



A MALDIÇÃO DA INFLAÇÃO

GARDE

Junho 2022

Sumário

<u>Respiros Temporários</u>	2
<u>A Maldição da Inflação e Suas Consequências</u>	5
<u>Resultados</u>	8

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.

Respiros Temporários

- As últimas semanas foram marcadas por um debate mais intenso em relação a uma maior probabilidade de recessão na economia americana no curto prazo e, conseqüentemente, quanto à postura do Fed nesse cenário.
- Seguimos com a visão de que a economia norte-americana segue com boas perspectivas para a atividade, mesmo com o aperto das condições financeiras. Essa visão se baseia principalmente em um mercado de trabalho apertado e na elevada poupança das famílias.
- Acreditamos que a persistência da inflação ainda é o tema central para a economia dos EUA e mantemos nosso cenário da continuidade do ajuste monetário por parte do FOMC, indo além das altas de 50 sinalizadas para as próximas duas reuniões.
- Na Zona do Euro, a inflação também segue preocupante e temos visto o ECB dando sinais mais fortes de que irá reagir na condução de sua política monetária.
- Na China, os *policy makers* têm sido cada vez mais vocais quanto à necessidade de se adotar políticas anticíclicas para compensar os efeitos recessivos da sua política de zero casos de Covid.
- Em tempo, o alívio temporário nas notícias de COVID-19 na China e um realinhamento das expectativas de crescimento dos EUA para algo mais próximo do restante do mundo fazem com que, no curto prazo, cresça a possibilidade de um cenário de enfraquecimento do dólar.

O mês de maio foi marcado pelo aumento das preocupações com um cenário recessivo nos EUA, o que interrompeu a sequência de reprecificação altista nas taxas de juros americanas que vimos nos meses anteriores. Essas preocupações foram amparadas por dados mistos sobre a atividade corrente norte-americana, principalmente naqueles relacionados ao setor imobiliário americano, setor sensível à política monetária. Além disso, vimos sinalizações mais pessimistas no *guidance* de algumas empresas em seus relatórios trimestrais, citando problemas de custos e incertezas no horizonte.

Apesar desses sinais negativos na margem, continuamos considerando como precipitadas tais preocupações recessivas no curto prazo. As famílias americanas têm mantido um estoque alto de poupança desde a pandemia e o mercado de trabalho segue extremamente aquecido. Mesmo no que tange o setor imobiliário, vemos ainda um baixo *ratio* entre oferta e demanda de imóveis prontos, de modo que há um *backlog* grande de casas para serem construídas. Além disso, a estrutura atual do mercado de dívida hipotecária americana se concentra muito mais em títulos pré-fixados do que pós-fixados. Portanto, apesar das altas taxas de hipotecas impactarem a entrada de novos

consumidores no mercado (o que é desejável na ótica da política monetária), essas deverão ter baixo impacto sobre a renda e consumo de quem já fez os empréstimos durante os últimos trimestres.

Por outro lado, os descompassos entre oferta e demanda no setor imobiliário devem continuar a pressionar os indicadores de inflação por diversos trimestres, a despeito do esfriamento da demanda marginal. Junta-se a isso a persistência inflacionária no setor de serviços, que deverá continuar pressionando o cenário de inflação. Seguimos com a visão que esse cenário

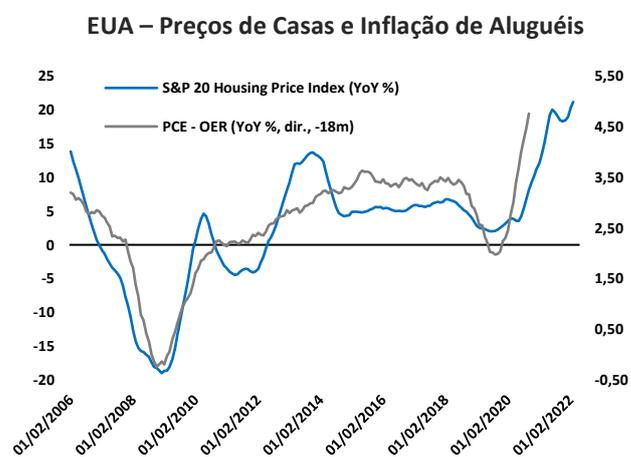


Gráfico 1. Fonte: S&P Case-Shiller, BEA.

mais desafiador deverá fazer com que o FOMC continue seu processo de ajuste monetário após as altas de 50bps sinalizadas para as próximas duas reuniões, levando a taxa de juros para cima do neutro ainda este ano.

Na Zona do Euro, o ECB tem se mostrado mais sensível à nova rodada de surpresas nos indicadores de inflação na região (Gráfico 2). Ainda, vale notar que os dados de atividade têm se mostrado mais resilientes ao choque geopolítico do que o esperado. As últimas manifestações de alguns membros mais *hawkish* do Banco Central Europeu têm deixado a porta aberta para uma possível aceleração no ritmo de ajuste após a primeira alta de 25bps na reunião de julho, o que consideramos que seja possível.

Na China, sem sinais de mudanças na atual política de zero casos de COVID-19, os *policy makers* têm dado sinais de maior preocupação com os efeitos recessivos sobre a economia (Gráfico 3). Desta maneira, temos visto uma intensificação nas políticas anticíclicas que, juntamente com a melhora da evolução do números de casos, devem proporcionar um alívio de curto-prazo ao mercados. Entre as medidas anunciadas, temos vistos estímulos ao setor de infra-estrutura e uma ainda incipiente reversão na política de *housing* no país. Vem chamando atenção também o aparente embate público entre o discurso de Presidente Xi Jinping e de outras autoridades chinesas, principalmente o Premier Liu He, que vem adotando tom cada vez mais alarmista quanto à economia chinesa e pode sinalizar uma instabilidade política à frente.

Acreditamos que, apesar do alívio de curto-prazo, essa política de zero casos na China é o principal risco para o cenário internacional, podendo tanto ser uma nova fonte inflacionária, via cadeias de produção, como também fonte de novas revisões baixistas para a atividade chinesa, com efeitos negativos sobre economias emergentes.

Em tempo, o alívio na China e revisões baixistas para o crescimento norte-americano (mas não recessivo) apontam para uma maior possibilidade no curto prazo de enfraquecimento do dólar no cenário global.

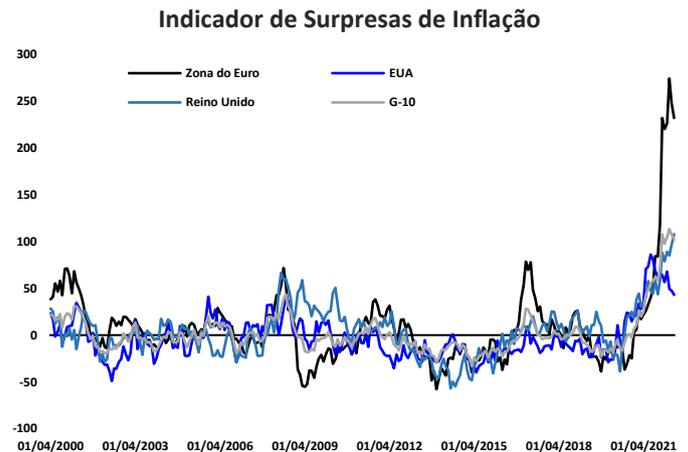


Gráfico 2. Fonte: Citibank.

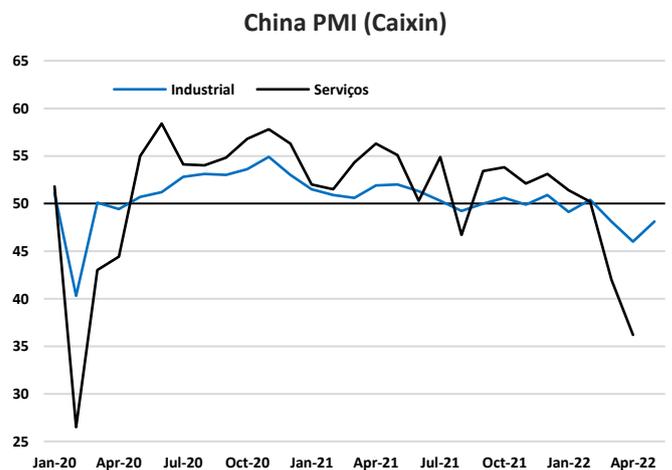


Gráfico 3. Fonte: Caixin.

