



NAVEGANDO EM MEIO A DIVERGÊNCIAS

GARDE

Setembro 2021

Sumário

Políticas monetária e sanitária: navegando em meio a divergências	2
A crise energética e os efeitos sobre o cenário econômico	5
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.



Políticas monetária e sanitária: navegando em meio a divergências

- Acreditamos que dois dos principais *drivers* dos preços dos ativos nos últimos meses continuarão relevantes nos próximos meses, principalmente no mundo desenvolvido.
- As trajetórias de inflação e desemprego serão determinantes para a dinâmica dos ativos, principalmente quando ponderadas pelos compromissos de manutenção de juros assumidos por cada banco central em relação às suas metas.
- O mesmo vale para a função de reação dos governos locais a eventuais novas ondas de COVID-19, fatores diretamente relacionados ao grau de cobertura das vacinas em cada país.
- Elaboramos assim um arcabouço analítico que leva em conta esses dois fatores, o qual julgamos ser útil para identificar economias (e ativos) mais ou menos resilientes nesse pano de fundo.

Nos últimos meses, dois fatores se destacaram como *drivers* importantes para a dinâmica de preços dos ativos no mundo desenvolvido. De um lado, novas ondas de casos de COVID-19 atreladas à proliferação da variante Delta desencadearam respostas diferentes das autoridades locais em termos de medidas de restrição. De outro, e de certa forma relacionada ao primeiro ponto, em maior ou menor grau os Bancos Centrais seguiram se aproximando do início do processo de normalização monetária, conforme os dados e as expectativas econômicas caminharam rumo aos seus próprios objetivos de política monetária. Acreditamos que esses fatores continuarão sendo cruciais no curto prazo e, dessa forma, elaboramos um arcabouço próprio para ajudar a identificar economias dentro do G-10 que são mais ou menos sensíveis a esses temas.

Começando pela parte relativa à política monetária, é importante termos em mente que diante dos choques extremamente adversos da crise, **os Bancos Centrais foram obrigados a intensificar o uso de mecanismos alternativos de política monetária.** Entre eles, todos se apoiaram no uso do *forward guidance*, compromissos assumidos com a manutenção das taxas de juros baixas por mais tempo no futuro para que, via expectativas, haja efeito estimulativo no presente.

Levando em conta seus próprios objetivos de política monetária (inflação, emprego ou ambos), diversos Bancos Centrais assumiram esses compromissos não apenas baseados nas suas expectativas para essas variáveis, mas foram além: prometeram se basear nos dados correntes.

Isso significa que, tudo mais constante, eles demorariam ainda mais para iniciar o processo de normalização monetária, uma vez que mesmo que suas projeções apontem para o cumprimento das metas no horizonte de política monetária, eles precisariam de fato esperar acontecer para agir. É o caso, por exemplo, do Banco Central do Canadá, que manterá os juros nas mínimas até que o hiato de desemprego seja absorvido, e do Banco Central da Austrália, que se comprometeu a não aumentar os juros até a inflação estar rodando consistentemente dentro da banda de 2% a 3%.

Já outros Bancos Centrais não foram por esse caminho e ainda mantiveram seus compromissos baseados nas suas projeções. É o caso do Banco Central da Inglaterra e do Banco Central Europeu – sobre este último, no entanto, vale ressaltar que a condição para subida de juros está amarrada a condições mais difíceis de serem atingidas, uma vez que após a revisão do seu *framework* divulgada em julho é necessário que as projeções de inflação estejam rodando na meta pela maior parte do horizonte de projeção, e não apenas ao fim deste. Isso o coloca no meio do caminho entre condições mais rígidas e menos rígidas de serem atingidas. Por fim, alguns Bancos Centrais deste grupo optaram por não se amarrar em objetivos específicos – casos de Suíça, Noruega e Suécia.

A Tabela 1 resume esses pontos assim como a distância das variáveis-chave para sua meta (no caso da inflação) e suas estimativas de pleno emprego (no caso do desemprego). Optamos por focar nas projeções dos próprios Bancos Centrais

para 2022 em vez de dados correntes, uma vez que o caráter temporário da inflação e a situação ainda deteriorada do mercado de trabalho colocam muito ruído no curto prazo. **Aqui, vale também uma atenção especial ao *Federal Reserve*.**

Diante da crise, além do corte nas taxas de juros e aceleração do programa de compra de ativos, **o Fed também incrementou seu *Forward Guidance*** – isso sob um novo arcabouço de política monetária divulgado em agosto de 2020, **com metas mais brandas de inflação e mercado de trabalho.** Entretanto, o Fed também foi o único Banco Central a ter um compromisso diferente para seu programa de compra de ativos (QE) e para as taxas de juros. Enquanto a condição para subir juros prescreve os dados correntes rodando em linha com seus objetivos de inflação média em 2% e mercado de trabalho consistente com o que o comitê considera como pleno emprego, em relação ao QE, ele continuará no ritmo atual apenas até a economia ter atingido “progresso substancial” rumo a esses objetivos. **Não à toa, temos expectativas de que o *tapering* seja formalizado em novembro, iniciado em dezembro e feito em cerca de 6 reuniões, finalizando em meados de 2022;** enquanto para o início do processo de alta de juros, acreditamos que deva se iniciar em dezembro de 2022 ou no 1º trimestre de 2023.

A Tabela 1 também traz uma outra variável extremamente importante para o segundo tema ao qual nos referimos no início desta carta: a dinâmica esperada da pandemia e seus possíveis efeitos sobre cada economia. Mais precisamente, o percentual da população imunizado é crucial para fazer frente à disseminação da mais infecciosa variante Delta. Além disso, nessa análise é imprescindível levar em conta outro fator: o grau de sensibilidade dos governos locais a novos epicentros de casos de COVID-19. É nítida a diferença das economias ocidentais, muitas já trabalhando com reabertura completa e maior cobertura de vacinação, e economias orientais – como Austrália, Nova Zelândia e Ásia em geral – que tem sensibilidade muito maior a esse tema, reintroduzindo novos *lockdowns* em resposta a um número muito menor de casos. **Portanto, economias mais vacinadas e mais lenientes em termos de medidas de restrição tendem a ter exposição menor a esse risco se comparadas às outras.**

Levando em conta o grau de compromisso – e distância para este – de cada Banco Central e a sensibilidade à pandemia (ponderando o grau de vacinação e o grau de reação de cada governo a eventuais aumentos de casos), atribuímos notas

Indicadores monetários e vacinação G-10

	EUA	Zona do Euro	Japão	Reino Unido	Noruega	Suécia	Suíça	Canadá	Nova Zelândia	Austrália
Meta de Inflação (%)	2	2	2	2	2	2	<2	2	1 - 3	2 - 3
Tx. natural de desemprego (%)*	4	7.9	2.9	4.8	3.5	6.5	4.5	6.2	4.4	5.3
FG - tipo de compromisso	Híbrido	Híbrido	Realizado	Projetado	-	-	-	Realizado	Realizado	Realizado
Dados correntes										
Inflação (12m, %)	4.0	2.2	-0.4	2.0	3.0	1.4	0.7	3.7	3.3	3.8
Inflação - núcleo (12m, %)	3.5	0.7	-0.8	1.8	1.1	0.7	0.2	2.8	1.2	1.6
Tx. de desemprego (%)	5.4	7.9	2.9	4.8	3.1	8.0	3.0	8.0	4.0	5.2
Projeções dos BCs (quando provisionadas)										
Projeção inflação 2022	2.1	1.5	0.9	2.5	1.1	1.7	0.6	2.4	2.2	1.75
Projeção núcleo 2022	2.1	1.3			1.3	1.5				1.75
Projeção desemprego 2022	3.8	7.9		4.25	2.3	7.4			3.9	4.25
Desvios das projeções dos BCs...										
Inflação 2022 - meta	0.1	-0.5	-1.1	0.5	-0.9	-0.3	-1.4	0.4	0.2	-0.8
Núcleo 2022 - meta	0.1	-0.7			-0.7	-0.5				-0.8
Desemprego 2022 - taxa de LP	-0.2	0.0		-0.6	-1.2	0.9			-0.5	-1.1
Vacinação										
Vacinação 1 dose (% da pop.)	8	10	11	9	22	13	8	7	17	19
Vacinação 2 doses (% da pop.)	52	59	43	63	49	52	51	67	21	26

* = taxa de desemprego condizente com o pleno emprego (aquele que mantém a inflação na meta). Fonte: OCDE, 2020.

Tabela 1. Fonte: OCDE, Bloomberg e os respectivos Bancos Centrais.

subjetivas a cada país e ilustramos o resultado na Figura 1. Podemos traçar algumas conclusões interessantes: por exemplo, com avanços relevantes nos programas de vacinação que permitiram a continuidade da reabertura, e projeções otimistas quanto ao cumprimento de suas metas de emprego e inflação ao longo de 2022, economias como a dos EUA, Canadá e Reino Unido parecem melhor posicionadas para tratar desses temas. Do outro lado, Austrália e principalmente Japão parecem economias mais frágeis, seja por pouquíssimo avanço no processo de vacinação e grande reatividade a novos casos de coronavírus, seja por Bancos Centrais extremamente *doves* e muito longe de seus objetivos de inflação sustentada. **Acreditamos que um arcabouço como esse seja de grande ajuda para navegar os mercados globais nos próximos meses, identificando possíveis vencedores e perdedores diante dos desafios postos, e dessa forma, boas oportunidades de investimento.**

Scorecard de resposta de política monetária e sanitária – G-10

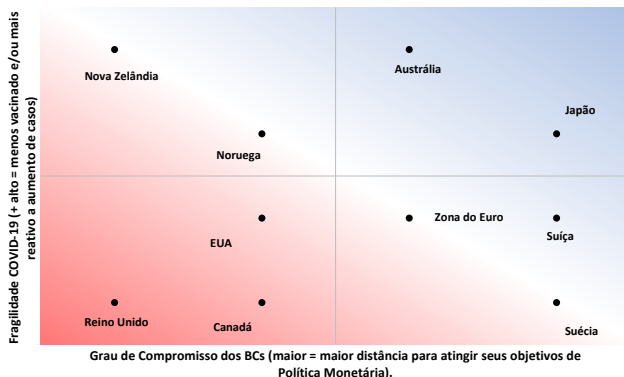


Figura 1. Fonte: Garde.

A crise energética e os efeitos sobre o cenário econômico

- Crise hídrica tem resultado em aumentos dos riscos à frente, sendo que parte deles já está sendo materializado tanto em uma inflação mais alta como na piora das perspectivas de crescimento.
- Do lado da inflação, as pressões sobre o preço de energia se juntam ao cenário de tempestade perfeita inflacionária e já vemos a inflação deste ano se aproximando de 8%. O BC deverá reagir à piora do cenário inflacionário e entregar um maior ciclo de alta na taxa Selic, que deve chegar a 8,5% no começo de 2022.
- Reavaliando a trajetória de juros e adicionando os efeitos das restrições de oferta de energia, revisamos o crescimento de PIB para 2022 de 2% para 1,4%.
- Do lado fiscal, essa piora do ambiente econômico traz muitos mais desafios à frente. A inflação diminui o espaço no teto de gastos para o novo Bolsa Família em 2022, ao mesmo tempo que alimenta a demanda política pela expansão do programa social, conforme diminui o poder aquisitivo da população de menor renda.
- A fraqueza do governo em termos de popularidade, a piora das perspectivas de crescimento e a proximidade do processo eleitoral também advogam por uma maior propensão de concessão de benesses.

O Brasil está passando por uma das mais graves crises hídricas de sua história, o que tem resultado em baixos níveis de reservatórios (Gráfico 1) e aumento dos riscos de abastecimento de energia à frente, especialmente com as perspectivas climáticas deste ano que seguem desafiadoras. Com usinas térmicas ligadas, que geram energia a um custo mais elevado, a bandeira tarifária foi novamente reajustada para cima com a **criação da bandeira “escassez hídrica”, o que resultou em nova revisão altista da projeção para o IPCA deste ano, de 7,7% para 7,9%.**

Ainda que, na margem, essa pressão nos preços de energia tenha sido o principal fator para as revisões recentes das projeções de inflação, é inegável reconhecer que estamos vivendo um cenário de tempestade perfeita. Enquanto a desinflação dos preços de alimentos não ocorreu conforme o esperado, temos sido surpreendidos com a inflação de bens industriais mais pressionada, ao mesmo tempo em que os preços de serviços têm começado a mostrar recomposição mais significativa com o processo de reabertura econômica. **O Banco Central tem sinalizado que está atento a este processo de piora do cenário de inflação e com isso deverá promover um ciclo de alta de juros maior do que o antecipado.** Revisamos nossa Selic final de 7,5% para 8,5%, taxa que deverá ser alcançada na primeira reunião de 2022.

A reavaliação do cenário de Selic, juntamente com o cenário de restrição energética que já está sendo materializado via aumento dos preços de energia e que, possivelmente, também se materializará com um programa de incentivo a diminuição do seu consumo na indústria, deverão pesar sobre o crescimento econômico. Dessa maneira, **revisamos nosso crescimento do PIB projetado para 2022 de 2% para 1,4%**, enquanto mantivemos para este ano a projeção de 5,5%, que ainda reflete a concretização do cenário de reabertura econômica seguindo o bom processo de vacinação e melhora dos números da pandemia.

Em suma, o cenário econômico está muito mais desafiador prospectivamente, com a conjuntura de inflação e taxa de juros maiores e uma perspectiva de crescimento mais baixo.

Nível dos Reservatórios no Sudeste

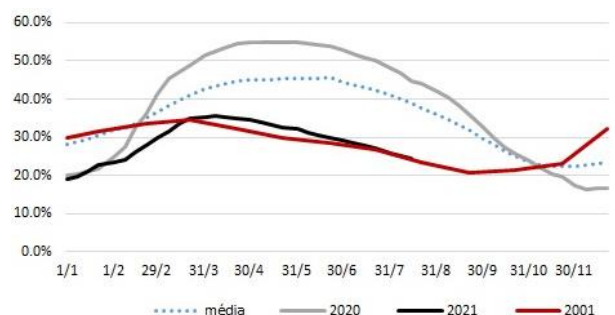


Gráfico 1. Fonte: ONS.

A deterioração do cenário econômico gera maiores riscos à frente, especialmente quando levamos em conta a combinação de um governo mais fragilizado em termos de popularidade (Gráfico 2) e uma maior proximidade das eleições de 2022.

O efeito mais direto da piora do cenário de inflação para este ano, no âmbito fiscal, é a diminuição do espaço no limite do teto de gastos para 2022. Essa limitação vem no mesmo momento em que a inflação também gera queda no poder de compra das camadas mais pobres da população e a piora das projeções para o crescimento do PIB também impacta negativamente as perspectivas para o mercado de trabalho. Com isso, temos que a demanda política para uma expansão dos programas sociais, mais notoriamente do Bolsa Família, aumenta com a piora do ambiente econômico ao mesmo tempo em que se diminui cada vez mais o espaço para tanto dentro das regras fiscais vigentes (teto de gasto).

Para agravar o problema, a questão dos precatórios já discutida na nossa Carta Mensal anterior veio adicionar ao imbróglgio fiscal. Ainda que, à luz de hoje, a solução que aparenta ser mais consensual no meio político em Brasília seja a solução via manobra no Conselho Nacional de Justiça (CNJ), patrocinada pelo presidente do STF, Luiz Fux, ainda não enxergamos a questão como resolvida. Não obstante que esta solução tenha como benefício não ter a necessidade da tramitação de uma PEC no Congresso com os riscos inerentes de afrouxamento das regras fiscais, ela apenas empurra o problema para o futuro ao acumular um grande passivo de precatórios a serem pagos à frente. Pela forma inusitada que está sendo gerida (via CNJ) é possível antever que haverá um grande questionamento sobre a legalidade dessa solução, o que já começa a ser questionado por parte da opinião pública.

Dessa maneira, seguimos vendo um processo turbulento para equacionamento da demanda política pela expansão do bolsa família, com a diminuição no espaço do teto e piora das perspectivas de crescimento. Neste sentido a crise hídrica/energética já adiciona mais fervura nesse ambiente desafiador, mesmo sem considerar cenários mais drásticos de efetiva necessidade de racionamento de energia (que exacerbaria ainda mais

a piora do cenário). Ainda que alívios de curto-prazo sejam possíveis, estruturalmente mantemos uma visão bem preocupada com o ambiente econômico, político e fiscal a medida que nos aproximamos das eleições do próximo ano.

Aprovação do Governo

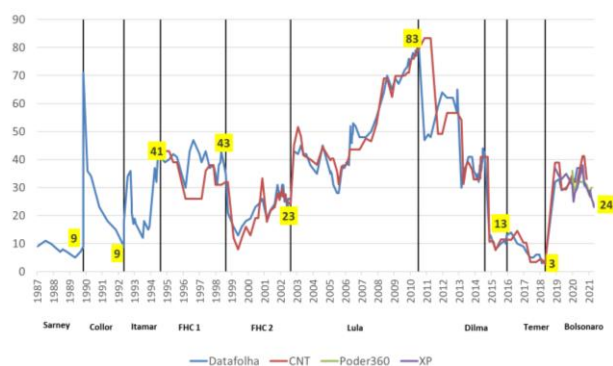


Gráfico 2. Fonte: Datafolha, CNT, Poder260 e XP Investimentos.

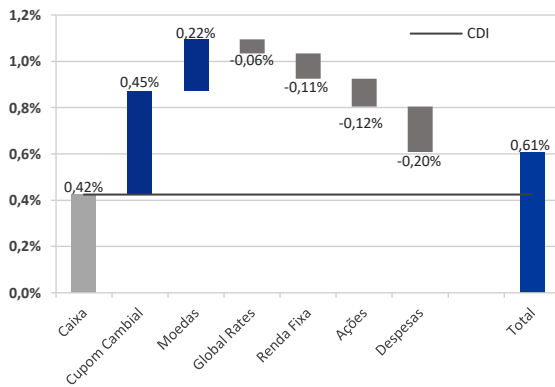
FUNDOS (%)	MÊS	ANO	12M	24M	36M	48M	60M
D'Artagnan Multimercado	0,61	2,36	3,71	11,62	21,35	23,90	45,84
Athos Long Biased	-0,87	-2,56	-1,49	15,87	-	-	-
Aramis Previdência	0,10	0,54	2,01	5,55	-	-	-
Porthos Alavancado	0,88	3,60	5,82	-	-	-	-
Vallon Alavancado	0,75	2,61	4,05	-	-	-	-

Indicadores (%)	MÊS	ANO	12M	24M	36M	48M	60M
CDI	0,42	2,06	2,70	6,68	13,38	21,14	35,76
Ibovespa	-2,48	-0,20	19,54	17,45	54,91	67,69	105,14

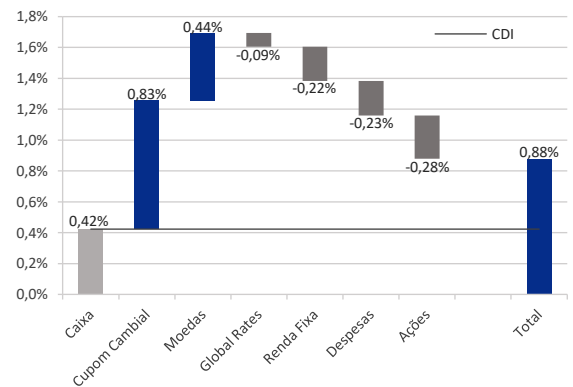
Rentabilidade até 31/08/2021

Atribuição de Performance – Agosto/21

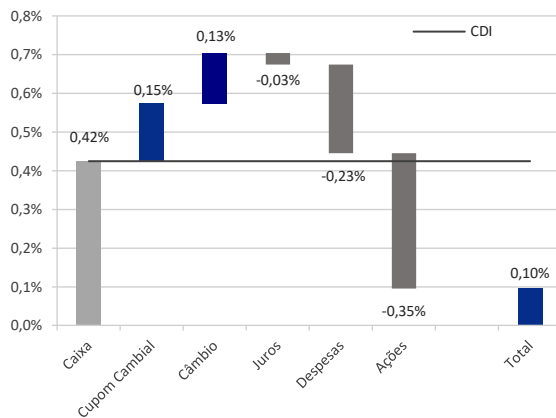
D'Artagnan



Porthos



Aramis



Athos

