



CAMINHO A PERCORRER

GARDE

Novembro 2022

Sumário

Uma nova fase do ciclo monetário	2
O destino depende do caminho a ser escolhido	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 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.

Uma nova fase do ciclo monetário

- Após uma fase marcada por aumentos grandes e rápidos nas taxas de juros, espera-se que os bancos centrais embarquem em um novo momento do ciclo, marcado por altas mais comedidas.
- Apesar de mais cautela, isso não necessariamente significa mais leniência com a inflação. Acreditamos que tal postura é justificável por refletir o alto grau de incerteza e a realidade de que a política monetária atua com uma certa defasagem sobre a economia real.
- Ainda assim, acreditamos que tal dinâmica será determinante para o comportamento dos ativos, visto que, apesar de certo sincronismo entre as economias, existem idiosincrasias importantes quanto à postura geral das autoridades monetárias e o momento em que se encontram.
- Em tempo, a recondução de Xi Jinping ao posto mais importante do cenário político local sacramentou sua força dentro do partido e traz importantes consequências tanto no curto quanto no médio prazo.

DECISÕES DE JUROS DOS BANCOS CENTRAIS LOCAIS POR REUNIÃO (PONTOS PERCENTUAIS)

	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22
DM												
EUA		0	0.25 ↑		0.5 ↑	0.75 ↑	0.75		0.75		0.75	0.5 ↓
Canadá	0		0.25 ↑	0.5 ↑		0.5	1 ↑		0.75	0.5 ↓		0.5
Zona do Euro		0	0	0		0	0.5 ↑		0.75 ↑	0.75		0.75
Reino Unido		0.25	0.25		0.25	0.25		0.5 ↑	0.5		0.75 ↑	0.5 ↓
Noruega	0		0.25		0.25	0.5 ↑		0.5	0.5		0.25 ↓	0.25
Austrália		0	0	0	0.25 ↑	0.5 ↑	0.5	0.5	0.5	0.25 ↓	0.25	0.25
Nova Zelândia		0.25		0.5 ↑	0.5		0.5	0.5		0.5	0.5	
EM												
Brasil		1.5	1 ↓		1	0.5 ↓		0.5	0 ↓	0		0
Chile	1.5		1.5		1.25 ↓	0.75 ↓	0.75		1 ↑	0.5 ↓		0
México		0.5	0.5		0.5	0.75 ↑		0.75	0.75		0.75	0.5 ↓
África do Sul	0.25		0.25		0.5 ↑		0.75 ↑		0.75		0.75	
Coreia do Sul	0.25	0 ↓		0.25 ↑	0.25		0.5 ↑	0.25 ↓		0.5 ↑	0.25 ↓	

= projeção

↑ = acelerou o *pace* em relação à reunião anterior

↓ = diminuiu o *pace* em relação à reunião anterior

Figura 1. Fonte: Bancos Centrais. Elaboração Garde

O período vivido entre o fim do ano passado e o presente momento foi marcado por um dos ciclos globais de aperto monetário mais intensos da história. Após quase dois anos de estímulos (inclusive fiscais) que resultaram em níveis galopantes de inflação em diversas economias, os bancos centrais agiram para elevar rapidamente as taxas de juros para patamares mais restritivos. Acreditamos que, daqui para frente, esse ciclo de aperto entrará num segundo momento, marcado por mais cautela na condução da política monetária.

Em que pese algumas divergências pontuais, a argumentação gira em torno da mesma tese: a de que o efeito da política monetária sobre a economia real atua com uma certa defasagem, e que, ainda mais num ambiente com um alto grau de incerteza como o atual, os ganhos das

múltiplas altas que vimos até aqui ainda teriam de ser sentidos em sua potência máxima. De fato, é possível observar essa tese já efetivada em algumas decisões, como é o caso do Canadá, da Austrália e Noruega, no mundo desenvolvido, e já há mais tempo em uma série de outros BCs emergentes (Figura 1).

É uma argumentação razoável e achamos muito importante ter em mente que mais cautela não necessariamente implica em leniência: a batalha contra a inflação está longe de estar vencida. Entretanto, no atual ponto do ciclo, acreditamos que, se necessárias, novas medidas mais *hawkish* tenderão a ser tomadas via uma taxa terminal mais alta (e, conseqüentemente, extensão do ciclo) e não via reaceleração do ritmo de altas.

