

LUZ NO FIM DO TÚNEL

GARDE

Dezembro 2022

Sumário

Luz no Fim do Túnel	2
Mudança de Rumo	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 a 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 conta 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.

Autoregulação
ANBIMA

Autoregulação
ANBIMA

Distribuição de Produtos
de Investimento

Gestão de Patrimônio

Luz no fim do túnel

- Dois desenvolvimentos importantes aconteceram em novembro para uma melhora dos mercados.
- Nos EUA, surpresas baixistas de inflação e alguns dados de atividade permitiram ao *Fed* adotar uma retórica que sinalizasse desaceleração nas altas de juros na próxima reunião, para 0.50p.p. A despeito de uma taxa terminal maior do que a sinalizada no último *FOMC*, julgamos como positiva a percepção de que o fim do ciclo está próximo.
- Na China, uma série de sinalizações – tanto retóricas quanto práticas – indicaram uma flexibilização da política de zero casos de Covid.
- A continuidade desses dois temas deve se traduzir em melhores expectativas quanto ao fim do ciclo de aperto monetário norte-americano e uma recuperação econômica melhor na China, garantindo, pelo menos no curto prazo, uma melhora no ambiente de risco.
- Em tempo, apesar de surpresa negativa nos dados de inflação da Zona do Euro, ainda acreditamos que as probabilidades deveriam favorecer uma manutenção do ritmo de alta em 0.75p.p. na reunião de dezembro, a despeito da precificação de mercado mais próxima de 50p.p.

Nos últimos meses, muito dos movimentos de mercado pode ser explicado pela tentativa dos investidores de antever uma mudança na postura do *Fed* quanto à política monetária. Acreditamos que os dados divulgados em novembro deram sinais mais claros para que o banco central americano fique mais confortável em finalizar seu ciclo de política monetária nos próximos meses.

Sem dúvidas, o *CPI* relativo a outubro foi o principal indicador nesse sentido. Não apenas pela surpresa negativa em relação ao projetado, mas também por trazer, na margem, uma tendência cadente em seus núcleos (Gráfico 1). Sua composição também foi importante (Gráfico 2) – além de sinais mais claros da esperada desinflação do setor de bens industriais, notamos uma desaceleração nos indicadores de serviços que excluem componentes de aluguéis (metodologicamente mais rígidos e defasados), mais sensíveis ao mercado de trabalho e, portanto, muito importantes para auferir o grau de aperto monetário até então.

Em que pese o fato de se tratar de apenas um dado, podendo ser revertido em leituras subsequentes, estamos mais confiantes de que os próximos meses trarão leituras menos pressionadas para a inflação, amparadas por

EUA - Núcleo de Inflação PCE (mensal)

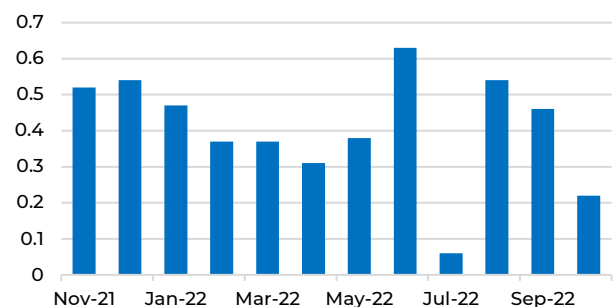


Gráfico 1. Fonte: BEA.

EUA - Inflação ao Consumidor (mm3m SAAR)

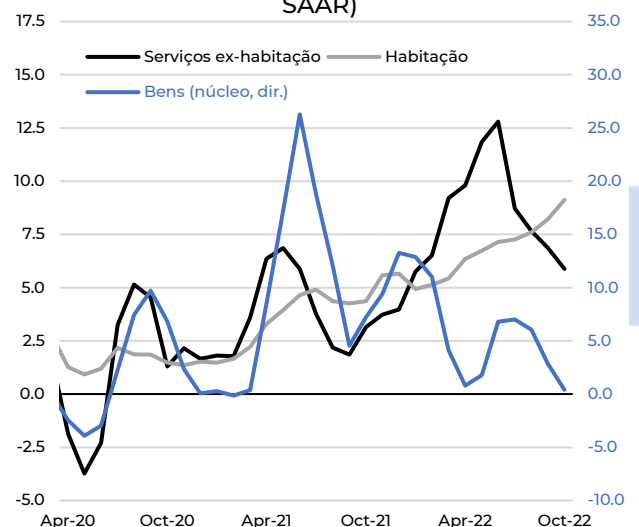


Gráfico 2. Fonte: BLS.

uma melhora nas cadeias produtivas e indicadores de descompressão nos preços industriais. Desse modo, ficamos confiantes na nossa visão de que o *Fed* deverá elevar sua taxa de juros em mais 1p.p. divididos entre as 3 próximas reuniões (50-25-25), rumo a uma taxa terminal de 4.75%-5%. Essa visão é também amparada por outros indicadores relevantes como o pico de crescimentos de salários em algumas métricas, melhora nos preços de combustíveis e desaceleração econômica no setor industrial como mostrado pelos PMIs. Por outro lado, vale ressaltar que os dados de mercado de trabalho seguem surpreendendo positivamente, ainda sem sinais claros de maior equilíbrio entre a oferta e a demanda por trabalhadores.

Essa “luz no fim do túnel” quanto ao fim do ciclo de aperto monetário não foi a única vista em novembro. Do outro lado do mundo, vimos uma série de desenvolvimentos na China que apontam para uma saída mais rápida do que o antecipado dos entraves colocados pelas restrições ao COVID-19. Mudanças na retórica quanto à caracterização da doença e medidas práticas em diversas províncias de menores restrições à mobilidade da população têm sinalizado que a China está de fato com uma nova abordagem em relação à doença, o que deverá resultar em uma reabertura da economia mais célere. No curto prazo, entretanto, devemos estar atentos a uma possível alta de casos no inverno (Gráfico 3), que pode causar algum solavanco no processo de reabertura até o início de 2023.

Em tempo, apesar de algumas surpresas baixistas em indicadores de inflação na Zona do Euro, ainda acreditamos que as probabilidades deveriam favorecer um aumento de 0.75p.p. na próxima reunião a despeito da precificação de mercado estar mais próxima de 50p.p., por conta da resiliência de indicadores subjacentes de inflação e de dados de atividade econômica corrente ainda robustos (Gráfico 4). Entretanto,

reconhecemos que o balanço de forças dentro do *ECB* parece bem dividido quanto a essa questão, principalmente pela postura mais *dove* de países da periferia.

Diante desse pano de fundo global, acreditamos que este fim de ano guarda uma oportunidade para ativos de risco, por conta da luz no fim do túnel vinda dos desenvolvimentos de EUA – proximidade do fim do ciclo monetário – e China – fim das restrições desmedidas relacionadas ao Covid. Dessa maneira, acreditamos que o enfraquecimento do dólar global seja a principal consequência desse novo ambiente econômico.

China - Casos Positivos (Transmissão Local)

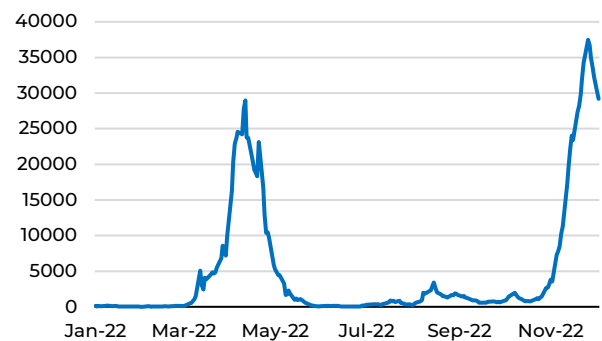


Gráfico 3. Fonte: NHC.

Indicador de Surpresas Econômicas na Zona do Euro



Gráfico 4. Fonte: Citibank.

Mudança de rumo

- Divulgação da revisão do PIB mostrou recuperação mais intensa da economia brasileira, que alcançou o nível de atividade anterior à crise de 2014/15.
- Vale dizer que após uma forte recessão, a composição dessa recuperação foi baseada no setor privado, com diminuição da presença do Estado.
- No entanto, o novo governo eleito sinaliza reversão do direcionamento de política econômica, trazendo de volta a política do “Estado indutor de crescimento”, justamente a política que, em última instância, nos levou à crise econômica de 2014/15.
- Essa nova orientação passa pelo desejo de um forte aumento de gastos públicos, o que traz grandes questionamentos em relação à sustentabilidade fiscal do país. Empresas estatais também deverão ser usadas para ampliação de investimentos.
- Nesse cenário de aumento dos riscos fiscais, acreditamos que o BC deverá se manter mais cauteloso e não vemos mais espaço de corte de juros em 2023, a despeito da melhora que temos visto no cenário de inflação.

A divulgação dos dados das contas nacionais do terceiro trimestre e as revisões na série histórica revelaram uma recuperação mais forte do que o antecipado, sendo que o nível do PIB brasileiro finalmente ultrapassou o nível pré-crise de 2014/15 do governo Dilma (Gráfico 5).

Outro dado relevante que chama atenção é a forte recuperação da relação investimento/PIB que no debacle da última crise econômica havia caído para patamares mais baixos desde a década de 60. No Gráfico 6, vemos a abertura dos investimentos entre privado e público, mostrando que a recuperação foi liderada pelo setor privado, algo que consideramos positivo pois devem resultar em maior produtividade à frente.

A despeito dessas boas notícias, o novo governo eleito tem sinalizado que irá voltar ao antigo modelo de utilizar o Estado como indutor de crescimento, justamente na mesma direção do que foi feito nos governos petistas e que culminou na crise do governo Dilma. Essa sinalização, portanto, significa uma grande mudança de rumo da política econômica no país.

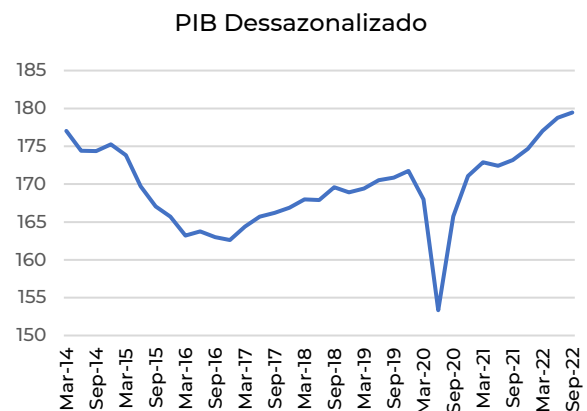


Gráfico 5. Fonte: IBGE

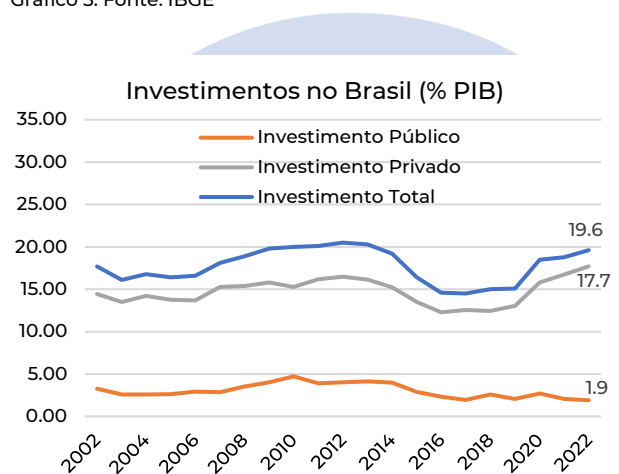


Gráfico 6. Fonte: FGV, Tesouro, IBGE

CENÁRIO DOMÉSTICO

Em primeiro lugar, o novo governo tem revelado a preferência por uma política fiscal mais expansionista, a exemplo do que tem se discutido em relação ao *waiver* fiscal para o teto de gastos em 2023. Ao se ignorar completamente as restrições orçamentárias e optar por um grande rombo no teto de gastos, o novo governo já dá amostra do que deveremos esperar nos próximos passos: escolha do ministro da Fazenda e discussão de um novo *framework* fiscal.

Desta maneira, as simulações para o comportamento da dívida pública à frente mostram cenários muito desafiadores, mesmo com hipóteses otimistas, e deverão trazer à tona riscos de desancoragem fiscal (Gráfico 7).

Além do fiscal, o parafiscal também volta a preocupar. O novo governo tem sinalizado a intenção de usar as empresas estatais de maneira mais ativa, com Petrobras retomando projetos mais ambiciosos de investimento e os bancos públicos expandindo seus balanços.

Por fim, nesse cenário fiscal e parafiscal extremamente desafiador, acreditamos que o BC deva adotar uma postura mais conservadora e, a despeito da melhora da inflação que temos visto, não vemos cortes de juros ao longo de 2023 pelo aumento da assimetria em torno do cenário de inflação, causado pelo novo direcionamento da política econômica, em especial, pelo risco fiscal.

Em suma, apesar das boas notícias que vemos em relação aos indicadores econômicos divulgados relacionados à recuperação econômica e diversas medidas e reformas realizadas nos últimos 6 anos, vemos com bastante preocupação os primeiros sinais emitidos pelo governo eleito. Além da tentativa de reviver uma agenda econômica que se provou desastrosa, principalmente, no governo da ex-presidente Dilma, a situação fiscal do país não comporta uma política fiscal expansionista. No entanto, a preferência que tem sido revelada nas discussões no governo de transição simplesmente ignora as restrições

orçamentárias. Desta maneira, não só antevemos uma piora do ambiente econômico à frente como também nos preocupamos com uma reedição de uma nova crise fiscal. Por enquanto, o que temos de mitigador para esse cenário pior que se desenha adiante recai apenas na melhora do ambiente externo, que poderá anestesiar os movimentos de mercado no curto prazo.

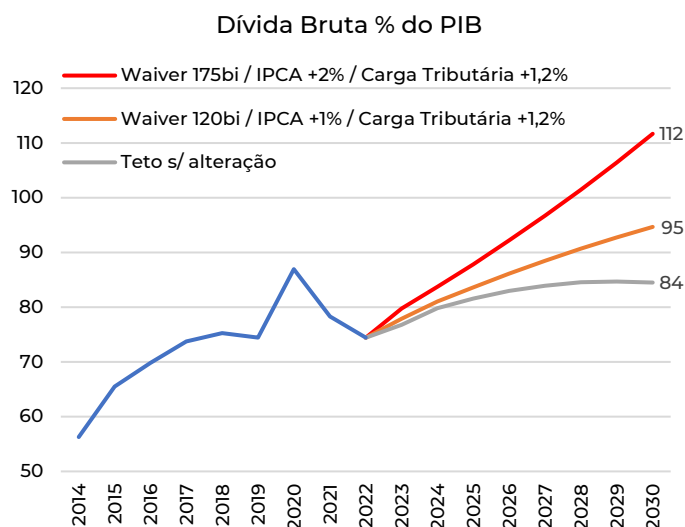
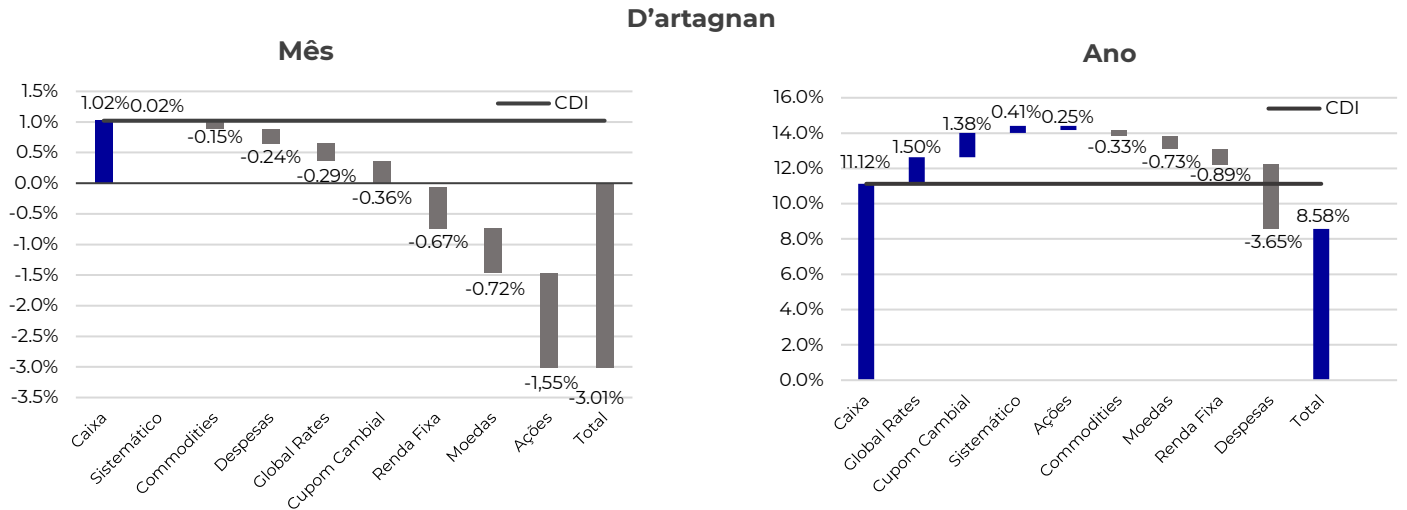


Gráfico 7. Fonte: BCB



Atribuição de Performance | Nov.22



Rentabilidades | Nov.22

FUNDOS	MÊS	ANO	12M	24M	36M	48M	60M	DESDE INÍCIO	PL MÉDIO FUNDO	MENSAL (R\$ MM) ESTRATÉGIA
PORTHOS FIC	-4.83%	10.37%	14.45%	20.82%	-	-	-	23.52%	409.1	970.5
VALLON FIC	-4.20%	9.29%	12.51%	17.85%	-	-	-	13.72%	296.4	1,131.5
D'ARTAGNAN	-3.01%	8.58%	10.98%	14.95%	21.21%	31.79%	34.43%	150.06%	247.0	1,430.6
ATHOS	-10.52%	0.66%	7.33%	-1.74%	2.46%	-	-	26.61%	31.1	31.1
PASCAL	3.57%	11.87%	14.82%	-	-	-	-	19.33%	19.0	19.0
ARAMIS	-1.33%	7.33%	8.67%	10.67%	11.16%	21.98%	-	23.61%	23.7	26.3
PARIS	-4.35%	-0.45%	-	-	-	-	-	-0.45%	12.0	81.5
CDI	1.02%	11.12%	11.97%	16.20%	19.67%	26.96%	35.17%			
IBOVESPA	-3.06%	7.31%	10.37%	3.30%	3.93%	25.68%	56.29%			

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:

