



# DE VOLTA AO PASSADO

**GARDE**

Janeiro 2023

## Sumário

Da normalização à descompressão	2
De volta ao passado	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](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.

 Auto-regulação  
ANBIMA

 Auto-regulação  
ANBIMA

Distribuição de Produtos  
de Investimento

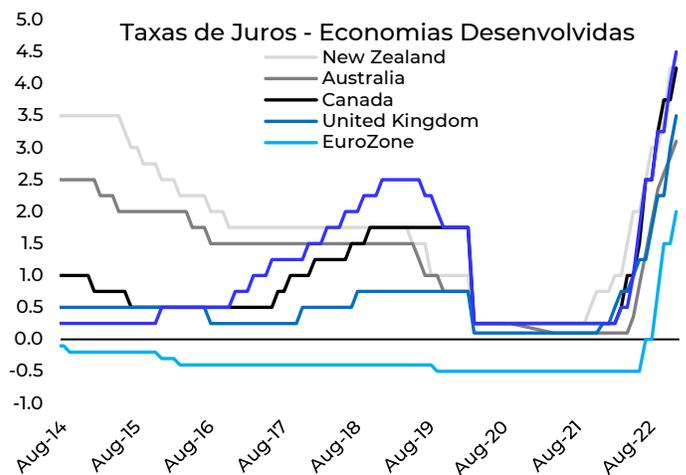
Gestão de Patrimônio

## Da normalização à descompressão

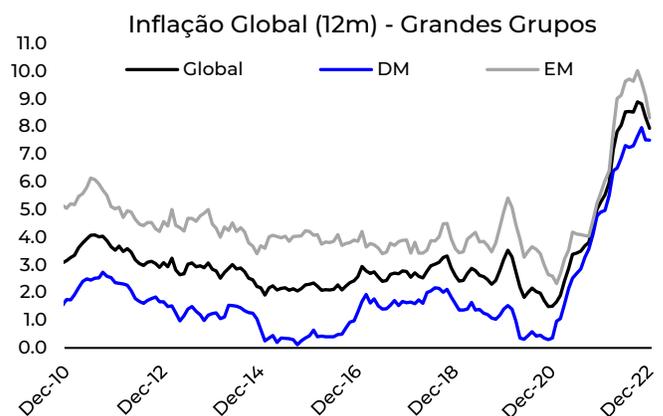
- Acreditamos que, diferentemente de 2022, o ano de 2023 tenderá a um ambiente econômico mais “normal”.
- Os frutos dos efeitos defasados do aperto monetário e da melhora nas cadeias produtivas globais deverão resultar em um processo de desinflação global. Apesar de desacelerando, a inflação deverá ainda permanecer em níveis altos, o que deve impedir um processo de cortes de juros no mundo desenvolvido.
- Tal panorama pode mudar caso haja um cenário de recessão global mais profunda. Embora não seja nosso cenário base, não descartamos esse risco por completo, uma vez que os efeitos acumulados da política monetária e uma maior restrição fiscal podem torná-lo realidade.
- Por outro lado, a China deve voltar a contribuir de modo relevante para o crescimento global em 2023, graças ao processo de reabertura tardia e eventuais medidas no setor imobiliário.
- Embora estejamos mais próximos de ver uma normalização econômica, o ambiente geopolítico deve seguir instável, com diversas fontes de conflito – em especial na Ucrânia e em Taiwan.
- Em tempo, vemos um vetor mais claro de dólar fraco nesse início de ano, enquanto forças mais antagônicas devem atuar sobre as bolsas internacionais. Quanto aos juros, os aspectos idiossincráticos deverão ser determinantes, sem uma direção uniforme entre as economias.

O ano de 2022 foi marcado pelo processo de aperto monetário abrupto (Gráfico 1), em resposta ao maior choque inflacionário das últimas décadas (Gráfico 2). Tal choque foi decorrente de um grande desbalanceamento entre a demanda e a oferta agregada da economia, em decorrência das restrições e estímulos relacionados à pandemia e intensificado pela crise energética desencadeada pela guerra da Ucrânia. Diante desse pano de fundo “exótico” do ano passado, vale a pergunta: será 2023 um ano mais “normal”, do ponto de vista macroeconômico e geopolítico?

Acreditamos que sim, pelo menos em termos econômicos. Primeiramente, devemos colher os frutos das altas de juros dos últimos trimestres e ver um processo de desinflação global, aliado a uma melhora contínua das cadeias de suprimentos globais e queda dos preços de energia ao consumidor. Entretanto, uma trajetória de desaceleração inflacionária não implica em necessariamente uma inflação baixa. Pelo contrário, acreditamos que levará um tempo para que os indicadores retornem para patamares mais condizentes com as metas dos bancos centrais. Como consequência, não esperamos um ciclo global coordenado de



Fonte: Bancos Centrais Nacionais



Fonte: Bloomberg

cortes de juros até o fim deste ano, mas sim o fim do processo de ajuste monetário global – a “luz no fim do túnel” mencionada na *Carta Mensal* anterior. A exceção são alguns países emergentes, que já se encontram bem mais adiantados no ciclo e poderão começar seu ciclo de cortes mais cedo.

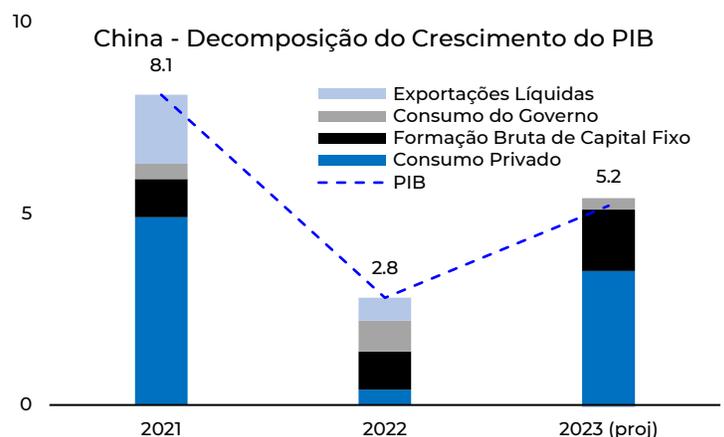
Uma hipótese fundamental por trás dessa tese é a de que o mundo não irá embarcar em uma recessão global profunda. No entanto, devido ao efeito acumulado e defasado do aperto monetário e a uma restrição cada vez maior à política fiscal por conta do elevado grau de endividamento, esse é um risco que não deve ser descartado. Por ora, entretanto, acreditamos em recessões mais brandas e menos duradouras nos principais países do ocidente, como EUA e Zona do Euro.

O crescimento global também deve ser amparado pelo processo de reabertura da economia chinesa, que viu uma guinada relevante na política de combate aos casos de Covid-19 no início de dezembro. Em que pese a volatilidade desse processo, devido ao potencial aumento de fatalidades, acreditamos que ao longo do ano o consumo privado será uma força motriz de crescimento que esteve ausente em 2022 (Gráfico 3). Isso, aliado a possíveis medidas de estabilização no setor imobiliário e a uma melhora no ambiente regulatório, pode ter contribuição relevante para o PIB global, em especial aquele relacionado a países emergentes.

Em tempo, embora antecipemos algum grau de “normalização” do ambiente econômico, o ambiente geopolítico é sempre mais incerto. O conflito entre Rússia e Ucrânia deve se estender por tempo indeterminado, e com isso todas as suas ramificações – pressões sobre a oferta global de energia e impactos fiscais relacionados, assim como o risco de escalada que passe a envolver os países da OTAN. As relações entre China, Taiwan e Estados Unidos

também são um risco presente. Outros conflitos e rusgas geopolíticas permeiam praticamente todo o globo – insurgências sociais na América Latina; tensões nas fronteiras entre Índia e Paquistão ou entre a Coreia do Norte e o restante da Ásia; perenidade nos conflitos no Oriente Médio – incluindo as negociações com o Irã; apenas para citar alguns casos. O ano de 2022 voltou a nos ensinar que esses tipos de conflitos podem gerar consequências drásticas para o mundo de modo que seu monitoramento se torna crucial para navegar o ambiente do mercado financeiro global.

Em termos de expectativas para os ativos, acreditamos que o mercado de juros deva se tornar mais idiossincrático, com oportunidades altistas em países que ainda não completaram seu ajuste monetário (ex: Japão) e baixistas para países já avançados no ciclo (ex: México). Para bolsas, também vemos vetores antagônicos, do lado *bullish*, o fim de ciclo de aperto monetário e do lado *bearish*, a piora dos lucros das empresas com a desaceleração econômica e deverá demandar um posicionamento mais tático. Para moedas, salvo um cenário de recessão profunda nos EUA, antevemos o dólar global perdendo força – contra moedas emergentes, a melhora do cenário de China poderá ser outro vetor de enfraquecimento do dólar.



Fonte: NBS China

## De volta ao passado

- O novo governo tem dado reiteradas indicações para um cenário mais desafiador, com uma grande guinada de política econômica, em que o setor público deve ser o grande indutor de crescimento.
- Na prática, o grande esforço para aprovação da PEC da Gastaça, as nomeações para os ministérios e empresas estatais, assim como as declarações desses novos integrantes apontam para um aumento adicional do risco fiscal, retomada de políticas parafiscais ativas e deterioração na gestão das empresas estatais.
- A definição do novo arcabouço fiscal apresenta um grande risco de desancoragem, uma vez que o novo governo não parece reconhecer as limitações fiscais para a estabilização da dívida, podendo resultar em uma crise fiscal como a vista em 2015.
- A despeito da crescente pressão sobre o BC vindo de declarações do Ministro da Fazenda, não acreditamos em corte de juros para este ano.
- Em nossa visão, o ano de 2023 apresentará muitos desafios para a economia brasileira. Em que pese um mercado internacional mais favorável para países emergentes com estágio monetário avançado (como o Brasil), mantemos uma visão negativa para os ativos brasileiros.

Conforme escrevemos na *Carta* do mês passado, os discursos de Lula e as movimentações do PT após a eleição indicavam uma guinada na política econômica, que passaria a dar ênfase à maior presença do Estado como indutor de crescimento, em detrimento ao modelo anterior que privilegiava o setor privado. O que vimos ao longo de dezembro e no princípio deste ano foi a intensificação dessa percepção, confirmada pelo grande esforço para aprovação da PEC da Gastaça – que, além de promover um irracional aumento de despesas, abre a possibilidade de acabar com o Teto de Gastos via projeto de lei complementar. Somado a isso, as escolhas de ministros e presidentes de empresas estatais reforçam o viés mais heterodoxo do governo.

Ainda que nem tudo deva ser interpretado literalmente, as declarações dos novos membros do governo feitas até o momento chamam a atenção. Alguns exemplos merecem menção: o Ministro da Previdência afirmando que não existe déficit e que defende uma “antirreforma” da previdência; o ministro do Trabalho defendendo rever a bem-sucedida reforma trabalhista; a ministra de Gestão sugerindo uma

reforma administrativa para melhorar a remuneração dos servidores; o novo presidente do BNDES criticando a TLP; o novo presidente da Petrobras dizendo que irá rever a política de preços e aumentar os investimentos da companhia, entre outras.

Um ministro da Fazenda, geralmente, tende a ter uma posição mais conservadora, servindo como freio às ideias vindas de outros ministérios, que muitas vezes ignoram as implicações fiscais e econômicas do que é proposto. No entanto, não vemos isso no ministro Haddad, seja por sua postura genuinamente heterodoxa (assim como de sua equipe), seja por sua posição subserviente ao presidente Lula, o qual tem reiterado com clareza seu posicionamento econômico mais à esquerda. Ainda, temos ouvido declarações muito vagas sobre a tentativa de conter o aumento do déficit por parte do ministro, como se ele não fosse cúmplice do forte aumento de gastos contratado pela PEC da Gastaça e incorporado no orçamento de 2023. Alguns números ao vento que se baseiam, principalmente, em receitas extraordinárias *one-off* não são suficientes para convencer que

existirá um freio fiscal. Vale lembrar que, na primeira disputa da Fazenda com a ala política, com relação a reoneração de impostos federais sobre combustíveis, a posição defendida por Haddad foi facilmente superada.

É esse Ministério da Fazenda, politicamente fraco e economicamente heterodoxo, que irá realizar a discussão sobre o novo arcabouço fiscal. Vale lembrar o discurso de posse de Lula sobre a “estupidez” da regra do Teto, bem como a declaração do Secretário Executivo da Fazenda se opondo a uma regra que limite os gastos por meio de gatilhos automáticos. Dado o tamanho do ajuste que deve ser feito para garantir a estabilização da dívida, esses sinais são muito preocupantes. A discussão sobre esse novo arcabouço fiscal deverá ser muito relevante para o futuro e, por todas as indicações até o momento, vemos com grande preocupação a possibilidade de uma desancoragem que leve a uma nova crise fiscal, similar ao visto em 2015. O gráfico 4 mostra como podemos facilmente cair em uma trajetória explosiva da dívida pública.

Vale acrescentar que temos visto um aumento da pressão sobre o BC, com o ministro da Fazenda mencionando reiteradas vezes o alto nível de juros vis-à-vis a inflação corrente, ignorando o processo de desancoragem que já começa a acontecer nas expectativas de inflação mais longas por conta do aumento do risco fiscal. No entanto, a independência do BC e o mandato do atual presidente que vai até 2024 blindam, por ora, a interferência política. Não vemos a possibilidade de corte de juros em 2023 e mantemos nosso cenário de Selic estável em 13,75% ao longo do ano.

Tudo o que está explicitado acima representa uma grande volta ao passado e o fim da história já sabemos que não é feliz – aumento do risco podendo resultar em crise fiscal, aumento da taxa de juros neutra da economia, diminuição da produtividade e queda do PIB potencial, desancoragem das expectativas e aumento da inflação, além do debacle das empresas estatais.

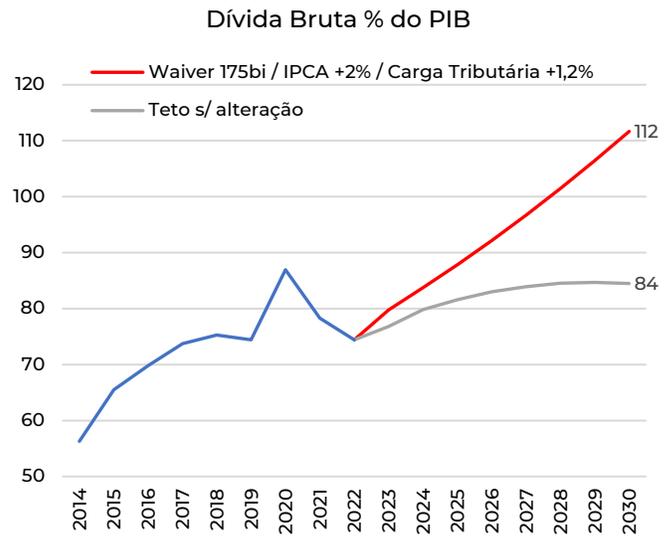


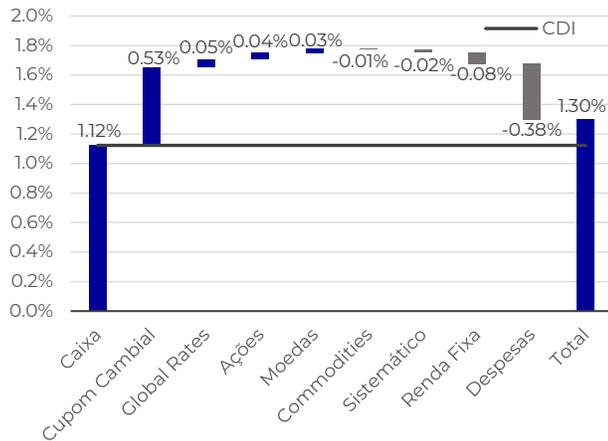
Gráfico 4. Fonte: BCB

Em tese, o cenário internacional - com o fim de ciclo monetário, enfraquecimento do dólar e recuperação da economia chinesa - deveria ser positivo para um país emergente como o Brasil, com grande exposição a *commodities*, distância das tensões geopolíticas e estado avançado no processo de desinflação doméstico. No entanto, todos os indicativos do novo governo apontam para uma grande piora da dinâmica relativa dos ativos brasileiros. Em termos absolutos, no entanto, deveremos ter uma atuação mais ativa e tática entre as classes de ativos domésticos ao longo do tempo, uma vez que a deterioração doméstica será acompanhada de uma possível melhora dos mercados globais.

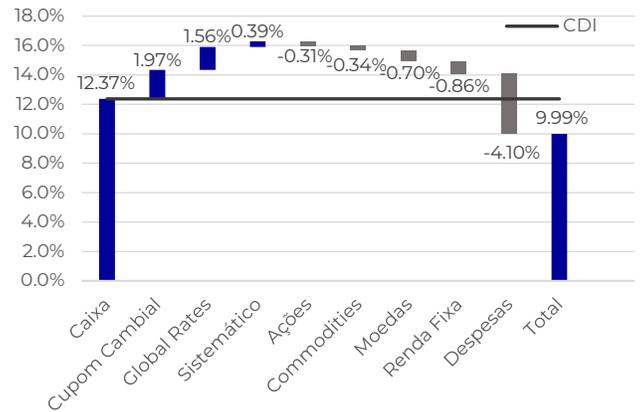
## Atribuição de Performance | Dez.22

### D'artagnan

#### Mês



#### Ano



## Rentabilidades | Dez.22

FUNDOS	MÊS	ANO	12M	24M	36M	48M	60M	DESDE	PL MÉDIO MENSAL (R\$ MM)	
									INÍCIO	FUNDO ESTRATÉGIA
PORTHOS FIC	1.49%	12.02%	12.12%	17.48%	-	-	-	25.36%	384.8	898.8
VALLON FIC	1.42%	10.84%	10.93%	15.10%	-	-	-	15.34%	282.3	1,040.9
D'ARTAGNAN	1.30%	9.99%	10.04%	13.94%	18.89%	32.14%	34.39%	153.30%	220.2	1,304.7
ATHOS	1.26%	1.93%	1.67%	-8.50%	-5.71%	25.24%	-	28.21%	29.8	29.8
PASCAL	0.52%	12.45%	12.48%	-	-	-	-	19.95%	19.3	19.3
ARAMIS	1.22%	8.63%	8.66%	9.05%	9.81%	22.43%	-	25.11%	17.4	19.7
PARIS	1.42%	0.96%	-	-	-	-	-	0.96%	11.7	81.8
CDI	1.12%	12.37%	12.41%	17.32%	20.58%	27.79%	35.96%			
IBOVESPA	-2.45%	4.69%	4.69%	-7.80%	-5.11%	24.86%	43.63%			

### 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:**