A Maldição da Inflação e Suas Consequências

- O cenário de inflação no Brasil seguiu mostrando forte deterioração na margem e deverá fazer com que o Banco Central estenda o ciclo de aperto monetário.
- A inflação tem despertado também riscos fiscais mais latentes vindos da classe política, com diversas medidas sendo aventadas para evitar reajustes de alguns preços chave da economia. Ainda que os resultados fiscais de curto-prazo sigam positivos, devemos monitorar os possíveis impactos das medidas ventiladas.
- A atividade econômica também tem surpreendido positivamente e ajustamos nossa projeção de crescimento do PIB de 0,7% para 1,3%. Ainda assim, mantemos nossa projeção abaixo do mercado, por conta dos prováveis efeitos contracionistas do aperto adicional das condições financeiras sobre a atividade do segundo semestre.
- Na nossa opinião, a taxa de câmbio segue sendo o canal de transmissão de política monetária mais efetivo para absorver os choques inflacionários globais.

As últimas divulgações de inflação mostraram um cenário pior do que o esperado, com a continuidade do processo de disseminação das pressões inflacionárias (Gráfico 5). Além das já conhecidas altas de preços vindas de combustíveis, alimentação e bens industriais, temos visto uma aceleração da inflação de serviços, compondo a mais que perfeita tempestade inflacionária. Vale notar que revisamos nossa projeção de inflação para 9% este ano e para 5% em 2023 (Gráfico 6).

Chama a atenção que a intensificação da piora do cenário de inflação ocorre mesmo após um grande ajuste monetário que vem sendo implementado desde março de 2021, acumulando um ajuste total de 1075 pontos até o momento. Em que pese as defasagens da política monetária, a verdade é que a atividade econômica tem sido mais resiliente, assim como as pressões inflacionárias globais também têm surpreendido fortemente para cima. Por fim, o processo de reabertura da economia pós-pandemia e um mercado de trabalho também mais forte que o esperado têm contribuído para um processo de recomposição mais forte nos preços de serviços, que ainda carregam uma inércia maior.

Temos salientado nas últimas *Cartas* que parte desse cenário inflacionário global beneficia nossa economia pela alta dos preços de *commodities*. Esses efeitos ocorrem tanto no lado fiscal – aumento de receitas e repetição de um superávit primário neste ano – como no setor

externo – superávit comercial que deverá dobrar, resultando em superávit em transações correntes este ano. **No entanto, a “maldição da inflação” traz riscos não desprezíveis para o cenário.**

Do lado monetário, as características da inflação – parte importada e parte reabertura – dificulta o trabalho do Banco Central, que deverá prolongar o processo de ajuste monetário (agora projetamos Selic final de 13,75%) e contratar uma desaceleração econômica ainda mais forte à frente. Neste sentido, reconhecemos as surpresas positivas nos dados correntes de atividade e revisamos para cima nosso PIB projetado para 1,3% este ano. Ainda assim, seguimos com uma projeção abaixo do mercado, considerando uma desaceleração mais

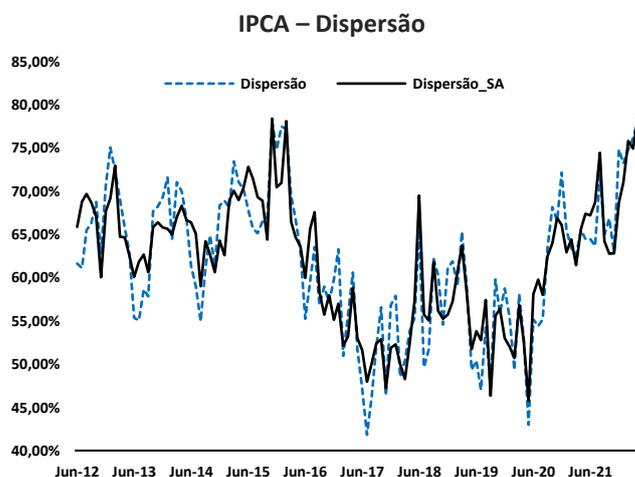


Gráfico 4. Fonte: IBGE.

pronunciada no segundo semestre, dado o aperto adicional das condições financeiras. Na mesma direção, para 2023, esperamos que o PIB apresente uma pequena contração de 0,2%.

Outro risco que tem chamado a atenção e tem sido mais latente no curto prazo é a tentação populista de controle de preços vindo da classe política. Do lado do governo, a questão de combustíveis segue sendo muito importante para sua popularidade, o que tem mantido a pressão sobre a política de preços da Petrobras. Além disso, mesmo com um cenário melhor de atividade, a inflação parece estar impedindo um avanço adicional da melhora da avaliação do presidente.

Do lado legislativo, temos vistos que o Congresso tem ganhado gosto pela tentativa de mitigar os reajustes de combustíveis, energia elétrica e, de forma embrionária, dos planos de saúde. **Consideramos, por ora, que essa postura mais intervencionista da classe política seja um dos principais riscos de curto prazo que podem impactar os preços de ativos brasileiros.**

Nossa opinião segue sendo que o canal do câmbio para a transmissão da política monetária deve ser o mais efetivo para absorver os choques inflacionários globais. Neste sentido, a janela de um dólar mais fraco globalmente poderá ajudar o árduo trabalho do Banco Central para evitar uma desancoragem adicional das expectativas para a inflação de 2023, bem como amenizar os riscos de “canetadas”. Esses riscos devem ser monitorados, assim como os riscos advindos da intensificação das preocupações eleitorais, dado que o candidato que lidera as pesquisas tem dado sinais preocupantes em termos de agenda econômica, principalmente do lado fiscal e relacionada à governança das empresas estatais.

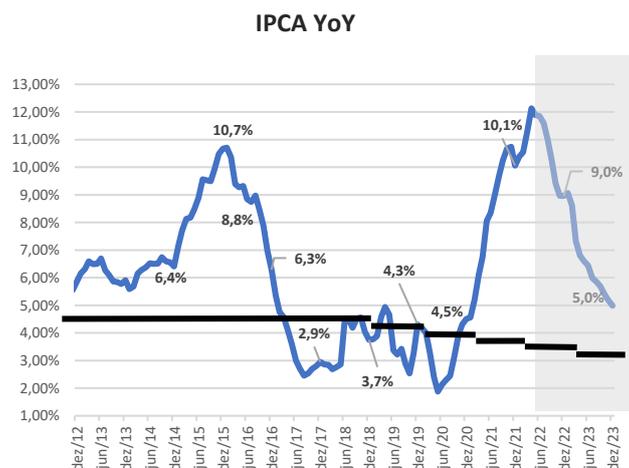


Gráfico 5. Fonte: IBGE.

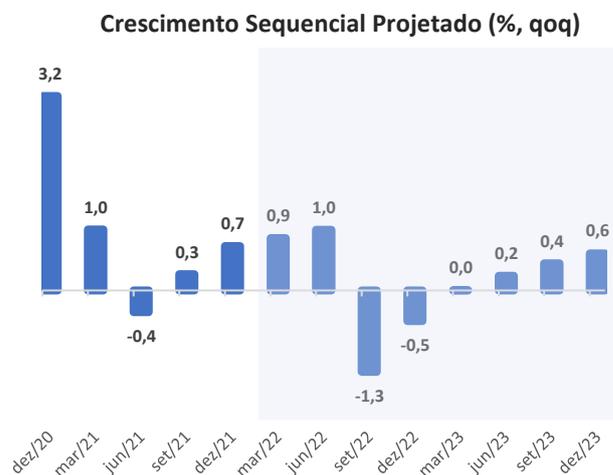
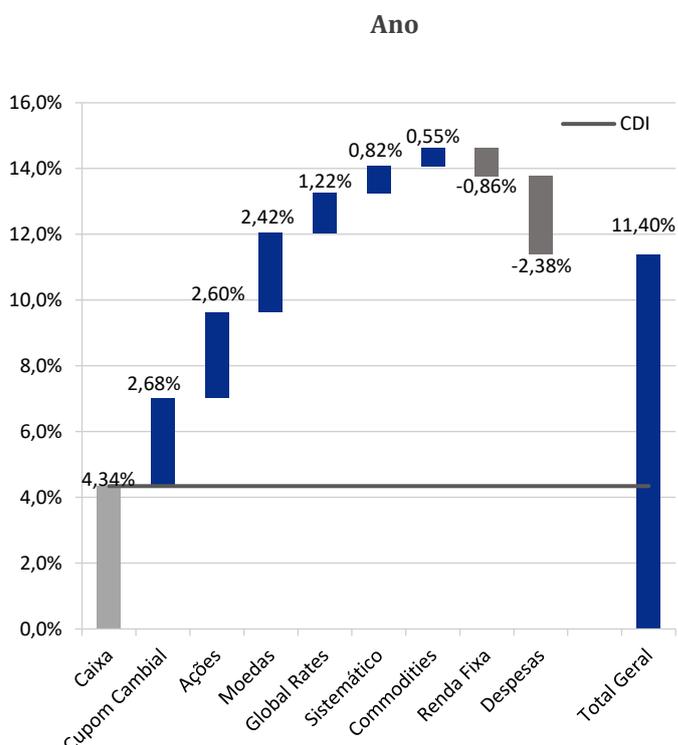
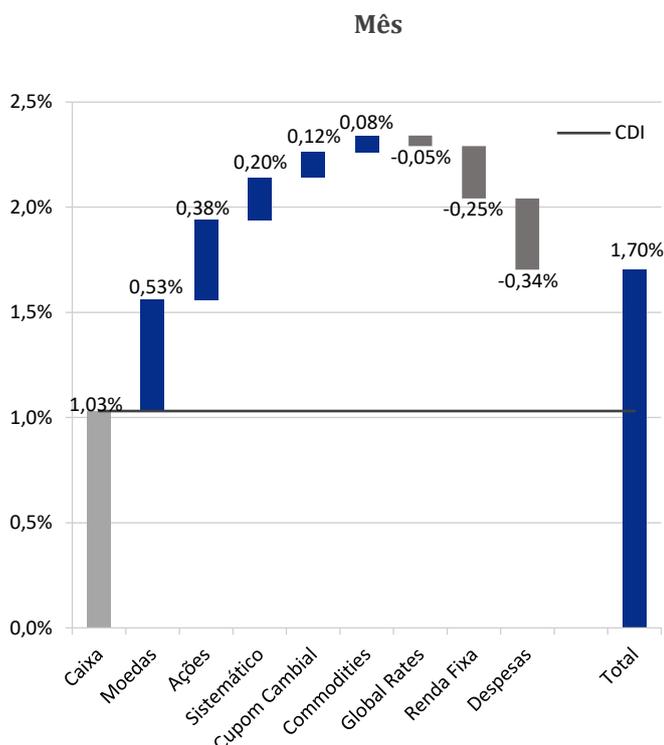


Gráfico 6. Fonte: IBGE.

Atribuição de Performance - Maio/22

D'Artagnan



Rentabilidades - Maio/22

FUNDOS (%)	MÊS (%)	ANO (%)	12M (%)	24M (%)	36M (%)	48M (%)	60M (%)	PL MÉDIO MENSAL FUNDO (R\$ M)	PL MÉDIO MENSAL ESTRATÉGIA (R\$ M)
D'Artagnan Multimercado	1,70	11,40	13,29	22,22	29,84	37,49	46,64	261	1454
Porthos Alavancado	2,07	16,71	18,42	33,75	-	-	-	412	1042
Vallon Alavancado	1,94	14,39	16,17	-	-	-	-	291	298
Athos Long Biased	0,38	10,65	1,39	19,04	29,31	-	-	28	32
Pascal Sistemático	2,06	6,71	-	-	-	-	-	15	15
Aramis Previdência	1,30	5,25	4,93	11,85	15,29	-	-	32	34
Indicadores (%)	MÊS (%)	ANO (%)	12M (%)	24M (%)	36M (%)	48M (%)	60M (%)		
CDI	1,03	4,34	7,89	10,24	15,63	22,99	32,44		
Ibovespa	3,22	6,23	-11,78	27,40	14,76	45,08	77,56		

Rentabilidade até 31/05/2022