



O QUE AS PESQUISAS NÃO VEEM

GARDE

Outubro 2022

Sumário

Efeitos Colaterais	2
O que as pesquisa não veem, as urnas sentem	4
Resultados	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 Resolução CVM nº 21, de 21 de fevereiro de 2021, não realizando, portanto, a distribuição de qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste documento 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 documento 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 documento 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 documento. 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 presentes neste documento, no website do administrador fiduciário (<https://www.intrag.com.br>), ou, ainda, na CVM (https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg). 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 documento. O conteúdo deste documento 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.

Efeitos Colaterais

- Após a inflação voltar a acelerar em agosto, o Fed implementou sua terceira alta consecutiva de 0,75pp na taxa base de juros, sinalizando uma taxa terminal de 4,5% em 2023.
- Apesar de concordarmos com a visão do Fed para a trajetória da taxa de juros, discordamos de suas projeções de crescimento e inflação. Entendemos que a quebra da dinâmica inflacionária atual ocorrerá somente mediante uma recessão mais profunda.
- A magnitude e velocidade das altas de juros ao redor do mundo geram uma série de externalidades que devem ser levadas em conta. Nesse sentido, o caso do pacote fiscal proposto no Reino Unido e a consequente reação dos mercados foi emblemática.
- Outro efeito colateral é a força do dólar americano, que acaba dificultando a missão de outros bancos centrais no combate à inflação. Consequentemente, vimos uma série de intervenções nos mercados de moedas nos últimos meses.
- Acreditamos que tais efeitos e o ambiente de aversão ao risco permanecerão enquanto a inflação não der sinais mais sólidos de arrefecimento, quando então poderíamos finalmente vislumbrar o fim dos ciclos de aperto monetário.

A persistência de surpresas inflacionárias (Gráfico 1) manteve os bancos centrais firmes no processo de aperto monetário, mesmo diante do aumento de riscos recessivos. O Fed, por exemplo, não apenas entregou a terceira alta consecutiva de 0,75pp como sinalizou em suas projeções algo entre 1pp e 1,25pp de alta adicional até o fim do ano, bem como uma taxa terminal em torno dos 4,5% em 2023. De fato, após a inflação voltar a acelerar em agosto, bem como o mercado de trabalho ainda mostrar poucos sinais de deterioração, acreditamos que essas projeções para os juros estão alinhadas com o que entendemos ser necessário para entregar a inflação mais próxima à meta.

Entretanto, discordamos das projeções do Fed para o crescimento e mercado de trabalho. Estas ainda parecem apontar para um caminho de “*pouso suave*”, em linha com o discurso de Powell e da maioria dos outros membros. Momentos de dinâmica inflacionária semelhantes à atual, com pressões salariais exacerbadas e elevada difusão na alta de preços, sempre foram seguidas de recessões (Gráfico 2). Após uma série de estímulos monetários e fiscais feitos para combater os efeitos perversos da pandemia sobre a atividade econômica, acreditamos que essa vez não será diferente dos episódios passados e antevemos, portanto, uma

desaceleração global mais acentuada nos próximos trimestres.

É importante ter em mente que o nível e velocidade do aumento das taxas de juros podem gerar “efeitos colaterais” não desprezíveis na economia global. Tais efeitos podem ainda ser exacerbados quando defrontados com choques de outras fontes. A reação do mercado ao anúncio de um grande pacote de estímulos fiscais no Reino Unido há algumas semanas é um exemplo disso (Gráfico 3) e serve como alerta à volatilidade que estaremos sujeitos durante o processo (ao nosso ver, necessário) de redução de liquidez. Ademais, também serve de alerta aos governos de que o

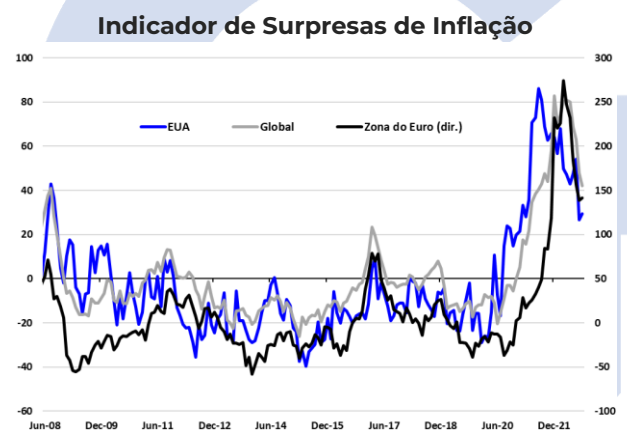


Gráfico 1. Fonte: Citibank.

apetite para o financiamento dos déficits tem limite. Isso vem sendo testado cotidianamente por uma série de pacotes fiscais, que visam proteger o consumidor da alta dos preços de energia.