Mesmo BCs que ainda não efetivamente embarcaram em altas menores já vem sinalizando que estão próximos desse momento. É o caso do próprio *Fed*, que em sua última reunião foi bem-sucedido em sinalizar uma desaceleração vindoura do atual ritmo de 0,75pp de aumento sem provocar um afrouxamento das condições financeiras, ao focar seu discurso justamente na ideia de que a taxa terminal deve ser ainda mais alta do que o indicado no *FOMC* de setembro - ideia claramente incorporada nos preços de mercado (Gráfico 1). Vale ressaltar, entretanto, que tal desaceleração deve primeiramente ser permitida pelos dados – até o próximo *FOMC*, teremos 2 conjuntos importantes de dados de inflação, que segue altamente pressionada, bem como outros dados de mercado de trabalho.

O ECB (Banco Central Europeu) também deixou em aberto essa possibilidade em sua última reunião (após também subir sua taxa em 0,75pp), reconhecendo no comunicado que a “magnitude do aperto já realizado até aqui” seria levada em conta para as próximas decisões. Entretanto, vemos a economia da Zona do Euro num ponto mais atrasado do ciclo quando comparado a outras economias (inclusive o próprio EUA) e acreditamos que Lagarde terá mais dificuldade em emplacar essa desaceleração no curto prazo. Tal cenário é amparado pela resiliência dos dados de atividade nos últimos meses (Gráfico 2), pelo ativismo fiscal empenhado nos últimos meses para contornar a crise dos preços de energia e, obviamente, pelo nível e disseminação da inflação no bloco, que há tempos deixou de ser um problema puramente de componentes não-*core*.

Assim, cremos que essa dinâmica dos bancos centrais será determinante para os mercados nos próximos meses, principalmente em moedas e juros. Em especial, a postura do Fed será de suma importância, uma vez que uma certeza maior quanto ao fim do ciclo poderá trazer um alívio para ativos de risco. Entretanto, acreditamos não estar nessa página ainda.

Em paralelo a esse tema, achamos relevante também mencionar um importante evento ocorrido em outubro na China: a conclusão da vigésima Convenção Nacional do Partido

Taxa de Juros Terminal - EUA (precificação de mercado)



Gráfico 1. Fonte: Morgan Stanley.

Zona do Euro – Crescimento do PIB (trimestral)

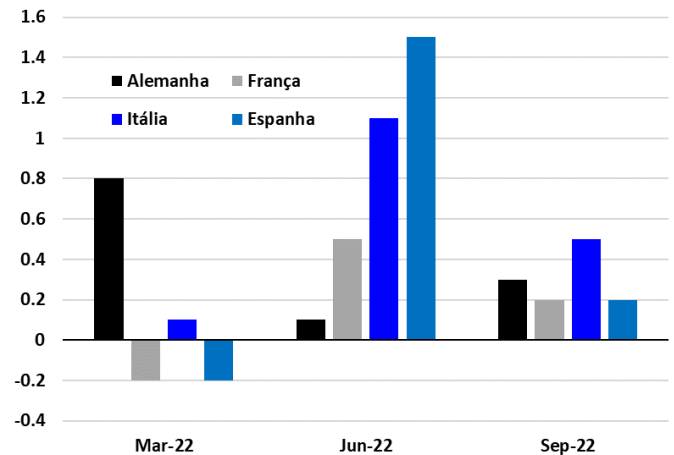


Gráfico 2. Fonte: Institutos Nacionais.

Comunista Chinês. Ao emplacar sua segunda reeleição (por ora), bem como uma série de políticos do seu círculo próximo em cargos importantes, Xi Jinping deixou claro o seu grau de influência no cenário político local.

Disso decorrem importantes consequências tanto no curto quanto no médio prazo, como a manutenção por mais tempo das atuais políticas que vem impactando negativamente a atividade; um maior papel do Estado em detrimento do setor privado nos diversos setores da economia; e até mesmo uma tendência de afastamento cada vez maior do ocidente, com riscos geopolíticos perenes e crescentes (como é o caso de Taiwan). Em suma, sua reeleição com o grau de poder explícito nas mãos de uma pessoa vai em linha com nosso cenário estrutural *bearish* para o país.

O destino depende do caminho a ser escolhido

- Na eleição mais apertada desde a redemocratização, Lula foi eleito presidente. Apesar da eliminação da incerteza sobre a eleição em si, antevemos muitas outras à frente.
- Devemos nos atentar a 3 principais eventos daqui em diante: a definição da equipe econômica, o tamanho do *waiver* para gastos além do teto em 2023 e, por fim, a definição do novo arcabouço fiscal que deverá substituir o teto de gastos.
- A despeito das incertezas, acreditamos que no curto-prazo a economia brasileira segue bem posicionada em termos de fundamentos, o que poderá manter a boa dinâmica dos ativos brasileiros, a depender das escolhas do novo presidente.
- Essas escolhas deverão ser formatadas pelo ambiente político que deverá cercar o novo governo. Apesar de ter elegido o presidente na esteira da rejeição pessoal de Bolsonaro, a esquerda e sua agenda econômica segue sendo minoria, seja dentre a própria coalizão formada junto a partidos de centro que apoiaram Lula, seja na composição do Congresso e governos estaduais eleitos.

O ex-presidente Lula confirmou seu favoritismo e foi reeleito pela terceira vez presidente do Brasil, em disputa acirrada com o atual presidente Bolsonaro. Ainda que a pequena margem de vantagem (1,8%) reflita o grande grau de incerteza que envolveu o processo eleitoral, acreditamos que ainda devemos nos deparar com 3 principais eventos que manterão a incerteza elevada à frente na definição do novo governo.

Primeiramente, vale dizer que não trabalhamos com acidentes mais graves no processo de transição de poder e acreditamos que as manifestações do lado bolsonarista, ainda que significativas, nada mais são que ruídos de curto-prazo. Ainda assim, vale dizer que essa mobilização popular, o resultado apertado das urnas, assim como a eleição majoritária de candidatos de centro-direita para a Câmara, Senado e governos estaduais, mostram por si só uma limitação a políticas econômicas que possam representar um grande retrocesso à agenda de avanços econômicos de reformas que tivemos nos últimos 6 anos. Além do mais, o petista foi eleito com uma aliança mais abrangente ao centro, com figuras políticas que não compartilham as ideias da esquerda para a economia. Sendo assim, apesar de ter elegido o

presidente, a esquerda e suas ideias econômicas seguem sendo minoria.

Vale dizer que tivemos diversos encontros com investidores estrangeiros nas reuniões do FMI em Washington DC em outubro, em que foi revelada uma visão extremamente construtiva da economia brasileira, em termos estruturais – à luz das reformas dos últimos anos e posicionamento dentro da nova ordem mundial de riscos geopolíticos exacerbados – e conjuntural – estando num estágio avançado do processo de ajuste monetário relativo a outros países.

Dessa maneira, as condições iniciais são benignas, com revisões altistas do crescimento econômico, possibilidade de aumento da produtividade à frente dadas as reformas passadas, setor externo bem equilibrado, inflação prospectiva cadente e queda de juros à frente. Na direção contrária, devemos reconhecer um cenário internacional mais adverso e dúvidas sobre sustentabilidade fiscal à frente.

Nos parece, portanto, que o destino do próximo governo dependerá dos caminhos a serem escolhidos nas próximas semanas e meses, e que poderão confirmar ou não um cenário benigno à frente. Dessa maneira, voltamos aos 3 principais eventos que deveremos monitorar.

No curto prazo (próximas semanas), a formação da equipe econômica, em especial o nome do ministro da Fazenda, deverá ser o principal evento. Nosso cenário base é de que será um nome do PT político, no estilo do ex-ministro da Saúde, Alexandre Padilha, que deverá se cercar com nomes técnicos não ligados ao PT em secretarias importantes como a secretaria do Tesouro. Com menor probabilidade, teríamos de um lado o *upside risk* de um nome mais técnico como do ex-ministro Meirelles e, de outro lado, um *downside risk* de um economista petista com viés mais heterodoxo.

Depois da definição da equipe econômica, o próximo evento será a definição da PEC para *waiver* de gastos além dos limites do teto de gastos para 2023. Esse *waiver* será necessário para cumprir parte das promessas de campanha, em especial a manutenção do auxílio Brasil em 600 reais. Aqui, as estimativas mais razoáveis ficam em torno de R\$ 100-120 bilhões, mas com um *downside risk* para os mercados se esse *waiver* chegar perto dos R\$ 200 bilhões, com o aumento mais significativo de gastos com aumento real do salário-mínimo, reajustes dos servidores públicos, aumentos adicionais dos gastos sociais e dos investimentos públicos. Nesse cenário negativo, acreditamos que a complacência dos mercados com o novo governo seria logo posta em cheque e poderíamos ver uma deterioração mais relevante dos ativos.

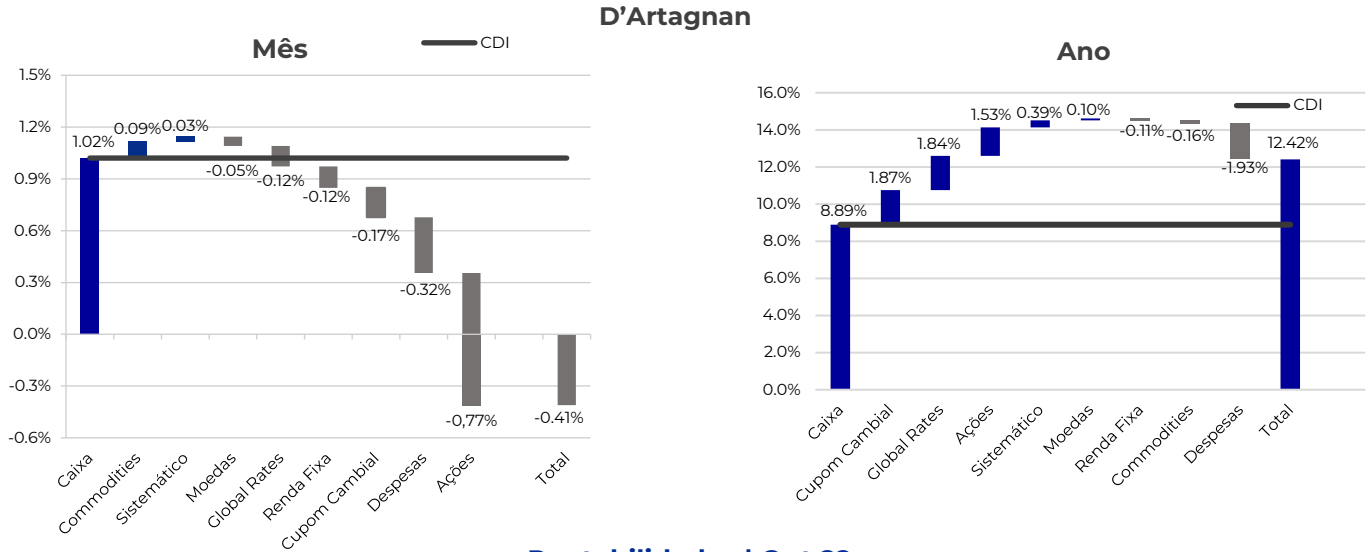
A última e talvez mais importante discussão será relativa ao novo arcabouço fiscal, que provavelmente ocorrerá ao longo do ano que vem, junto com a discussão de reforma tributária (que deverá significar um aumento da carga). Apesar dos bons resultados fiscais dos últimos dois anos, o viés de aumento de gastos no programa petista se põe como um grande

desafio para a trajetória da dívida pública no futuro. Ainda muito abstrata, essa discussão será crucial para o cenário dos próximos anos.

Em suma, os aspectos aqui discutidos apontam para um cenário relativamente bom para ativos brasileiros no curto-prazo e limitação à guinada à esquerda em relação à agenda econômica no médio prazo. Ainda assim, os eventos apontados têm potencial de mudar o cenário ao longo das próximas semanas e meses, especialmente relacionados ao nosso calcanhar de Aquiles – o cenário fiscal –, trazendo incerteza aos mercados. Portanto, devemos estar vigilantes as possíveis mudanças de cenário conforme os eventos se desenrolam.



Atribuição de Performance | Out.22



Rentabilidades | Out.22

FUNDOS	MÊS	ANO	12M	24M	36M	48M	60M	DESDE INÍCIO	PL MÉDIO FUNDO	MENSAL (R\$ MM) ESTRATÉGIA
PORTHOS FIC	-0,84%	15,97%	20,02%	30,52%	-	-	-	29,79%	394.5	937.8
VALLON FIC	-0,69%	14,08%	17,20%	25,58%	-	-	-	18,71%	297.6	1,096.8
D'ARTAGNAN	-0,41%	11,95%	14,23%	20,40%	23,53%	34,41%	38,83%	157,83%	239.6	1,392.0
ATHOS	0,34%	12,49%	13,91%	19,35%	16,92%	-	-	41,49%	33.0	32.9
PASCAL	-0,08%	8,01%	15,38%	-	-	-	-	15,21%	20.0	20.0
ARAMIS	0,28%	8,77%	10,43%	14,58%	12,92%	23,03%	-	25,27%	23.7	26.3
PARIS	<i>Fundo com menos de 6 meses</i>								12.1	85.8
CDI	1,02%	10,00%	11,49%	15,20%	18,91%	26,30%	34,57%			
IBOVESPA	5,45%	10,70%	12,11%	23,51%	8,22%	32,73%	56,16%			

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:

