



**CARTA TRIMESTRAL  
MULTIMERCADO MACRO  
4° TRIMESTRE 2021**

## CENÁRIO INTERNACIONAL

## EUA – Normalização mais rápida da política monetária, mas ainda bastante acomodática

Acreditamos que estamos num momento do ciclo mais desafiador, mas não necessariamente ruim para ativos de risco. Ao mesmo tempo que os fundamentos macroeconômicos seguem saudáveis, os desafios aumentam na medida em que os Bancos Centrais avançam no processo de normalização dos enormes estímulos ainda presentes.

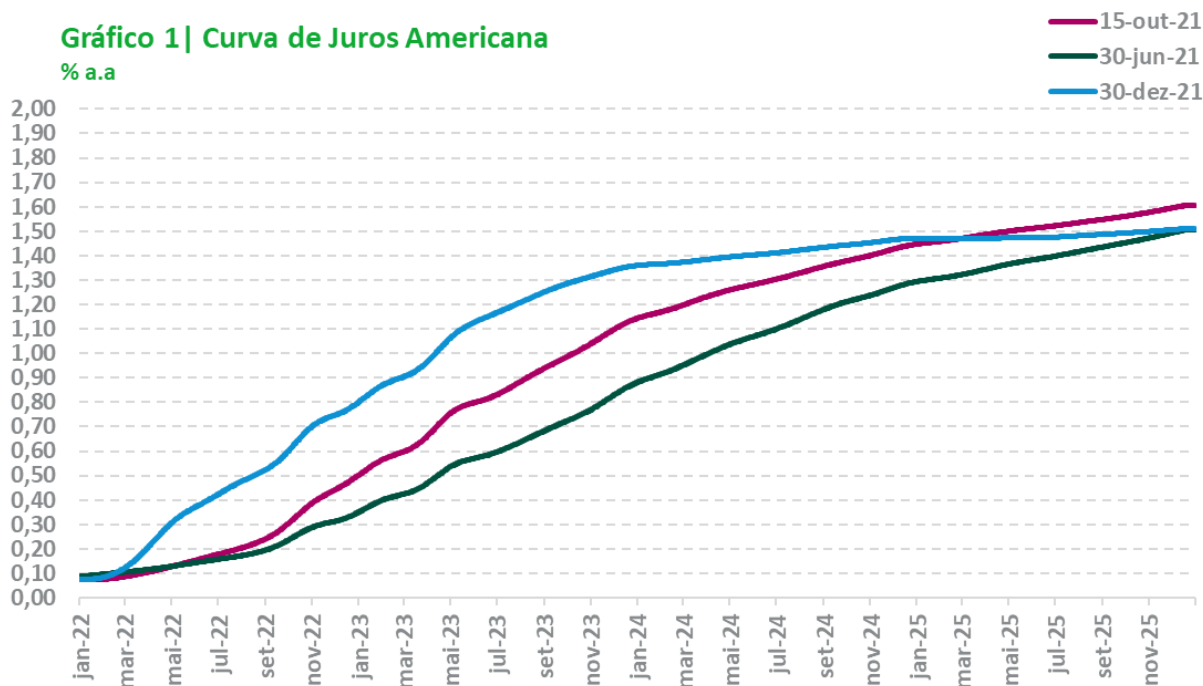
Ao longo dos últimos meses, a melhora mais acelerada do mercado de trabalho e principalmente as surpresas altistas e recorrentes na inflação, levaram os Bancos Centrais dos países desenvolvidos a avançarem mais rápido no processo de normalização da política monetária. O BOE deixou de lado os riscos da variante Ômicron e subiu os juros, assim como ocorreu com o RBNZ (Nova Zelândia) e Norges Bank (Noruega). O ECB diminuirá de forma mais rápida o ritmo de expansão do seu balanço a partir do segundo trimestre de 2022 e em destaque o FED, que em sua última reunião acelerou o *tapering* e indicou três altas de juros em 2022. É importante notar que mesmo acelerando o processo de normalização, nenhum desses Bancos Centrais sinalizaram um aperto mais forte, ou ao menos o retorno a uma postura mais neutra das condições monetárias. As projeções do ECB indicam inflação abaixo da meta durante todo o horizonte de projeção e o FED, mesmo com projeções elevadas de inflação (acima do mercado para 2022), ainda indica nas projeções de seus membros (*dots*) que estará abaixo do juro neutro ao final de 2024.

Diferentemente do ciclo anterior, a comunicação das autoridades monetárias indica que a redução dos balanços será iniciada em breve e possivelmente de forma mais ativa neste processo de normalização. O BOE informou que terminará com os reinvestimentos quando os juros chegarem a 0,50% a.a. (atualmente em 0,25%), e a partir do 1,0% a.a. poderá vender ativos. Quanto ao FED, as discussões já começaram e teremos mais detalhes nas próximas reuniões. Se por um lado um balanço menor indicaria menos altas de juros, por outro os efeitos de uma redução mais rápida do balanço na transmissão da política monetária são mais incertos e, portanto, um risco a ser monitorado.

Nessa direção, o comportamento da curva de juros dos países desenvolvidos, mas sobretudo o caso americano, chama a atenção. A despeito do nível de estímulos bastante elevado e sem precedentes, de uma inflação corrente ao redor de 6,0%, dos riscos inflacionários altistas de curto prazo, da melhora rápida do mercado de trabalho e das sinalizações mais *hawkish* do FED, a curva de juros “assintota” abaixo de 1,5% a.a., como pode ser visto no Gráfico 1:

CENÁRIO INTERNACIONAL

Gráfico 1 | Curva de Juros Americana  
% a.a



Fonte: Bloomberg e Clave Capital

Mesmo considerando que o juro real de equilíbrio pós-covid seja menor, o nível terminal do *fed fund* nos parece muito baixo. Além disso, os juros reais longos seguem muito negativos, perto dos mínimos históricos e não condizem com a necessidade e comunicações dos BCs de desinflacionar a economia. O excesso de intervenção dos Bancos Centrais torna mais difícil a leitura deste instrumento de renda fixa e a escassez de títulos soberanos “livres de risco” reforçam a importância de monitorarmos a possibilidade de uma diminuição mais rápida dos balanços.

Um outro risco que merecerá atenção nos próximos meses é a recomposição do caixa do Tesouro Americano e um possível aperto na liquidez. Sabemos que a redução do caixa ao longo de 2021 foi na ordem de U\$S 1.7 trilhão e teve como contrapartida o aumento dos *Repos* no FED. Acreditamos que essa recomposição do caixa será equacionada com a redução dos *Repos*, mas levando em consideração o *tapering* e as discussões do balanço, é também um risco a ser monitorado.

Pelo lado da atividade, a economia americana segue forte e os fundamentos são sólidos. As famílias estão mais ricas e menos endividadas, o mercado de trabalho mostra contínua recuperação e impulsiona a renda disponível, a taxa de poupança segue elevada e as condições financeiras são muito acomodáticas. Mesmo com a desaceleração esperada no primeiro trimestre de 2022 devido aos efeitos da Ômicron, da inflação elevada e o impulso fiscal negativo, a atividade continuará crescendo forte e acima do potencial. Projetamos 3,5% para o crescimento do PIB em 2022.

A inflação, por sua vez segue bastante elevada e continuará pressionada no curto prazo. Apesar da melhora marginal, os problemas nas cadeias de produção persistem, continuam a afetar significativamente o setor automobilístico e postergam a desinflação esperada dos bens industriais. Os serviços também aceleram, mas a surpresa tem sido menor. Conforme amplamente discutido em cartas anteriores, mesmo que a desinflação tenha sido postergada, a resultante dos vetores que permeiam o debate sobre a inflação americana ainda nos parece na direção de um fenômeno temporário.

## CENÁRIO INTERNACIONAL

Os grandes desequilíbrios entre oferta e demanda ocasionados pelo COVID não afetaram de forma relevante o processo de formação de preços da economia e as expectativas de inflação permanecem ancoradas. A nossa projeção é que o *core PCE* desacelere de 5,0% yoy para 2,5% ao término de 2022.

## Europa – A 4ª onda de COVID e a chegada da variante Ômicron desaceleram a atividade

Na Europa, a recuperação cíclica da atividade será interrompida mais uma vez, com a aceleração dos casos de COVID e as restrições implementadas por vários governos. Os indicadores de mobilidade já mostram desaceleração importante, sobretudo na Alemanha, e os riscos de contração da atividade no quarto trimestre de 2021 se elevaram. Além disso, a chegada da variante Ômicron aponta para desaceleração adicional no primeiro trimestre de 2022, corroborado pelo *guidance* mais cauteloso das empresas aéreas que reportaram queda na demanda e a desaceleração dos indicadores antecedentes do setor de serviços. Acreditamos que a dinâmica será parecida com as ondas anteriores. Com o controle da doença, a reabertura da economia retomará seu curso, suportada pela confiança elevada das famílias, da taxa de poupança elevada, pela recuperação do mercado de trabalho, pelo início do *Recovery Fund* e as condições financeiras bastante acomodáticas. A nossa projeção para o PIB de 2022 é de 4,0% a.a..

Os resultados preliminares mostram que a nova variante é mais contagiosa do que as anteriores, porém menos letal na população vacinada. As vacinas seguem eficazes, mas doses de reforço são fundamentais. Dessa forma, as novas mutações do COVID sugerem que possamos estar próximos da transição da pandemia para endemia. A necessidade recorrente de doses de reforço e a utilização de medicamentos orais (pílulas) já aprovados em caráter emergencial (Paxlovid da Pfizer e Molnupiravir da Merck) apontam nessa direção.

A aceleração de novos casos na Europa e nos EUA está contratada, mas as hospitalizações e conseqüentemente o número de mortes deverão ser menores se comparados com as infecções anteriores, fenômeno que já observamos na África do Sul e Dinamarca, por exemplo. Neste contexto, medidas mais severas de distanciamento social deveriam ser cada vez menos frequentes, embora saibamos que no final é uma decisão política. Sendo assim, a evolução da nova variante na Ásia será importante devido à política do Zero-Covid. Novas paralizações nas cadeias de produção irão manter a inflação de bens industriais pressionada por mais tempo.

Em nossa última carta, chamamos a atenção para a forte elevação dos preços de energia na Europa fruto da demanda mais forte, estoques baixos e problemas de abastecimento. Desde então, a situação só piorou. A região iniciará o inverno com os níveis de estoques de gás natural rodando em aproximadamente 10% abaixo das mínimas históricas. Além de pressionar a inflação (2/3 da alta é explicada por energia), reduzir a renda real disponível das famílias e diminuir a margem das empresas, o risco geopolítico precisa ser monitorado. A intensificação do tom belicoso entre a Rússia e a OTAN sobre a Crise Ucraniana, cujo conflito entre o governo que é apoiado pelo Ocidente (EUA e Europa) e as forças separatistas apoiadas pela Rússia merecem atenção. A Rússia provém mais de 40% do gás natural utilizado na Europa e sanções ou retaliações em forma de diminuição do abastecimento poderão gerar interrupções significativas na economia.

## CENÁRIO INTERNACIONAL

**China – O foco agora é na estabilização do crescimento**

Ao longo das nossas últimas cartas, alertávamos para os riscos assimétricos de desaceleração mais forte da economia chinesa e nos surpreendia a tolerância do governo ao crescimento menor, mais focado nas reformas de longo prazo e que na nossa visão, caso não reagisse com maior rapidez, corria um grande risco de ficar *behind the curve*.

A combinação de uma desaceleração já em curso, com o impulso de crédito bastante contracionista, com a intensificação do aperto regulatório, com a política do Zero-COVID, com a campanha antipoluição, com as condições financeiras mais restritivas causadas pelos efeitos da Evergrande e com a desaceleração do setor imobiliário - vetores muito negativos para a atividade - levaram a mais revisões para baixo no crescimento, o que desencadeou uma mudança importante na postura das autoridades chinesas.

O comunicado divulgado após a reunião anual do Partido Comunista (*CEWC – Central Economic Working Conference*) mostrou alterações relevantes nas diretrizes econômicas para 2022, em destaque:

- i. O foco do governo mudou de saída gradual dos estímulos para estabilização do crescimento. Enquanto anteriormente a qualidade do crescimento e a redistribuição da renda era os mais relevantes, agora o quantitativo também ganhou importância. O governo parece não tolerar crescimento abaixo de 5%, até porque em 2022 teremos eventos políticos importantes;
- ii. Aceleração dos gastos fiscais e dos projetos de infraestrutura. A desaceleração da demanda doméstica, do setor imobiliário, os choques negativos de oferta e as revisões para baixo no crescimento serão combatidos;
- iii. A política monetária será mais acomodatória. Retiraram do comunicado os trechos: *“to keep M2 and TSF growth basically in line with nominal GDP growth”* e *“to keep macro leverage basically stable”*. São mudanças relevantes para as projeções do impulso de crédito, variável de extrema importância para a economia chinesa e para as *commodities* metálicas, como discutimos em detalhes em cartas anteriores. Permitir que o crédito acelere e possivelmente cresça acima do PIB nominal retirará um vetor muito contracionista do cenário. Nesse sentido, a China poderá ser uma surpresa positiva para a economia global.

Nas últimas semanas, os sinais de *easing mode* se acumulam: Corte de 50bps no RRR, governos locais acelerando os projetos de infraestrutura, intervenção no câmbio para controlar a apreciação da moeda e o corte no *Prime Loan Rate* de 1 ano (taxa de referência para a captação de recursos das empresas). Ademais, esperamos mais estímulos nos próximos meses.

Em relação ao setor imobiliário e a Evergrande, o governo vem auxiliando a reestruturação da companhia, a continuidade dos projetos, mitigando os efeitos de segunda ordem para as outras construtoras, para as famílias e apoiando a consolidação do setor.

No curto prazo, o crescimento continuará fraco. A campanha antipoluição permanecerá até as Olimpíadas de Inverno (de 04/fev até 20/fev), a política Zero-COVID continua, a aceleração de casos na margem indica mais restrições de mobilidade às vésperas do Ano-Novo chinês (de 31/jan até 06/fev) e o setor imobiliário continua fraco. Acreditamos que a partir do segundo trimestre, os estímulos fiscais e monetários começarão a surtir efeito e a economia voltará a acelerar. A nossa projeção é de crescimento de 5,0% para o PIB de 2022.

Em suma, do ponto de vista conjuntural e monetário, o ambiente macro ainda nos parece favorável, entretanto com mais riscos à frente.

## CENÁRIO LOCAL

**Brasil – Dicotomia Fiscal pós pandemia: “Foto vs. Filme”**

O último trimestre do ano foi dominado mais uma vez por discussões geradas pelo risco fiscal e pela alta da inflação, temas já bastante explorados na nossa Carta do 3º Trimestre.

Sabemos agora que a pressão política por mais gastos se transformou em realidade, com a flexibilização do Teto de Gastos via aprovação da PEC dos Precatórios. O limite para pagamento dos precatórios e a mudança retroativa no cálculo da correção do Teto de Gastos, abriram um espaço no orçamento do ano que vem superior a R\$ 100 bilhões, para financiar primordialmente o Auxílio Brasil de R\$ 400 e as emendas parlamentares.

Apesar de conceitualmente defensáveis, e do valor em si não ser tão representativo (R\$ 100bi num orçamento de R\$ 1,6 trilhão), essas mudanças introduzidas pela PEC dos Precatórios foram inegavelmente oportunistas e eleitoreiras. Com isso, abriu-se um precedente perigoso gerando um dano estrutural à credibilidade do governo, uma vez que não há garantias de que o novo Teto não será flexibilizado no futuro de acordo com conveniências políticas. A sensação até certo ponto legítima do mercado, é que estamos sem uma âncora fiscal daqui para frente.

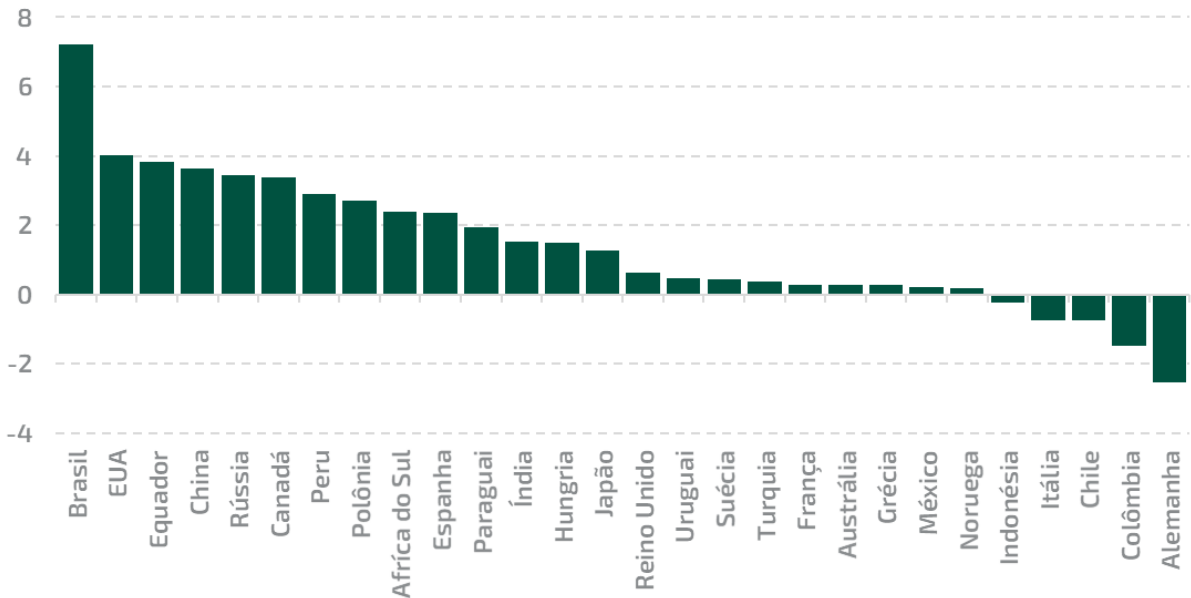
Dito isso, vivemos uma dicotomia. A insegurança em relação à trajetória futura da dívida pública e à nova âncora após a quebra do Teto original, se contrapõe à situação corrente muito melhor do que se imaginava. A “foto” é melhor do que a percepção ou expectativa do “filme” futuro. Nesse sentido, vale à pena destacar alguns pontos em relação à situação fiscal atual.

Em 2020 o Brasil apresentou um déficit primário de 9,2% do PIB, em função dos gastos relacionados à pandemia – semelhantes aos gastos de países desenvolvidos e muito acima da média dos nossos pares emergentes. Já para 2021 projetamos um resultado primário próximo a zero, com possibilidade de ser positivo, o que seria o primeiro superávit primário desde 2013. Mesmo utilizando os dados do FMI, que publicou projeções um pouco mais pessimistas para 2021 com déficit primário de 1,6% do PIB, a variação da conta primária de um ano para o outro seria de 7,6 pontos percentuais a menos de déficit. Usando uma amostra de 27 países, incluindo emergentes e desenvolvidos, a variação anual do déficit primário de 2021 do Brasil quando comparado a 2020, será com alguma folga a melhor dessa amostra, como podemos ver no Gráfico 2:

CENÁRIO LOCAL

**Gráfico 2 | Variação do Resultado Nominal 2020-2021**

% do PIB

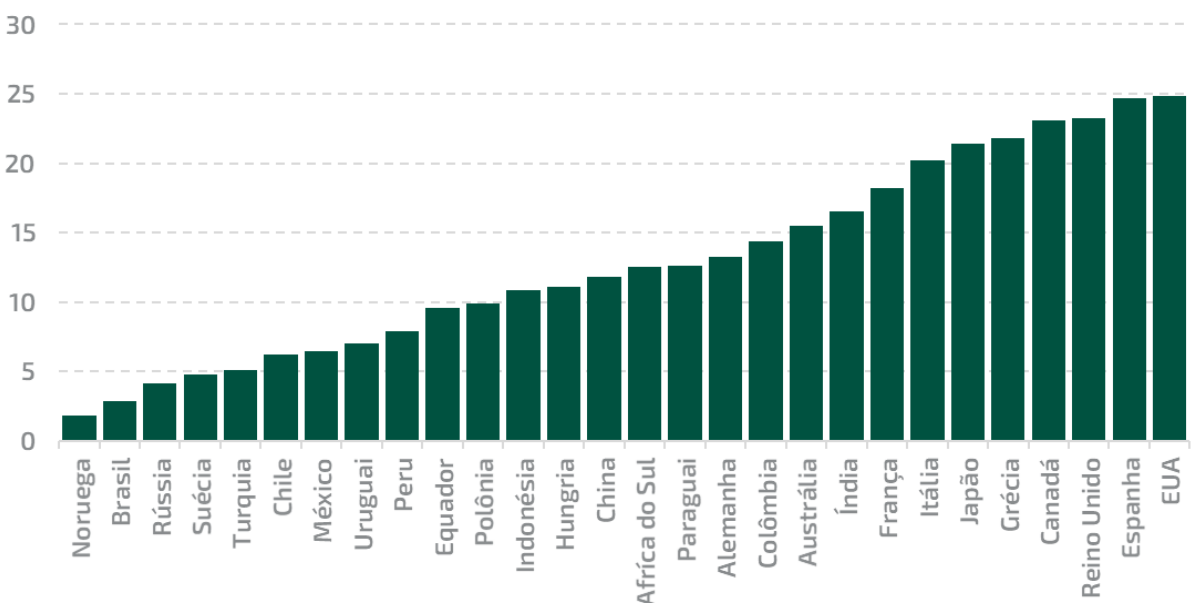


Fonte: FMI e Clave Capital

Outro indicador corrente positivo é o aumento pequeno da dívida bruta como percentual do PIB durante a pandemia (Gráfico 3). O Brasil terá um aumento de dívida de apenas 2,9 pontos percentuais – saindo de 87,6% do PIB em 2019 para 90,5% em 2021, na metodologia do FMI. Usando a mesma amostra de países, apenas a Noruega (com 1,8 p.p. de aumento) terá um aumento de dívida menor que o Brasil. Os emergentes, em média, terão um incremento de dívida de 10 p.p. do PIB.

**Gráfico 3 | Aumento de Dívida Bruta 2021-2019**

% do PIB



Fonte: FMI e Clave Capital

## CENÁRIO LOCAL

Os bons números correntes podem ser explicados por melhoras em todas as determinantes da trajetória fiscal, quais sejam: queda de juros, alto crescimento do PIB nominal, melhora na receita e redução de despesas.

Com a redução da taxa de juros Selic nos últimos anos, o Governo gastou 3,5% do PIB com o pagamento de juros em 2020 contra uma média de 5,1% nos 5 anos anteriores. Isso ocorreu mesmo com a dívida como percentual do PIB em seu nível mais alto neste período.

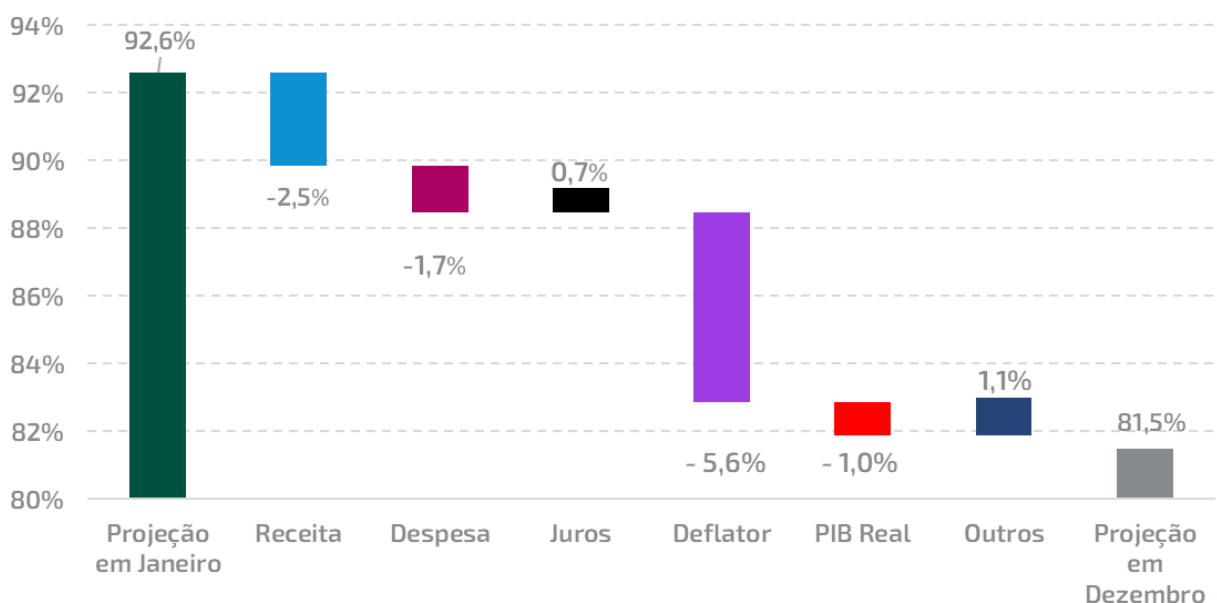
Já o PIB nominal em 2021 deverá crescer próximo a 17%, maior crescimento desde 1995. Como comparação, nos 5 anos anteriores, de 2016 a 2020, a média de crescimento do PIB nominal foi de 4,5%.

Esse crescimento acentuado do PIB nominal foi relevante para o aumento da arrecadação. Em termos reais a arrecadação está crescendo 8,9% em 2021 quando comparada com o mesmo período (janeiro a outubro) de 2019, excluindo assim o efeito da Covid-19. A arrecadação líquida, excluindo receitas extraordinárias, está em 17,1% do PIB, o maior nível desde 2014. O aumento da arrecadação também se deu pela mudança do mix de consumo, com o aumento da compra de bens em detrimento de serviços, principalmente via comércio eletrônico.

Pelo lado da despesa, mesmo em um cenário de pandemia, o Governo conseguiu manter em 2021 os gastos sob controle. As despesas como percentual do PIB estão em 19,3% em outubro de 2021 vs. 19,5% em dezembro de 2019. Excluindo os gastos extraordinários com a pandemia, a despesa está em 17,4% do PIB menor nível desde 2014.