Outro efeito colateral da alta de juros nos EUA é a manutenção da força do dólar (Figura 4). O aperto das condições financeiras capitaneado pelo Fed é um importante vetor a favor da moeda americana e, por construção, uma força desfavorável a outras moedas, cuja desvalorização dificulta a missão dos bancos centrais no combate à inflação. Tudo mais constante, além de taxas de juros mais altas serem necessárias para defender as paridades das moedas, já identificamos uma série de intervenções cambiais realizadas por diversas autoridades monetárias (sejam elas verbais, regulatórias ou via venda de reservas).

Em especial, países asiáticos usaram desse mecanismo, com destaque para o Japão, que vendeu dólares no mercado de câmbio pela primeira vez em décadas para contrabalancear a depreciação do iene. Em tempo, embora tenha aumentado a especulação acerca de uma intervenção coordenada para conter a força do dólar, não tomamos isso como cenário-base. Em nosso entendimento, isso não seria do interesse do Fed, que ainda está imbuído no combate à inflação doméstica.

Acreditamos que tais efeitos colaterais (em geral, perversos aos ativos de risco) continuarão enquanto o Fed se vir pressionado a apertar as condições financeiras. Nesse sentido, ainda acreditamos que haverá uma desinflação de bens até o fim do ano, que, quando acontecer, permitirá vislumbrar o fim do ciclo de aperto monetário e, por sua vez, a melhora no ambiente de risco. Apesar disso, os dados precisam confirmar essa tese. No curto-prazo, mantemos, portanto, a visão de um panorama pessimista. Por fim, também reconhecemos que riscos relativos a disfuncionalidades nos mercados financeiros globais demandam um grau elevado de atenção e monitoramento, já que sua evolução pode vir a ser um importante fator interveniente na decisão dos bancos centrais nessa fase do ciclo.

Dinâmica inflacionária e recessões

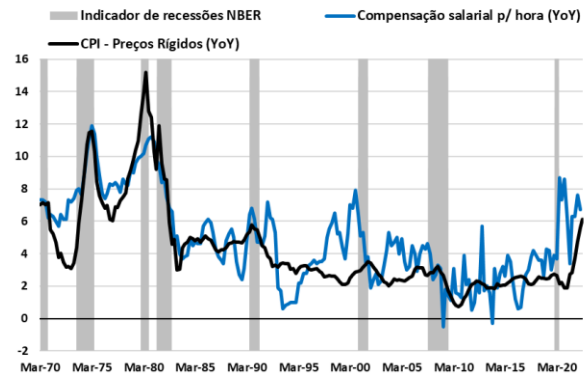


Gráfico 2. Fonte: BLS, Atlanta Fed, NBER.

Ativos britânicos e pacote fiscal

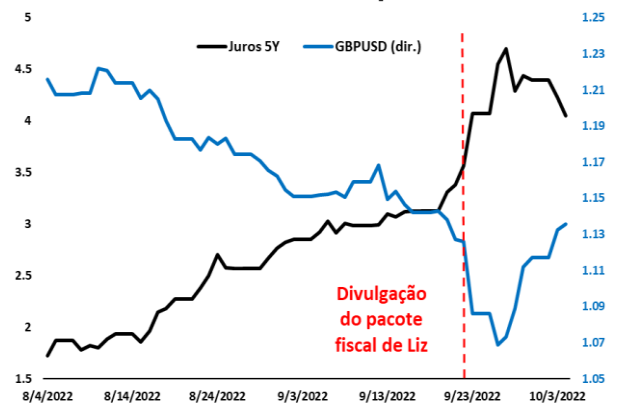


Gráfico 3. Fonte: Bloomberg.

Dólar americano (trade-weighted)

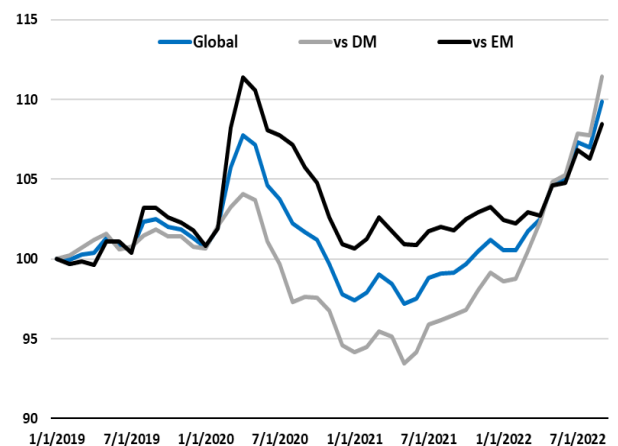


Gráfico 4. Fonte: Bloomberg.

O que as pesquisas não veem, as urnas sentem

- Eleições mostraram uma grande força do bolsonarismo pelo país, o que não foi capturado pelas pesquisas eleitorais tradicionais.
- Na disputa presidencial, a diferença entre Lula e Bolsonaro foi menor que a antecipada, indicando, finalmente, uma eleição em 2º turno mais apertada.
- Nos estados, o partido do presidente (PL) e nomes ligados ao bolsonarismo (ex-ministros, por exemplo) tiveram votações expressivas, consolidando uma bancada mais alinhada à direita no Congresso Nacional.
- Essas surpresas nos resultados eleitorais têm consequências para o cenário à frente, tanto no curto como no médio prazo.
- No curto-prazo, os resultados da eleição presidencial alteram as probabilidades percebidas pelo mercado para a reeleição de Bolsonaro, mas também poderão impactar a direção das campanhas presidenciais nesta reta final.
- No médio-prazo, a consolidação da direita no Congresso deverá impor limites para retrocessos da agenda econômica num eventual governo Lula, além de revelar que a sociedade brasileira não sancionará completamente uma agenda de esquerda.

As eleições do dia 2 de outubro surpreenderam pela grande onda bolsonarista expressa nos resultados, o que não havia sido antecipado pelas pesquisas eleitorais. Essas surpresas ocorreram na eleição para presidente e, ainda mais surpreendente, de maneira importante nas eleições estaduais.

Na corrida presidencial, a diferença entre Lula e Bolsonaro foi significativamente menor que o antecipado pelas pesquisas tradicionais (Gráfico 5). Vale notar que maior parte do erro veio da subestimação dos votos para o atual presidente, indicando a dificuldade das pesquisas em capturarem seu real apoio. Conforme expomos em Cartas passadas, nosso cenário era de estreitamento entre Lula e Bolsonaro pela dinâmica favorável da economia brasileira, mas chamava a atenção que as intenções de voto nas semanas anteriores à eleição não refletiam o movimento esperado. No entanto, não era nosso *call* que estava errado, mas sim as pesquisas, o que deve ser levado em conta ao avaliar as perspectivas para o segundo turno da eleição.

Ainda mais surpreendente foi a força de diversos candidatos ligados ao atual governo e ao

presidente Bolsonaro. Seus aliados e, principalmente, seu partido foram os principais beneficiados. Como referência, o PL, partido do presidente, sairá de uma bancada de 7 para 14 senadores, formando a maior bancada da nova legislatura. Na Câmara dos Deputados, o PL sairá de 76 deputados para 99, também perfazendo a maior bancada da câmara baixa. Dessa maneira, houve uma consolidação de um Congresso mais alinhado à direita (Gráfico 6 e 7).

Esses resultados são de extrema relevância pois têm consequências importantes para nosso cenário no curto e médio prazos.

No curto-prazo, existe uma reavaliação das probabilidades percebidas para a eleição de ambos os candidatos. Em Cartas passadas, argumentamos que víamos uma grande discrepância nas duas agendas econômicas propostas. Portanto, ao aumentar as chances de reeleição, os ativos domésticos deveriam se valorizar (o que de fato ocorreu no dia seguinte à eleição). Não obstante, deve-se notar que o desafio para a vitória de Bolsonaro não é

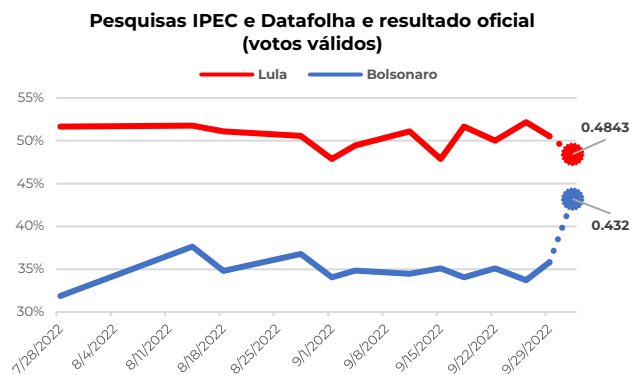
CENÁRIO DOMÉSTICO

pequeno (ainda que não seja impossível), e consiste em não apenas capturar maior parcela dos votos dos outros candidatos como também avançar sobre parte do eleitorado de Lula.

Outro fator que devemos ponderar é qual o provável comportamento das campanhas para o segundo turno. De um lado, a campanha de Bolsonaro deverá reconhecer que a força da economia foi preponderante para seu resultado positivo nas urnas, diagnóstico que compartilhamos. Por outro lado, e de olho no eleitorado do Sudeste que Bolsonaro “perdeu” em comparação com a eleição de 2018, a campanha do presidente deverá focar nos avanços econômicos de seu governo, antagonizando com a agenda mais populista de seu adversário. É possível que este movimento de Bolsonaro constranja a campanha de Lula para que esta migre ao centro, uma possibilidade que será testada nas próximas semanas. Esse movimento poderia corroborar a percepção mais complacente do mercado com o cenário de um eventual governo Lula, percepção esta que já estava presente no mercado mesmo com a não moderação do discurso do ex-presidente.

No médio prazo, os resultados também dão sinais importantes. O primeiro deles é que não existe uma onda de esquerda no país. Pelo contrário, o que assistimos nas eleições foi a consolidação de um Congresso mais à direita. Ainda que este novo Congresso não seja garantia de que uma agenda liberal siga existindo no país, poderá atuar na direção de evitar retrocessos que estão presentes no discurso da campanha petista. Vale reforçar que o recado das urnas é no sentido de aderência à agenda que elegeu Bolsonaro em 2018 e, em tese, na direção contrária a aventuras heterodoxas.

Em suma, ainda que os resultados vistos nas eleições não sejam garantia, *per se*, de que não possamos ter cenários mais desafiadores à frente, o fato objetivo é que as probabilidades de cenários ou mais favoráveis ou com *downside* muito mais limitados ganharam força, o que poderá se refletir na dinâmica dos mercados domésticos à frente.



Fonte: Datafolha, IPEC e TSE

Nova Composição Senado (2023)

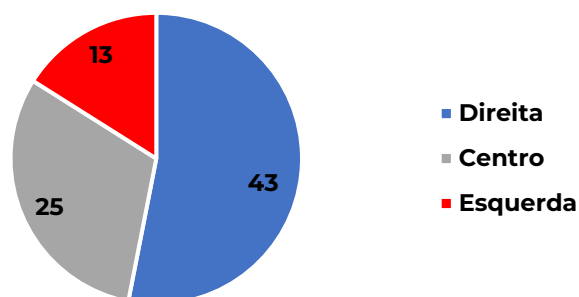


Gráfico 6. Fonte: TSE

Nova Composição Câmara (2023)

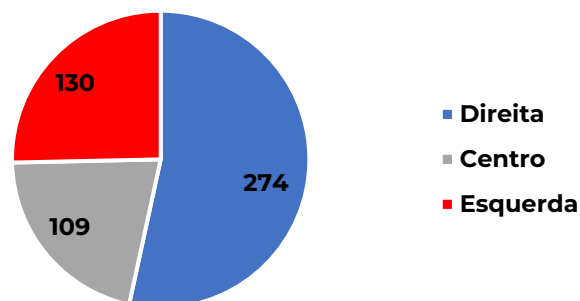
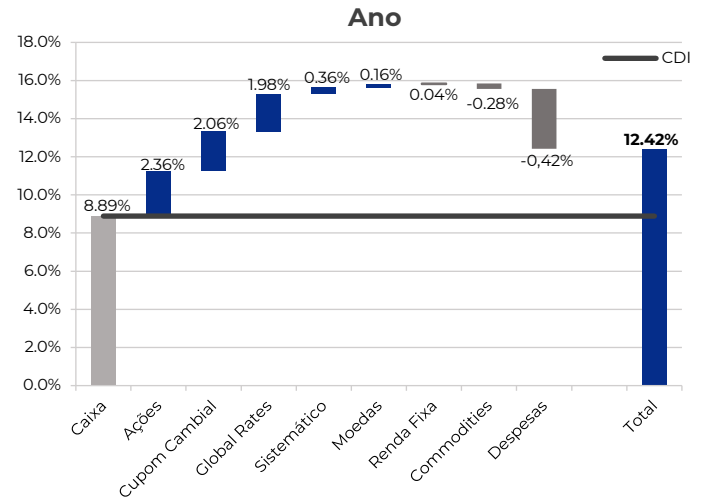
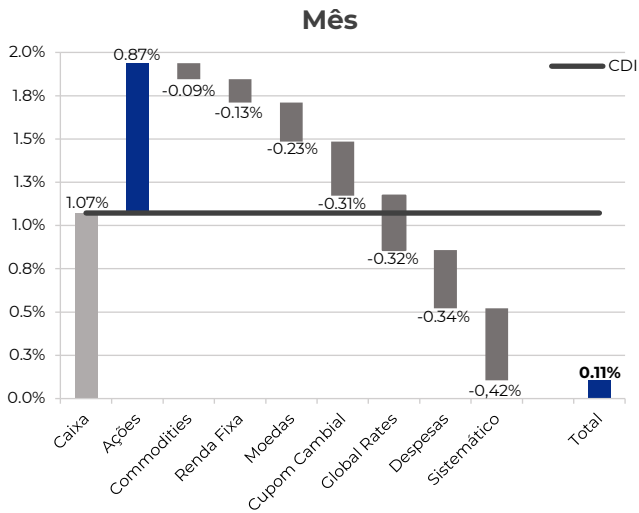


Gráfico 7. Fonte: TSE

Atribuição de Performance | Set.22

D'Artagnan



Rentabilidades | Set.22

FUNDOS	MÊS	ANO	12M	24M	36M	48M	60M	DESDE INÍCIO	PL MÉDIO FUNDO	MENSAL (R\$ MM) ESTRATÉGIA
PORTHOS FIC	-0.16%	16.95%	20.78%	33.28%	-	-	-	30.88%	409.1	970.5
VALLON FIC	-0.07%	14.87%	17.95%	27.43%	-	-	-	19.53%	296.4	1,131.5
D'ARTAGNAN	0.11%	12.42%	14.82%	21.78%	26.25%	37.15%	38.53%	158.90%	247.0	1,430.6
ATHOS	2.57%	12.10%	12.31%	14.54%	19.36%	-	-	41.01%	31.1	31.1
PASCAL	-1.81%	8.10%	16.55%	-	-	-	-	15.31%	19.0	19.0
ARAMIS	0.87%	8.47%	10.06%	13.32%	13.96%	23.49%	-	24.93%	23.7	26.3
PARIS	Fundo com menos de 6 meses									
CDI	1.07%	8.89%	10.90%	14.21%	18.28%	25.70%	34.07%			
IBOVESPA	0.47%	4.97%	-0.85%	16.31%	5.05%	38.69%	48.11%			

CNPJ

DATA INÍCIO

Porthos FIC	35.491.437/0001-50	02/03/2020
Vallon FIC	37.828.294/0001-54	31/07/2020
D'Artagnan	19.212.817/0001-51	06/12/2013
Athos	30.995.018/0001-31	26/12/2018
Pascal	41.969.176/0001-33	01/09/2021
Aramis	29.852.665/0001-05	08/08/2018
Paris	41.867.393/0001-12	04/05/2022



[Instagram | @gardeasset](#)

Rentabilidades do mês, resumo das estratégias, visão de mercado, entrevistas.



[Spotify | Garde](#)

Podcasts com atribuição e performance e entrevistas com convidados.



[Youtube | Canal Garde Asset Management](#)

Webinar mensal com economista chefe Daniel Weeks e CIO Carlos Calabresi



[LinkedIn | Garde Asset Management](#)

Artigos e matérias com assuntos relacionados as nossas estratégias e relevante para os investidores.



[Site | garde.com.br](#)

Carta Mensal, Rentabilidade, Materiais de divulgação

ENTRE PARA O NOSSO CANAL DO TELEGRAM:

