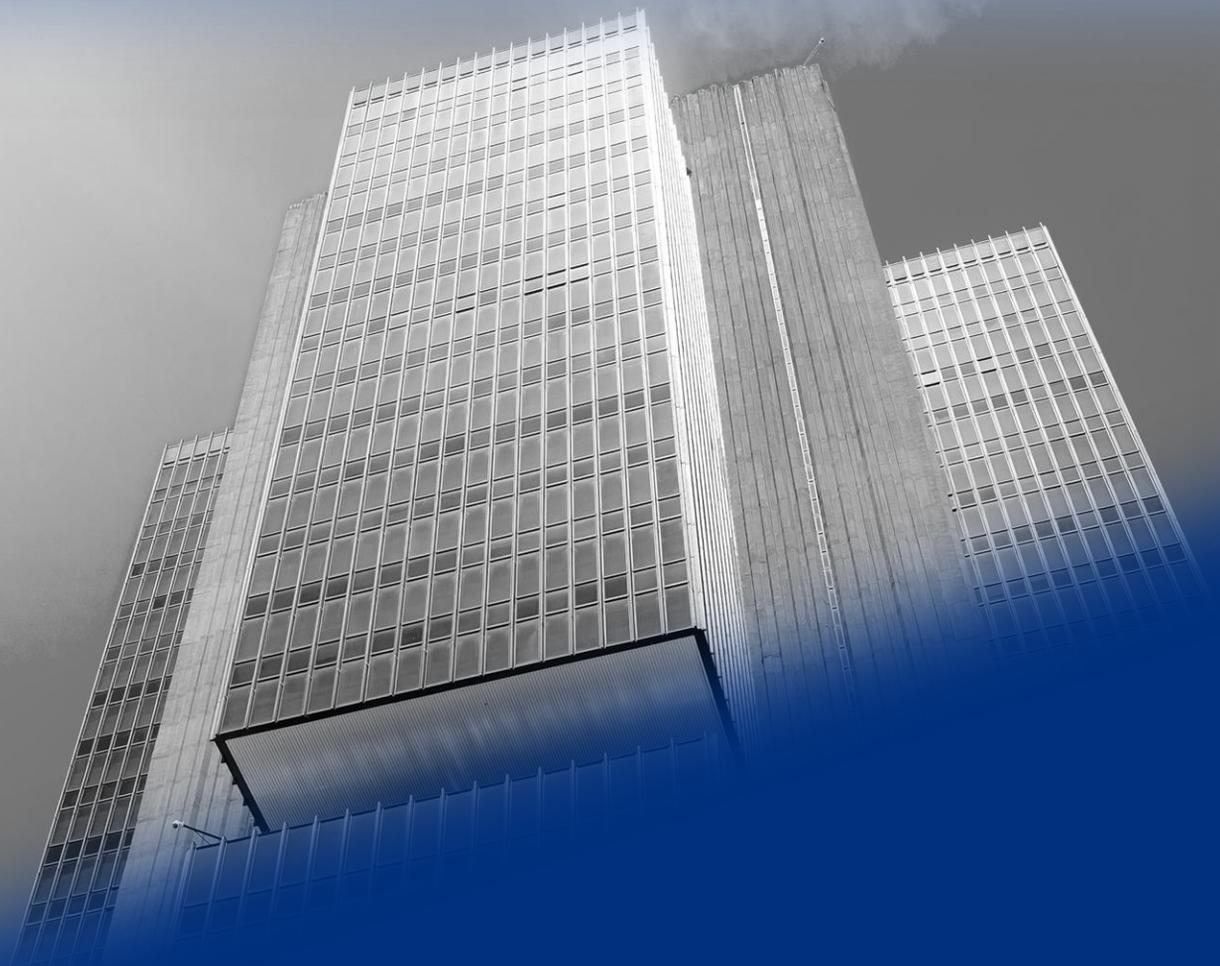


Carta Mensal

Quando o BC poderá cortar os juros?



Uma economia forte com um futuro incerto

Os problemas que atingiram alguns bancos comerciais americanos em março continuaram gerando repercussões, como a aquisição do *First Republic Bank* pelo JP Morgan e o contágio para outros bancos regionais. Ainda que seja importante monitorar esses eventos, acreditamos estar distante de uma crise sistêmica e mantemos a visão de que a principal consequência desses episódios deve ser uma contração adicional do crédito, contribuindo para uma desaceleração da atividade à frente.

Por outro lado, a economia americana segue aquecida, com dados surpreendendo positivamente, tanto do ponto de vista da atividade (Gráfico 1) como da inflação, que a despeito de alguns sinais positivos na margem, tem se mostrado mais resiliente. Mesmo com esse panorama econômico, o discurso de Powell na reunião de maio revelou um comitê aparentemente confortável com o fim do ciclo de aperto monetário – nosso cenário base –, colocando um peso relevante no caráter prospectivo do impacto da restrição de crédito sobre a economia.

Além disso, embora não tenha sido muito explorado na coletiva do último FOMC, também vemos as negociações do *debt ceiling* como um importante fator de preocupação no curto prazo. Com a grande polarização do cenário político nos EUA, é pequena a probabilidade de uma resolução ordenada entre republicanos e democratas, o que pode gerar um aumento da incerteza econômica e possível aumento da aversão ao risco no mercado. De qualquer maneira, é de se esperar que a expansão fiscal futura deva ser revisada para baixo, diminuindo as expectativas de crescimento à frente.

Por outro lado, na Zona do Euro, acreditamos que o ECB encontra-se mais distante do fim do ciclo de aperto monetário. Os efeitos das turbulências do setor bancário foram mais contidos na região, enquanto que os dados macroeconômicos mostram que a inflação, em muitas métricas, encontra-se ainda em trajetória de deterioração (Gráfico 2). Vale destacar também que as negociações salariais na região, com forte influência dos sindicatos, vem surpreendendo constantemente para cima, o que é mais um vetor para manter a rigidez da inflação por mais tempo. Levando-se tudo isso em conta, acreditamos em uma taxa base final de 3.75%, a ser atingida em julho.

Na direção oposta, a inflação na China segue controlada, mesmo alguns meses após a reabertura econômica. Dessa forma, o caminho permanece sem entraves para que as autoridades chinesas mantenham seu viés pró-crescimento e continuem a estimular a economia, o que por ora tem se baseado muito na política de crédito. Dessa forma, acreditamos que o país poderá entregar um crescimento satisfatório com certa facilidade, e mantemos nossa projeção de 6% de aumento do PIB para este ano. Ainda que do lado econômico os sinais sejam positivos, do lado geopolítico, acreditamos que os riscos advindos da região não devem ser negligenciados e deverão estar cada vez mais no radar dos investidores.

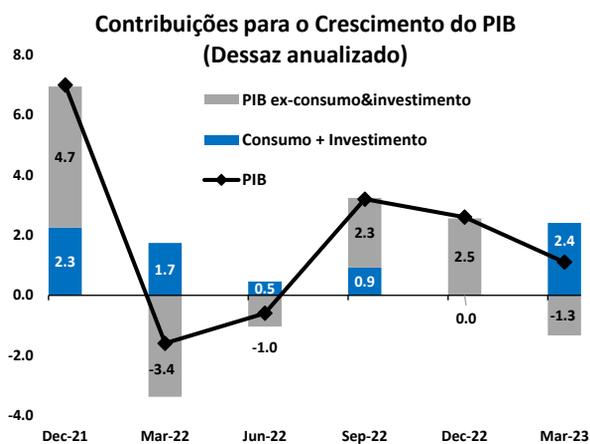


Gráfico 1. Fonte: BEA

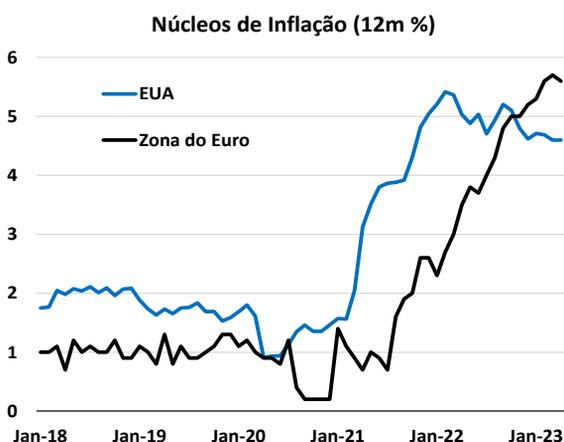


Gráfico 2. Fonte: BEA, Eurostat

Quando o BC poderá cortar os juros?

A janela para o corte de juros por parte do Banco Central tem sido bastante discutida e envolve diversas facetas do cenário doméstico e internacional. Considerando um mundo sem grandes acidentes, o cenário doméstico tem se mostrado especialmente desafiador para a autoridade monetária. Vale dizer que o espaço para cortar juros depende primordialmente da visão prospectiva para a dinâmica inflacionária e sua convergência para as metas.

Em tempos de novo arcabouço fiscal, não é surpresa que este acabe atraindo maior parte da atenção nessa discussão. Na Carta passada discurremos sobre os problemas do novo marco fiscal, mas vale citar duas características negativas deste que impactam diretamente a política monetária: 1) impossibilidade de estabilização da dívida nos próximos anos, mesmo com forte aumento da carga tributária, e 2) manutenção de uma política expansionista de aumento de gastos. O item 1 é importante pois reflete na dificuldade do arcabouço ajudar na reancoragem das expectativas de inflação mais longas, enquanto o item 2 também é preocupante, especialmente após a aprovação da PEC da Transição que garantiu um aumento de 2% do PIB em despesas de forma permanente. Ou seja, estamos numa política econômica esquizofrênica em que a política monetária é contracionista e a política fiscal extremamente expansionista.

Outro ponto fundamental, que se conecta à dificuldade de ancoragem fiscal, são as expectativas mais longas de inflação, que mostraram grande desancoragem desde novembro do ano passado, de cerca de 100bps (Gráfico 3). Ainda que a discussão sobre uma possível mudança de meta tenha contaminado esse processo, o ponto central é que o aumento das expectativas retarda a convergência de inflação, segundo o que o próprio BC tem ressaltado.

Outro fato que tem chamado a atenção é a resiliência da atividade econômica neste ano. A despeito de todo o aperto monetário feito e um aumento da restrição de crédito depois do evento das Americanas, seguimos vendo números mais fortes de atividade, inclusive com o mercado de trabalho reacelerando (Gráfico 4). As preocupações em relação a um colapso da atividade não se concretizaram até o momento e temos visto revisões altistas para as projeções do PIB este ano. Talvez a explicação esteja justamente no forte impulso fiscal iniciado em 2022 e perpetuado pelo atual governo. Deve-se alertar que existe um movimento do BNDES para a retomada da concessão de crédito com taxas subsidiadas, o que atrapalharia ainda mais a eficácia da política monetária.

Com a atividade forte, expectativas desancoradas e política fiscal expansionista, o resultado tem sido uma inflação subjacente acima de 6%, mais que o dobro da meta de inflação. Olhando para frente, acreditamos que um processo de desinflação capaz de abrir espaço para cortes de juros deveria passar por um aperto das regras fiscais propostas no Congresso, a não utilização de política parafiscal e também a manutenção da meta de inflação em 3%, que teria impacto baixista nas expectativas. Uma possível desaceleração mais significativa da economia mundial e queda adicional dos preços de *commodities* também poderia ajudar o processo de desinflação. Mantemos a visão de que a Selic começará a ser reduzida apenas no começo 2024, mas com uma possível antecipação se começarmos a ver um alinhamento dos fatores citados acima.

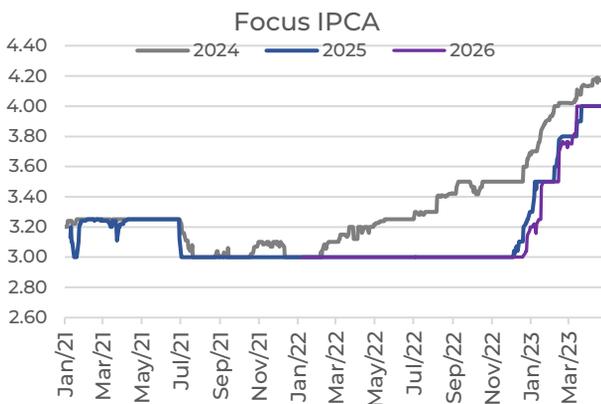


Gráfico 3. Fonte: BCB



Gráfico 4. Fonte: Ministério do Trabalho

Comentários sobre o resultado

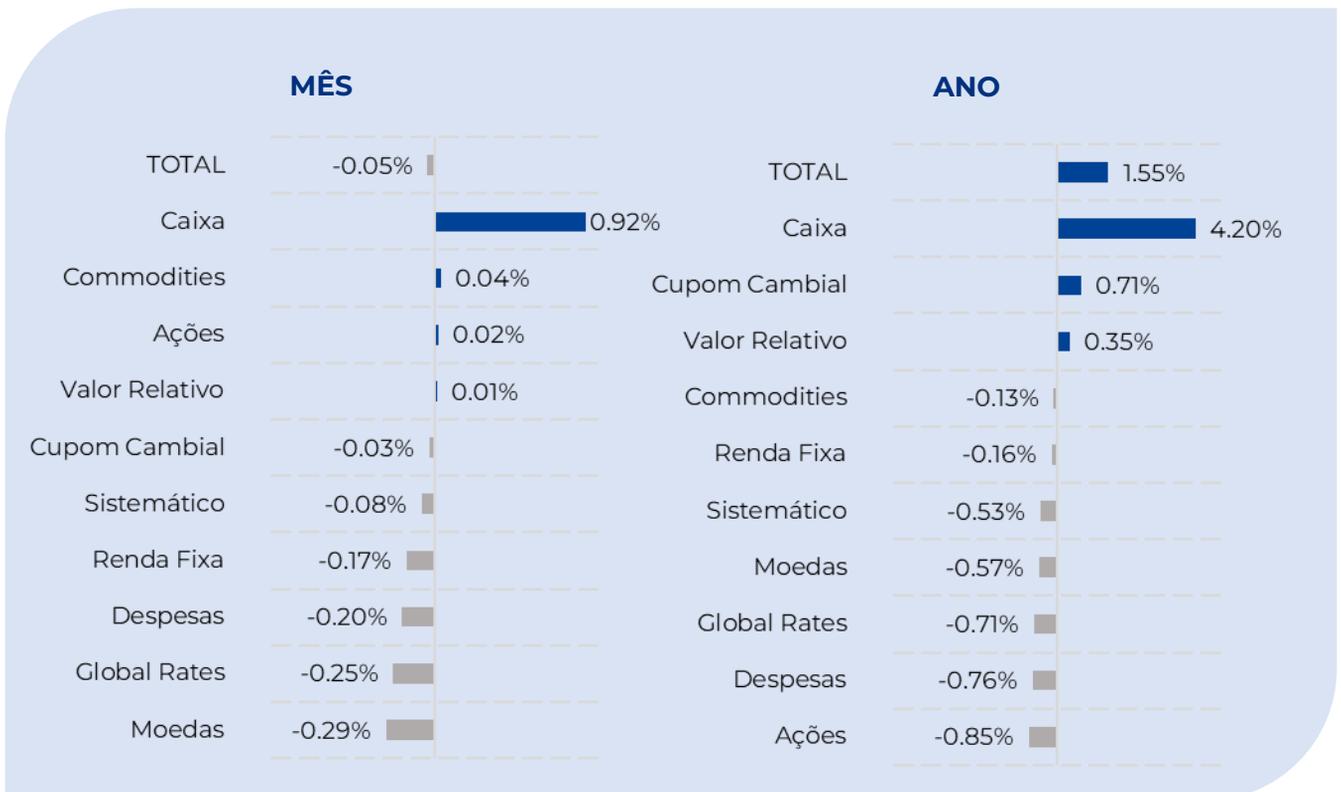
Em abril, o destaque positivo da atribuição de performance veio de ganhos marginais em *commodities*, ações e valor relativo. Do lado negativo, a estratégia de *global rates* teve resultado negativo com posições tomadas no Japão. Ainda, o *book* de moedas também mostrou performance negativa, com a contribuição positiva em EUR sendo mais do que compensadas por perdas no BRL e AUD.

Para este mês, mantivemos as posições tomadas em juros no Japão e aumentamos a posição aplicada em taxa na Nova Zelândia. Em moedas, seguimos comprados em EUR e JPY.

No Brasil, mantemos posições aplicadas no meio da curva pré, por conta da suavização do discurso do BC na margem, e compradas no dólar contra o real pela piora dos preços de *commodities* e pessimismo com a política fiscal. Ainda, estamos tomados no *spread* do cupom cambial contra a libor, por uma sazonalidade pior para o fluxo cambial à frente.

Atribuição de Performance

D'Artagnan | Abril 2023



Rentabilidade dos Fundos

| Fundo | Mês | Ano | 12M | 24M | 36M | Desde o Início | Data de Início | PL Médio Fundo (milhões) | PL Médio Estratégia (milhões) | |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|----------------|----------------|--------------------------|-------------------------------|--|
| Multimercado Macro | | | | | | | | | | |
| D'ARTAGNAN FIC FIM 19.212.817/0001-51 | -0.05% | 1.55% | 2.39% | 14.44% | 24.71% | 157.22% | 06/12/2013 | R\$ 149.44 | R\$ 1,036.23 | |
| DUMAS FIC FIM 18.961.501/0001-08 | -0.02% | 1.57% | 2.41% | 14.36% | 24.62% | 155.63% | 22/10/2013 | R\$ 348.79 | R\$ 1,036.23 | |
| VALLON FIC FIM 37.828.294/0001-54 | -0.34% | 0.84% | 0.10% | 14.67% | - | 16.31% | 31/07/2020 | R\$ 272.75 | R\$ 287.59 | |
| PORTHOS FIC FIM 35.491.437/0001-50 | -0.50% | 0.46% | -1.05% | 15.67% | 32.54% | 25.94% | 02/03/2020 | R\$ 378.12 | R\$ 820.49 | |
| Multimercado Previdenciário | | | | | | | | | | |
| ARAMIS FIC FIM 29.852.665/0001-05 | 0.23% | 2.13% | 7.11% | 11.72% | 17.50% | 27.78% | 08/08/2018 | R\$ 6.59 | R\$ 8.67 | |
| PARIS FIC FIM 41.867.393/0001-12 | -0.49% | -0.26% | - | - | - | 0.70% | 04/05/2022 | R\$ 11.16 | R\$ 60.44 | |
| Sistemático | | | | | | | | | | |
| PASCAL FIC FIM 41.969.176/0001-33 | 0.30% | 0.97% | 8.62% | - | - | 21.11% | 01/09/2021 | R\$ 20.31 | R\$ 20.27 | |
| Indicadores | Mês | Ano | 12M | 24M | 36M | | | | | |
| CDI | 0.92% | 4.20% | 13.42% | 21.42% | 24.04% | | | | | |
| IBOV | 2.50% | -4.83% | -4.99% | -13.73% | 28.43% | | | | | |
| | | | | | | | | | Data-base: 28/04/2023 | |

Todos os nossos fundos estão abertos para aplicação. Se quiser saber mais sobre as estratégias, acesse nosso [site](#).

Caso tenha dúvidas sobre nossos fundos ou de como investir, fale com a gente através do e-mail comercial@garde.com.br.

Aproveite para seguir a Garde nas redes sociais. Os links de cada uma estão ao final da página, nos ícones do rodapé.

AVISOS LEGAIS:

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 material 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 material 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 material 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 material. 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 contém 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, disponíveis em <https://www.garde.com.br/> no menu "Fundos". 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 material. O conteúdo deste material 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.

