas, que tendem a contrair a atividade local e gerar choques de custo para o mundo todo. Em contrapartida, ressaltamos que outra consequência plausível desse cenário é a compensação dessa queda de PIB via estímulos de infraestrutura por parte do governo, o que por sua vez daria mais suporte a *commodities* relacionadas.

Inflação na Zona do Euro nas máximas desde sua criação

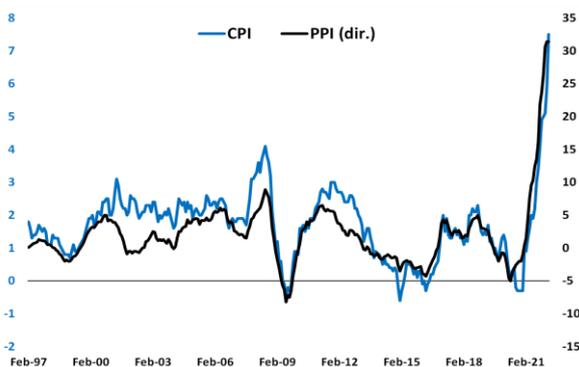


Gráfico 2. Fonte: Eurostat

Relação entre juros, termos de troca e movimentos nas taxas de câmbio (YTD)

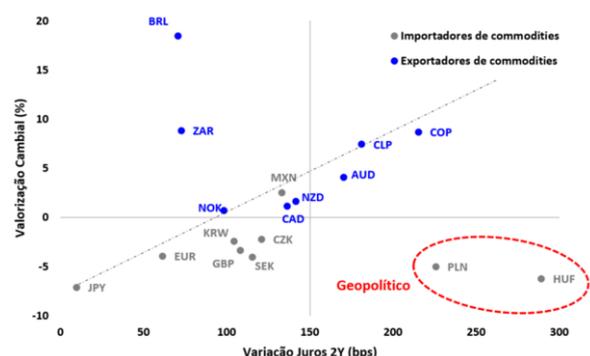


Gráfico 3 Fonte: Bloomberg

Só o Câmbio Salva

- A forte apreciação da taxa de câmbio neste ano tem estado no centro do debate do mercado e deverá ter diversos impactos sobre o cenário prospectivo para a economia brasileira.
- A alta taxa de juros aliada a um também alto preço de *commodities* deverão levar a uma significativa melhora das contas externas, refletindo-se em um forte fluxo cambial à frente, o que mantém o viés baixista da taxa de câmbio.
- Do lado fiscal, devemos ver outro ano de superávit primário (0.6% do PIB), com contribuição positiva dos preços de *commodities* para a arrecadação do setor público, principalmente por conta do petróleo.
- A apreciação do real também deverá aliviar a inflação à frente, em movimento oposto ao que vimos nos últimos anos de forte desvalorização da moeda.
- O BC deverá encerrar o ciclo de ajuste monetário em 12,75% e acreditamos que a melhora das projeções de inflação à frente junto com uma provável desaceleração da atividade no segundo semestre deva reacender o debate sobre cortes na Selic no final de ano.

A forte apreciação da taxa de câmbio tem estado no centro do debate entre os analistas econômicos. Conforme argumentamos na última Carta Mensal, víamos esse movimento primordialmente como resultado do forte aumento do diferencial de juros que se sobrepõe à percepção pessimista do mercado em relação aos riscos fiscais. Na última Carta, exemplificamos um dos canais pelo qual essa nova realidade da taxa de juros aparecia no balanço de pagamentos: o retorno do investimento de brasileiros em portfólio no exterior.

Vale salientar que esse comportamento, essencialmente de pessoas físicas, deve ser refletido também no comportamento das pessoas jurídicas, especialmente as empresas exportadoras que, nos últimos anos, aumentaram seus haveres em moeda estrangeira. **Com a taxa Selic perto de 13%, acreditamos estarmos perto de ver um forte aumento da internalização do câmbio oriundo das receitas de exportação.**

Nesse aspecto, a dinâmica recente da nossa balança comercial aliada à alta dos preços de *commodities*, deve fazer com que tenhamos um saldo comercial ao redor de US\$ 80 bilhões este ano (gráfico 4), sendo que esse montante recorde deverá em sua grande maioria ser internalizado no mercado de câmbio. Dessa maneira, a confluência de uma taxa de juros alta aliada à melhora dos termos de troca deverá resultar em um fluxo cambial expressivo

este ano, ultrapassando uma sobra de US\$ 40 bi no mercado de câmbio doméstico. Esses montantes são comparáveis com o que víamos entre 2006 e 2012, anos de grande apreciação do câmbio real no Brasil (gráfico 5).

Além disso, devemos reconhecer a melhora que os preços de *commodities*, principalmente do petróleo, causam sobre as contas públicas deste ano. Refinando as contas, já antevemos outro ano de superávit primário, que deverá alcançar 0.6% do PIB. Com isso, novamente o mercado deverá se surpreender com uma nova redução de dívida pública em relação ao PIB (77,9%), melhorando a *foto* da situação fiscal (ainda que exista muitas dúvidas sobre o *filme* à frente).

Dessa maneira, em que pese o fato da possibilidade de maior volatilidade dos mercados por conta das



Gráfico 4. Fonte: BCB

eleições em outubro, a sobra de divisas no mercado doméstico de cambio poderá levar o real a testar valores ainda mais apreciados. Com essa dinâmica favorável, devemos reavaliar a trajetória de inflação à frente, bem como da política monetária.

Após vários trimestres nos quais as revisões de inflação têm sido unidirecionais para cima, pela primeira vez em meses revisamos nossa projeção deste e do próximo ano na direção oposta, respectivamente para 7.1% e 3.8%. Essas projeções contemplam uma taxa de câmbio de 4.75. A tabela 1 mostra a sensibilidade de nossas projeções caso vejamos trajetórias de câmbio mais apreciadas. Dessa maneira, poderemos ver o movimento contrário do que vimos nos últimos dois anos, quando a depreciação da taxa de câmbio teve um grande efeito altista na inflação. Dessa vez, o alívio vindo do câmbio poderá facilitar o trabalho do BC em convergir a inflação para a meta. Afinal, não devemos esquecer que a taxa de câmbio é um dos canais clássicos de transmissão da política monetária.

Acreditamos que o BC deva terminar o ciclo de alta de juros em 12,75% na próxima reunião do Copom e, assim, aguardar os efeitos defasados da restrição monetária e da apreciação do real sobre a inflação. Acreditamos que essa nova realidade cambial aliada a uma provável desaceleração da atividade no segundo semestre (efeitos defasados do aperto das condições financeiras) também deva reacender a discussão do mercado em relação a possibilidade de antecipação dos cortes na Selic para o final deste ano.

Fluxo Cambial e Câmbio Real

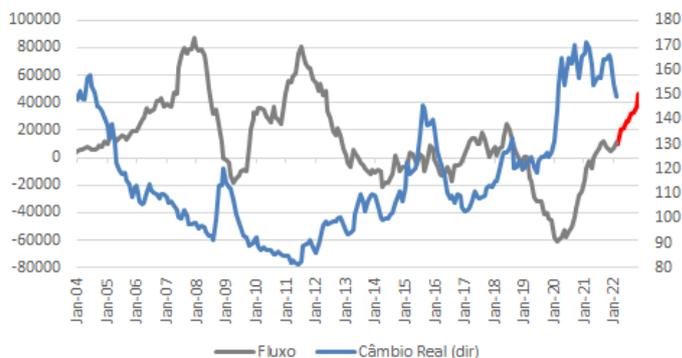


Gráfico 5. Fonte: BCB

Taxa de câmbio e IPCA em 2022 e 2023

		IPCA	
		2022	2023
BRL	5.50	7.50	4.32
	5.10	7.31	4.02
	4.75	7.14	3.75
	4.50	7.01	3.55
	4.00	6.72	3.11

Tabela 1. Fonte: Garde

FUNDOS (%)	MÊS (%)	ANO (%)	12M (%)	24M (%)	36M (%)	48M (%)	60M (%)	PL MÉDIO MENSAL FUNDO (R\$ M)	PL MÉDIO MENSAL ESTRATÉGIA (R\$ M)
D'Artagnan Multimercado	3,99	8,17	12,51	22,24	27,02	28,53	44,95	257	1429
Porthos Alavancado	6,02	12,27	18,84	36,48	-	-	-	400	1004
Vallon Alavancado	5,21	10,44	15,65	-	-	-	-	283	290
Aramis Previdência	1,55	3,38	5,29	11,82	14,51	-	-	32	36
Athos Long Biased	5,20	10,04	7,67	43,75	27,90	-	-	29	32
Pascal Sistemático	2,98	4,84	-	-	-	-	-	14	15

Indicadores (%)	MÊS (%)	ANO (%)	12M (%)	24M (%)	36M (%)	48M (%)	60M (%)
CDI	0,92	2,42	6,41	8,78	14,71	21,98	32,24
Ibovespa	6,06	14,48	2,89	64,34	25,77	40,57	84,66

Rentabilidade até 31/03/2022

Atribuição de Performance – Março/22

