



## A RUÍNA DO TETO

**GARDE**

Novembro 2021

### Sumário

A Bola está com os Bancos Centrais	2
A Ruína do Teto	4
Rentabilidades e Atribuição de Performance	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 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).



## A Bola está com os Bancos Centrais

- As expectativas para a trajetória de política monetária dos Bancos Centrais ao redor do mundo tiveram grande reprecificação em outubro, na esteira de um cenário inflacionário global que ainda não apresentou sinais de alívio.
- A reunião do FOMC em novembro confirmou que comitê mantém uma barra alta para reagir a tais pressões nos próximos trimestres, a despeito do início do processo de redução da compra de ativos. Suas decisões dependerão sobremaneira do mercado de trabalho e das expectativas de inflação.
- A despeito do cenário otimista de médio prazo para a Zona do Euro, o ECB ainda se encontra no espectro *dove* entre os bancos centrais desenvolvidos e não deve subir juros até o fim de 2023.
- Acreditamos que a pressão e a volatilidade sobre os mercados de juros perdurarão à medida que persistirem as pressões inflacionárias, com risco de contaminar outros ativos.
- Na China, apesar de alguns sinais positivos em outubro quanto à resolução da crise energética, continuamos pessimistas com o cenário de crescimento econômico de médio prazo, principalmente devido ao setor imobiliário.

As últimas semanas foram marcadas por uma grande volatilidade nos mercados de juros globais. Num primeiro momento, graças à intensificação de algumas pressões inflacionárias em diversos países, **vimos fortes movimentos de antecipação nas expectativas de normalização de política monetária em diversas economias** (Gráfico 1). Esse cenário foi intensificado com alguns eventos de política monetária, como uma sinalização mais *hawkish* do Banco Central no Canadá em sua reunião de outubro, o abandono do controle da curva de juros de abril de 2024 pelo RBA na Austrália e uma série de surpresas de altas de juros em alguns bancos centrais emergentes, como Colômbia e Polônia.

No entanto, parte desse movimento foi devolvido na medida em que outras **autoridades monetárias sinalizaram uma postura menos agressiva**. Foi o caso do próprio RBA que, embora tenha abandonado formalmente seu controle de juros mais longos, relutou em antecipar seu *forward guidance* para altas de juros antes de meados de 2023; e do Banco Central da Inglaterra, que foi contra a precificação de mercado de uma alta na reunião da última semana e manteve o seu tom paciente – a despeito de sinalizar o início do processo “nos próximos meses”.

Em sua reunião de novembro, o Fed se inseriu nessa linha de não corroborar a precificação de mercado para sua trajetória de política monetária.

A despeito do anúncio do início do seu processo de redução do ritmo de compra de ativos – a um passo de USD15bi/mês, que *a priori* deve ser mantido até seu fim em junho de 2022, Powell manteve o diagnóstico quanto à transitoriedade do choque inflacionário pelo qual passa a economia americana. Acreditamos que, sujeito a um mercado de trabalho que pode atingir seu pleno emprego na metade de 2022 (Gráfico 2), **o Fed cumprirá sua promessa de ajuste gradual no grau de estímulos e implementará apenas uma alta de juros no ano que vem**. Entretanto, reconhecemos que o risco de um processo mais tempestivo é latente e assim permanecerá enquanto a inflação corrente continuar pressionada, o que, por sua vez, mantém em cheque as expectativas de inflação.

Ritmo de alta de juros nos próximos 12m (# de altas)

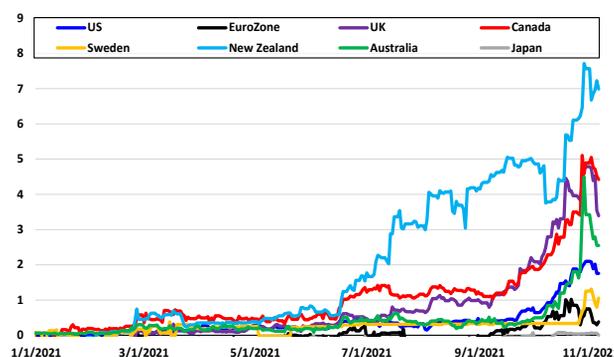


Gráfico 1. Fonte: Morgan Stanley

Outro grande banco central a se reunir nas últimas semanas foi o ECB na Zona do Euro que, apesar de não ter feito uma defesa tão veemente em sua reunião contra expectativas que precisavam altas de juros no fim de 2022, o fez em entrevistas individuais (incluindo a presidente Lagarde) alguns dias depois. Acreditamos que exista uma janela de tempo durante a qual o ECB pode suportar uma inflação transitória elevada sem que haja uma desancoragem das expectativas de médio prazo e por isso **não antevemos uma alta de juros pelo menos até o final de 2023**. Dito isso, vale ressaltar que o cenário econômico de médio prazo continua favorável ao bloco, devido a fatores como a resiliência do mercado de trabalho durante a pandemia e a uma trajetória de política fiscal muito menos restritiva que o restante do mundo desenvolvido (graças ao Fundo de Recuperação).

Como discutimos em nossa última carta, embora reconheçamos a existência de diversos vetores ao longo de 2022 que devem contribuir com a descompressão dos índices de inflação (principalmente atrelados a uma desaceleração da demanda agregada e um rebalanceamento entre o gasto com bens e serviços – Gráfico 3), **não vislumbramos melhora no curto prazo**. As cadeias produtivas e logísticas seguem sem dar sinais de melhora e o risco de um inverno mais intenso que o normal pode intensificar a crise energética pela qual diversas regiões passam. Assim, o ambiente de juros pressionados e de alta volatilidade nos mercados deve continuar enquanto essas incertezas perdurarem. Ademais, **alertamos também para o risco para as bolsas globais**, de um lado enfrentando pressões de custos e salários que comprimem suas margens e, de outro, passando pela iminência de expectativas de ciclos mais tempestivos de altas de juros, prejudicando as condições de financiamento das empresas. Concluimos, então, que o ambiente de risco global hoje preza por cautela.

Em tempo, vale ressaltar que os sinais emitidos pela economia chinesa foram mistos em outubro. De um lado, os esforços do governo chinês para equalizar o desequilíbrio nos mercados de energia (principalmente relacionados ao carvão) são positivos e aumentam a probabilidade de resolução

até o início do ano que vem. Entretanto, o setor imobiliário – coração da economia chinesa – segue sem dar sinais de alívio em sua crise, com a leitura do PIB do 3Q21 mostrando a contribuição mais negativa desse setor em muitos anos (Gráfico 4). Dessa forma, **continuamos pessimistas com a economia chinesa**, que deve apresentar moderação no seu crescimento de médio prazo.

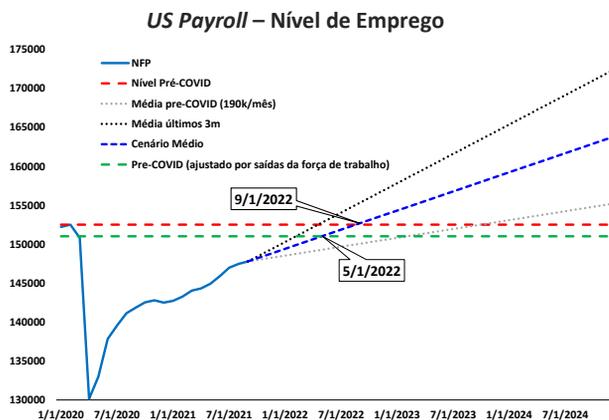


Gráfico 2. Fonte: BLS

### Consumo Real – Razão de gasto em bens vs serviços (EUA)

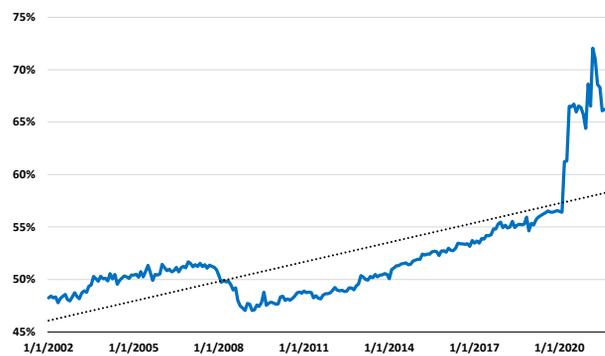


Gráfico 3. Fonte: BEA

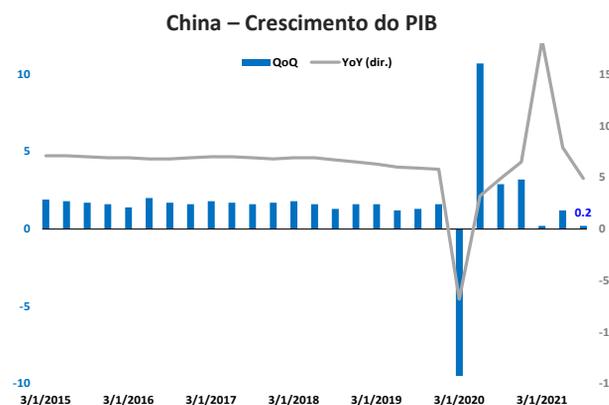


Gráfico 4. Fonte: China NBS

## A Ruína do Teto

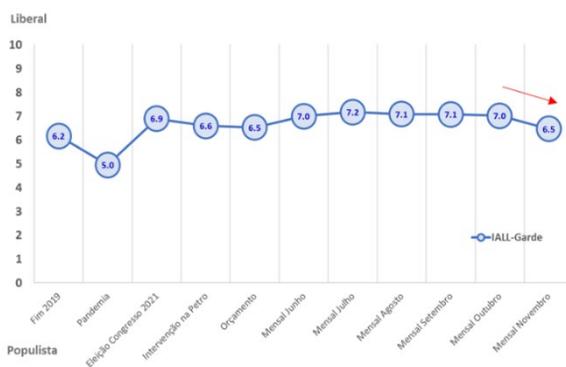
- A proposta de mudança no indexador do teto de gastos marca o distanciamento da agenda liberal do governo Bolsonaro e o enfraquecimento da âncora fiscal, além de aumentar o risco de novas medidas populistas.
- A mudança do direcionamento de política econômica deverá resultar em taxas de juros neutras mais altas e piora na trajetória de dívida pública à frente.
- Cenário de inflação para 2022 segue deteriorando, com a intensificação do cenário de tempestade perfeita e novas rodadas de altas nos preços de *commodities* em reais. Em reação à piora adicional do cenário, devemos ver um ciclo de contração monetária mais profundo e Selic terminal em 11,75%.
- O maior ciclo de ajuste monetário e a piora do ambiente fiscal resulta em forte contração das condições financeiras. Deste modo, revisamos o PIB de 2022 marginalmente de 1% para 0,7%. Alguns fatores como a boa evolução do mercado de trabalho, perspectivas favoráveis para o setor agropecuário e processo de recomposição dos estoques industriais deverão evitar cenários piores para o crescimento.

A proposta de emenda constitucional que modula o pagamento dos precatórios para 2022 trouxe consigo a alteração do indexador do teto de gastos, **de maneira a acomodar mais gastos sociais e com emendas parlamentares**. Essa proposta casuística revela o enfraquecimento da âncora fiscal e o ímpeto populista do governo em tempos de baixa popularidade.

A mudança das regras fiscais indica que novos gastos além do teto (por exemplo auxílio aos “invisíveis” que não serão atendidos pelo novo Bolsa Família) e outras medidas populistas podem estar no radar do governo e do Congresso, conforme as eleições de 2022 se aproximam. Esse movimento ocorre ao mesmo tempo que o ministro da Economia se encontra muito enfraquecido politicamente, inclusive com a debandada de parte da equipe econômica, que não compactuou com os novos rumos fiscais do governo.

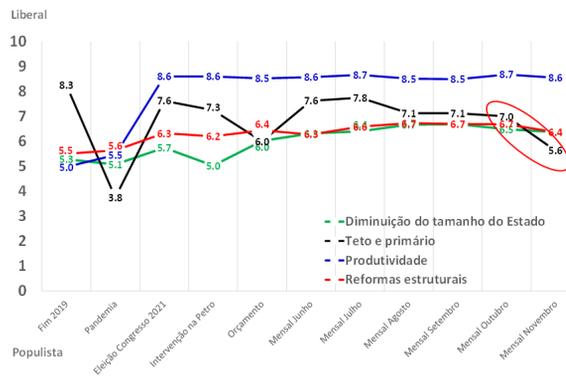
Cada vez mais, o presidente vai se distanciando da agenda liberal proposta ao longo da campanha de 2018 e do rigor fiscal que até então embasava as medidas propostas pelo Executivo (ver gráficos 5 e 6).

**Índice de Adesão à Agenda Liberal (IAAL-Garde)**



**Gráfico 5.** Fonte: Garde

**Composição do IAAL-Garde**



**Gráfico 6.** Fonte: Garde

Como resultado dessa mudança no direcionamento fiscal **espera-se um provável aumento da taxa de juros neutra da economia e, conseqüentemente, piora da trajetória de dívida pública.** Ainda que a estimação da taxa de juros neutra seja rodeada de incertezas, nossa expectativa é de que devamos migrar de uma taxa de juros neutra ao redor de 3% para algo acerca de 4%, o que faz com que nossa trajetória de dívida pública piore em quase 10% na próxima década (ver gráfico 7).

Ainda, o casuísmo para mudança do teto ao bel sabor da classe política gera uma incerteza sobre o futuro da âncora fiscal. No mesmo gráfico 7 simulamos a trajetória de dívida para um cenário hipotético de flexibilização da regra do teto de gastos que tenha como indexador dos gastos o IPCA + 2%, o que nos revela uma trajetória crescente de dívida que teria de ser compensada por um aumento de carga tributária. Essa elevação seria especialmente danosa num país que já parte de elevados níveis de impostos. Portanto, seguimos pessimistas com a evolução das contas fiscais e do ambiente político conforme entramos em 2022.

Do lado da inflação, revisamos novamente a projeção do IPCA de 2022 para cima, chegando a 5.3%. Além dos dados de curto prazo mostrarem a intensificação do cenário de tempestade perfeita que temos chamado a atenção, novos choques de preços de *commodities* em reais deverão ter impacto na inflação do ano que vem, tanto pela defasagem temporal do *pass-through* como pela inércia da inflação alta deste ano para o seguinte.

Dada a contínua piora do cenário fiscal e de inflação, o banco central tem endurecido o seu discurso para evitar a desancoragem das expectativas de inflação para horizontes mais longos. Dessa maneira, **a postura “whatever it takes” do BC deverá levar a uma Selic final de 11,75% em março de 2022** e permanecer nesse patamar até o último trimestre do ano que vem. Ainda que não seja suficiente para convergir a inflação de 2022, tarefa ingrata dado que

vários fatores inflacionários estão alheios à condução da política monetária, como problemas nas cadeias produtivas e o processo de reabertura e recomposição de preços no setor de serviços, o nível da Selic final deverá ser suficientemente alto para navegar o período eleitoral e convergir a inflação para horizontes mais longos.

**O forte ciclo de ajuste monetário e a piora do ambiente fiscal tem gerado contração significativa das condições financeiras, o que por sua vez tem efeitos contracionistas sobre a atividade.** Dessa maneira, revisamos marginalmente o PIB de 2022 de 1% para 0,7%. Ainda assim, vale salientar que existem alguns fatores específicos que deverão impedir uma desaceleração ainda mais pronunciada da atividade: a dinâmica favorável do mercado de trabalho, as boas perspectivas para o setor agropecuário e o processo de recomposição de estoques na indústria. Portanto, acreditamos que nossa projeção de atividade para 2022, à luz de hoje, está bem calibrada mesmo para um cenário que tem consistentemente se deteriorado no âmbito fiscal e de inflação.

**Dívida Bruta do Setor Público: Cenários**

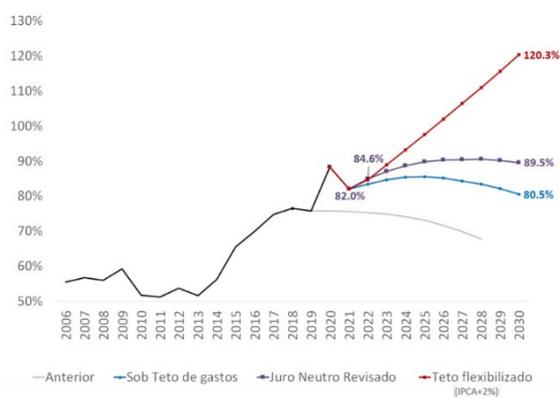


Gráfico 7. Fonte: BCB

FUNDOS (%)	MÊS	ANO	12M	24M	36M	48M	60M
<b>D'Artagnan</b>   Multimercado	0,10	1,50	4,90	8,18	17,78	21,35	41,43
<b>Aramis</b>   Previdência	-0,06	-1,14	3,18	2,39	11,59	-	-
<b>Athos</b>   Long Biased	-1,07	-11,25	0,72	3,12	-	-	-
<b>Porthos</b>   Alavancado	-0,21	1,29	7,70	-	-	-	-
<b>Vallon</b>   Alavancado	-0,06	1,04	6,37	-	-	-	-

Indicadores (%)	MÊS	ANO	12M	24M	36M	48M	60M
CDI	0,48	3,00	3,33	6,70	13,33	20,77	34,17
Ibovespa	-6,74	-13,04	7,16	-3,77	23,51	36,23	60,95

Rentabilidade até 29/10/2021

## Atribuição de Performance – Outubro/21

