



## AGENDA LIBERAL NOS TRILHOS

**GARDE**

Junho 2021

### Sumário

Bancos Centrais: Navegando em meio às Incertezas	2
Mensurando a Qualidade da Agenda Econômica	4
Rentabilidades e Atribuição de Performance	7

#### 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 Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015, não realizando, portanto, a distribuição de qualquer outro ativo financeiro. Exceto com relação aos Fundos, as informações contidas neste e-mail 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 Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013. A Garde não assume qualquer compromisso de publicar atualizações ou revisões dessas previsões. 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. Os 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. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa dos formulários de informações complementares e dos regulamentos dos Fundos ao aplicar seus recursos. 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, prazo de carência, conversão e liquidação para movimentações, taxas de administração, performance, entrada e saída cabíveis aos Fundos, tratamento tributário perseguido, utilização de derivativos, aquisição de ativos negociados no exterior, concentração de poucos emissores de ativos de renda variável, entre outras informações poderão ser adquiridas em documentos específicos tais como: Formulários de Informações Complementares, Lâminas e Tabela resumo referente as características gerais dos Fundos, ou através do site [www.garde.com.br](http://www.garde.com.br).



## Bancos Centrais: Navegando em meio às Incertezas

- Nos EUA, surpresas históricas em dados econômicos importantes em maio colocaram ingredientes extras no cenário, tornando a leitura sobre a situação corrente ainda mais desafiadora.
- Ainda assim, a “discussão sobre a discussão” da redução de compra de ativos vem lentamente ganhando força entre os membros do FOMC. Devemos ver estratégias de saída sendo debatidas nas atas de junho ou julho, com um anúncio mais incisivo ocorrendo ao fim do 3º trimestre.
- O ECB deve manter postura ainda bastante estimulativa após sua reunião de junho, mesmo diante de nítido reajuste positivo nas expectativas econômicas com o avanço da vacinação.
- Na China, o cenário segue otimista, mas novas surpresas negativas nos dados de crédito e consumo exigem cautela com riscos adiante.
- A postura dos Bancos Centrais mediante temas globais e idiossincráticos será decisiva na performance relativa dos ativos ao longo dos próximos meses – consequentemente, entender a posição de cada um no ciclo de juros volta a ganhar importância central.

Maio foi um mês interessante do ponto de vista de dados macroeconômicos, em especial nos Estados Unidos. Tivemos **duas surpresas históricas em termos de magnitude tanto na inflação quanto no mercado de trabalho** (Gráfico 1), tornando ainda mais complexo o contexto econômico no país, em especial na ótica do Fed.

Apesar de apenas 266 mil vagas geradas em abril, **os dados do non-farm payroll escondem um mercado de trabalho muito mais apertado do que parece à primeira vista** (como ilustrado no Gráfico 2), com possível impacto adverso de fatores como o fechamento de escolas, medo da pandemia e o salário de reserva impulsionado pelos benefícios extras de seguro-desemprego. Um racional semelhante pode ser aplicado à surpresa na inflação, cujos números tanto no *headline* quanto de núcleo atingiram valores que não eram vistos há anos, na esteira de efeitos-base, reabertura de setores deprimidos durante a pandemia e descompassos nas cadeias de produção que geraram – e deverão ainda fazê-lo por meses – pressões de custos.

Entender a função de reação do Fed nesse ambiente extremamente volátil em dados de ambos os seus mandatos (inflação e emprego) é crucial para a avaliação do pano de fundo que ditará o comportamento dos ativos nos próximos meses. Essa função ficou um pouco mais clara após a ata da reunião de abril, que trouxe outra surpresa relevante ao cenário: **alguns membros do FOMC levantando a possibilidade de eventualmente discutir a**

**retirada gradual dos estímulos nas próximas reuniões.** Embora o FOMC tenha acontecido antes de ambas as surpresas citadas acima, o discurso de diversos integrantes continuou indo nessa linha ao longo do mês, e devemos ver estratégias de saída sendo discutidas em junho ou julho. Entretanto, com a necessidade de evitar erros do passado e fragilizar a recuperação, acreditamos que o Fed só irá tomar uma decisão mais assertiva quanto ao cenário com menos ruído nos dados – algo que deve acontecer ao final do 3º trimestre.

Na Zona do Euro, maio foi marcado pela **continuidade do bom ritmo de vacinações e da melhora nas expectativas quanto ao cenário econômico**, com governos locais gradualmente delineando seus planos de reabertura. Alguns dados já refletem tal melhora, como o PMI do setor industrial (Gráfico 3), com destaque individual para a Alemanha.

### Surpresas Econômicas (desvio da mediana de projeções)

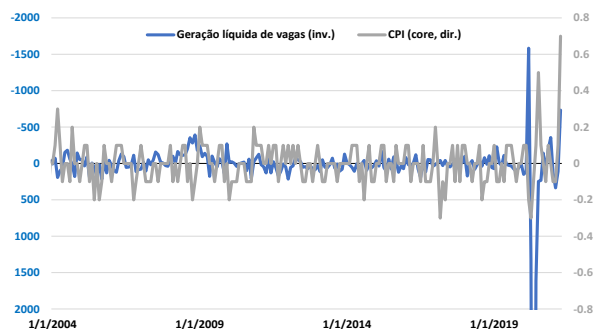


Gráfico 1. Fonte: BLS, Bloomberg.

Entretanto, **essa performance não parece ter sido suficiente para mudança de postura do ECB como um todo** – embora alguns participantes mais *hawks* tenham dado indicativos sobre eventual retirada de estímulos, a grande maioria continua paciente e até mesmo atenta à recente alta dos *yields* locais. Assim, ainda **apostamos numa estabilidade ou redução pequena no ritmo de compra de ativos a ser anunciado em junho**, que apesar disso deve incorporar revisões positivas nos cenários de inflação e atividade do corpo técnico do ECB.

Na China, **mantém-se o cenário de crescimento marginal em linha com o potencial, que deve resultar num PIB aumentando mais de 8% em 2021**. Entretanto, com mais um mês de surpresas negativas em alguns dados importantes – principalmente na geração de crédito e nas vendas no varejo – **vale ressaltar que existem riscos no horizonte**. Ainda assim, com a vacinação em curso (batendo o recorde de mais de 10 milhões de doses aplicadas em um único dia) e certa defasagem pela qual os impulsos monetários atuam sobre os mercados, especialmente de *commodities*, **o país asiático deve contribuir positivamente para economias emergentes neste ano**. Mesmo diante desses dados, o que chamou atenção positivamente foi a performance da moeda local em (Gráfico 4), um dos destaques na boa performance contra o dólar em Maio.

Em tempo, outro ingrediente que será crucial ao desempenho dos ativos daqui para frente é **a função de reação dos Bancos Centrais diante desse ambiente extremamente desafiador**, com heterogeneidade nos ritmos de reabertura aliadas a fatores comuns como desarranjos na cadeia produtiva e pressão inflacionária, principalmente graças aos preços das *commodities*. **O mapeamento da posição de cada autoridade monetária no ciclo de juros torna-se peça-chave para os mercados, com aqueles mais *hawks* eventualmente promovendo maior suporte às suas moedas**. Nesse sentido, destaca-se no mundo desenvolvido os Bancos Centrais de Canadá, que já iniciou o processo de redução do seu balanço de ativos; da Noruega, cujo *forward guidance* já indica início do processo de alta de juros ao fim deste ano; e da Nova Zelândia, que promoveu uma guinada relevante no seu último anúncio de política monetária.

No mundo emergente, alguns BCs já se encontram no meio do ciclo de alta – como no Brasil, na Rússia e na Turquia; enquanto outros vem endurecendo o discurso recentemente, como Chile, Colômbia e Coreia do Sul.

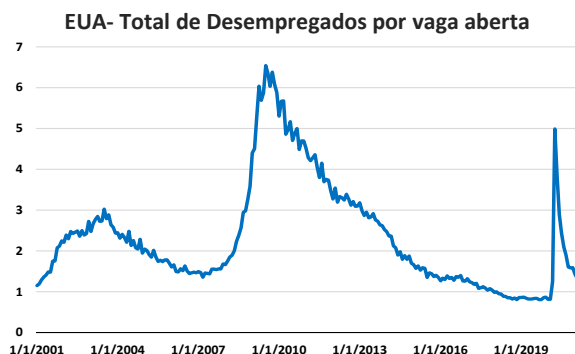


Gráfico 2. Fonte: BLS, JOLTS.

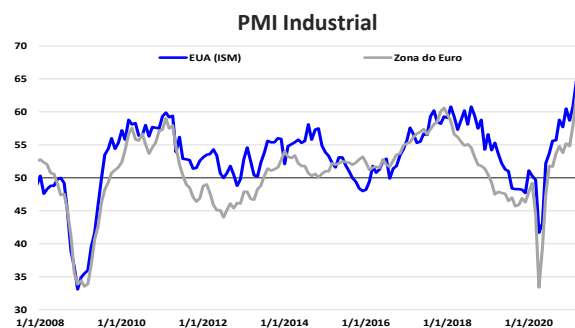


Gráfico 3. Fonte: Markit, ISM.



Gráfico 4. Fonte: Bloomberg.

## Mensurando a Qualidade da Agenda Econômica

- Apesar de muitos percalços e ruídos durante o último ano, trazidos pela pandemia e suas consequências para o cenário político, temos vistos avanços na agenda liberal personificada nas ideias do ministro Paulo Guedes, com destaque para o avanço das reformas microeconômicas mais recentemente.
- Mantemos nossa visão para um cenário mais otimista no curto prazo, com a retomada mais robusta da atividade econômica seguindo um processo de vacinação que deverá ganhar força nos próximos meses.
- Por outro lado, o cenário de inflação segue pressionado, com mais um elemento complicador, dessa vez vindo da crise hídrica no país que deverá manter pressão sobre os preços de energia e, possivelmente, alimentos.
- No setor externo, revisamos nossa balança comercial para US\$ 73 bilhões este ano, o que deverá levar ao primeiro superávit em transações correntes desde 2007.

O governo Bolsonaro tem sido marcado por grande volatilidade e ruídos políticos, que aumentaram significativamente durante o desafiador período da pandemia. Em certos momentos, **a adoção de medidas e discursos mais populistas remeteram a um possível distanciamento da agenda liberal** pregada durante a campanha eleitoral e personificada na imagem do ministro Paulo Guedes. No entanto, **ao longo do tempo temos visto que reformas importantes têm sido aprovadas**. Na análise do balanço geral das medidas adotadas por um governo é fácil se perder em meio a avalanche de informações que nos deparamos todos os dias. Portanto, de maneira a tentar avaliar os avanços e retrocessos da agenda proposta no começo do governo ao longo do tempo, **desenvolvemos um índice que se propõe a quantificar a aderência das medidas adotadas à agenda liberal, para que posto em perspectiva possamos melhor avaliar o desempenho do governo até o momento**.

O Índice de Aderência à Agenda Liberal (IAAL-Garde) é formado por 4 grandes grupos:

- i) Agenda de Diminuição e Administração do Estado
- ii) Reformas Estruturais
- iii) Agenda de Produtividade
- iv) Cumprimento do Teto de Gastos e Resultado Primário

Para cada grupo existem diversas sub aberturas em que as medidas adotadas são avaliadas conforme a qualidade, impactos e riscos percebidos durante seu processo de discussão e aprovação (ver a Figura 1). Os pesos entre as diversas categorias também são definidos conforme julgamento próprio em relação a importância relativa de cada ponto da agenda do governo. Por fim, definimos 5 momentos mais importantes desde 2019, com a atribuição de notas para as aberturas em cada

**Principais Aberturas do Índice de Aderência à Agenda Liberal (IAAL- Garde)**

Administração do Estado	Reformas estruturais	Produtividade	Teto e primário
<b>Concessões</b> <b>Gestão de Estatais</b> Petro BB Demais <b>Privatização</b> Eletrobras Correios Demais	<b>Previdência</b> <b>Pacto Federativo</b> Emergencial Fundos Pacto Federativo <b>Administrativa</b> <b>Tributária</b>	<b>Agências reguladoras</b> <b>Autonomia BC</b> <b>Marcos Setoriais</b> Saneamento Gás Start-ups Lei Cambial Demais <b>Abertura comercial</b>	<b>Cumprimento do teto</b> Regra cumprida? Houve gasto fora do teto <b>Receita</b> <b>Despesas</b>

Figura 1. Fonte: Garde



um dos períodos escolhidos, de forma a identificarmos a evolução da agenda do governo.

Nos Gráficos 5 e 6, podemos ver a evolução do índice total como também sua composição que tem variado significativamente ao longo do tempo. Vemos que, no final de 2019, a nota estava em 6.2, com destaque para a aprovação da Reforma da Previdência - principal item da agenda daquele ano. A pandemia em 2020 fez com que o índice caísse fortemente, atingindo seu nível mais baixo, especialmente pela queda do sub-índice relativo à situação fiscal. **A principal penalização veio por conta de vultuosos gastos fora do teto, além de tentativas de burlar as regras fiscais como, por exemplo, no episódio dos precatórios.**

No entanto, com o arrefecimento da pandemia, o término do auxílio emergencial, a eleição para as mesas do Congresso - com presidentes das casas mais alinhados à agenda do governo - e a aprovação de diversas reformas microeconômicas, o índice voltou a subir. Tivemos ainda dois episódios que diminuíram marginalmente o indicador nos meses seguintes, como a mudança do comando da Petrobras (sob um discurso mais intervencionista) e a aprovação do Orçamento não-factível que, novamente, trouxe riscos para o teto de gastos. Ainda assim, ao fim e ao cabo, vimos uma recuperação do índice com a diminuição da retórica intervencionista, solução do impasse do orçamento e cumprimento da regra do teto de gastos - apesar de cerca de R\$ 100 bilhões fora dele para despesas relacionadas à pandemia.

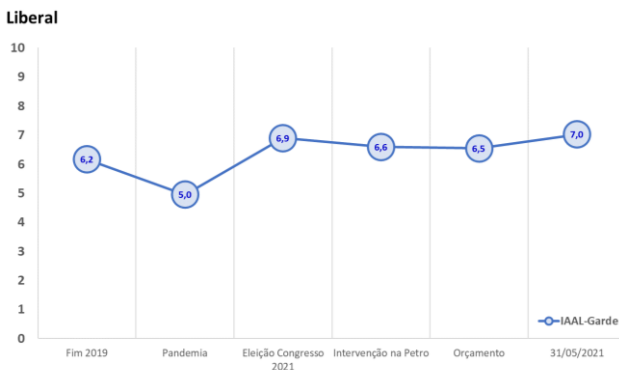
Em suma vemos que, **a despeito da constante presença de ruídos políticos ao longo do tempo, o governo segue avançando na direção reformista de melhoria do ambiente de negócios e sustentabilidade fiscal.**

Vale dizer que mantemos nossa visão de que **estamos na travessia para um cenário menos conturbado**, com relativo controle da pandemia, avanço da vacinação e recuperação da atividade econômica de maneira mais robusta no 2º semestre. No nosso cenário, o PIB deverá apresentar crescimento de 5,0% este ano, o que também tem contribuído para a melhora dos indicadores fiscais (Gráfico 7), via surpresas positivas na arrecadação e pelo efeito matemático de um maior denominador nas razões fiscais (por exemplo, a relação dívida/PIB).

**Em relação à inflação, seguimos preocupados com a tempestade perfeita que se forma para este ano, com as pressões sobre preço de energia elétrica resultante da crise hídrica que o país está passando, se somando às demais que temos destacado.** Nossas projeções para o IPCA estão em 6.1% este ano e 3.8% em 2022, o que conjuntamente com a resiliência da atividade econômica deverá fazer com que o BC enfraqueça ou até mesmo abandone a indicação de “ajuste parcial” já na próxima reunião do Copom em junho, admitindo levar a taxa de juros para o nível neutro de 6.5%.

Por fim, vale a nota que revisamos nossa balança comercial para US\$ 73 bilhões este ano,

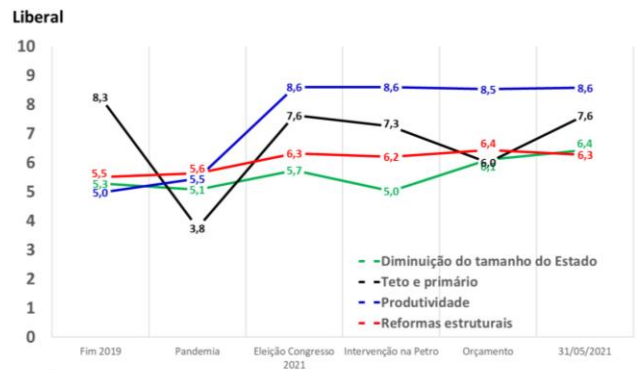
Índice de Aderência à Agenda Liberal (IAAL – Garde)



Populista

Gráfico 5. Fonte: Garde

Composição IAAL - Garde



Populista

Gráfico 6. Fonte: Garde

dada a ótima performance das nossas exportações de *commodities*. Com esse resultado expressivo, devemos ver pela primeira vez desde 2007 um superávit em transações correntes, alcançando 0.8% do PIB. Portanto, seguimos confiante que os fluxos cambiais devam seguir melhorando ao decorrer deste ano.

### Dívida Bruta do setor Público: Surpresas Positivas

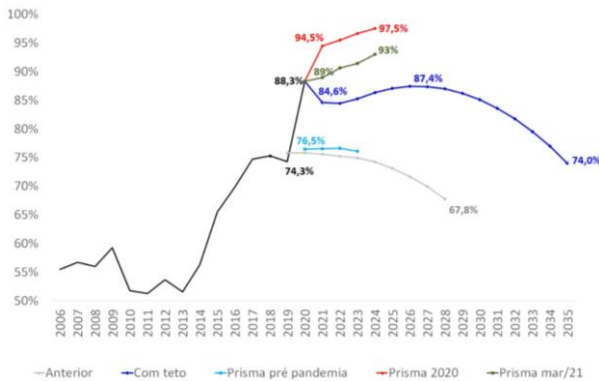


Gráfico 7. Fonte: BCB

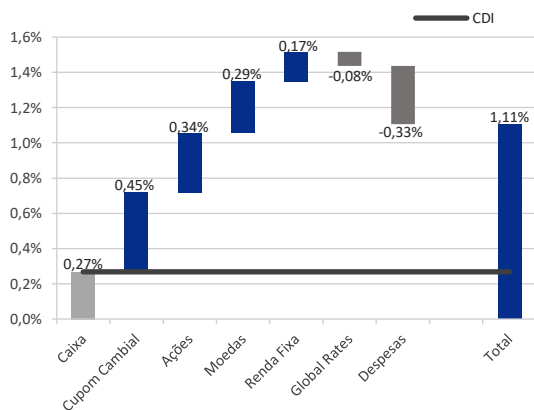
FUNDOS (%)	MÊS	ANO	12M	24M	36M	48M	60M
<b>D'Artagnan</b>   Multimercado	1,11	1,83	7,88	14,61	21,36	29,43	50,44
<b>Athos</b>   Long Biased	3,29	-1,91	17,41	27,54	-	-	-
<b>Aramis</b>   Previdência	1,33	0,68	6,60	9,87	-	-	-
<b>Porthos</b>   Alavancado	1,95	3,32	12,94	-	-	-	-

Indicadores (%)	MÊS	ANO	12M	24M	36M	48M	60M
CDI	0,27	0,96	2,18	7,17	14,00	22,75	39,03
Ibovespa	6,16	6,05	44,41	30,08	64,44	101,26	160,39

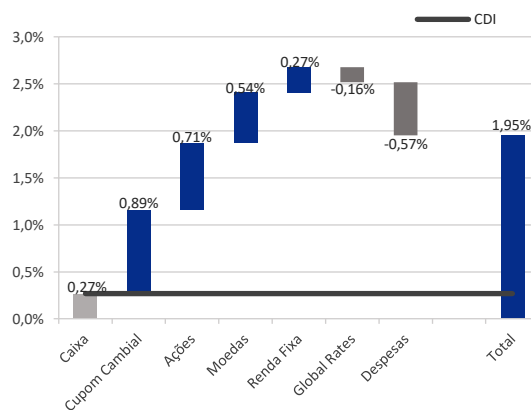
Rentabilidade até 31/05/2021

## Atribuição de Performance – Maio/21

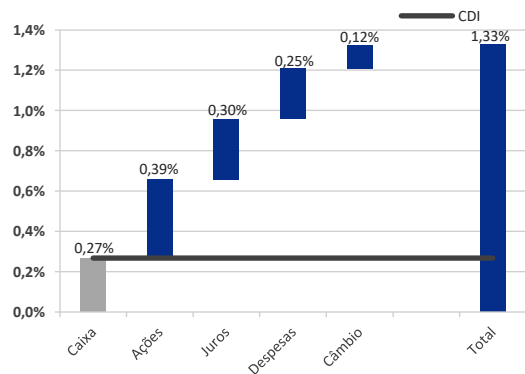
### D'Artagnan



### Porthos



### Aramis



### Athos