No Gráfico 4, estimamos a contribuição de cada item para a redução da projeção de mercado da Dívida Bruta para o final de 2021, ocorrida entre janeiro (92,6%) e dezembro (81,5%) deste ano. Como pode ser visto, a maior contribuição para a redução das projeções de dívida de fato se deu pelo “bônus” inflacionário. O Deflator implícito do PIB maior do que esperado explica cerca de 50% da queda na projeção. Entretanto, despesas menores e receitas maiores também foram relevantes e explicam em torno de 40% da melhora das projeções de dívida. Portanto, não nos parece correto algumas análises que atribuem a fatores estritamente cíclicos e não sustentáveis a melhora dos indicadores fiscais.

**Gráfico 4 | Contribuição para Alteração da Projeção da Dívida Bruta de 2021**  
Em Pontos Percentuais



Fonte: BCB, Prisma Fiscal e Clave Capital



## CENÁRIO LOCAL

O congelamento de salários dos servidores públicos nos últimos 3 anos teve um impacto relevante nas despesas, principalmente de Estados e Municípios. A Reforma da Previdência também acabou gerando uma economia superior ao inicialmente projetado. Além disso, a elasticidade maior da arrecadação pode ter um caráter mais estrutural do que o imaginado.

Apesar de compartilharmos, em grande medida, as preocupações dos mercados com relação à trajetória futura das contas públicas, chama atenção o impacto quase nulo sobre as expectativas e a credibilidade dessa execução fiscal muito melhor do que o imaginado.

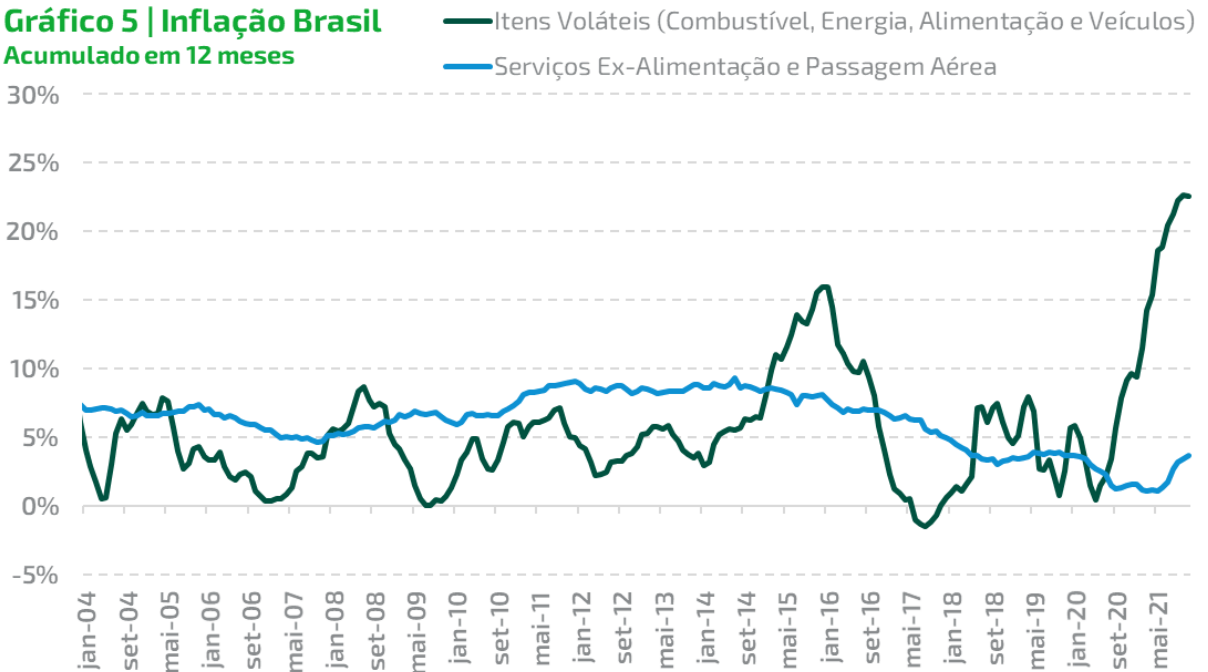
## Brasil - Inflação

No Brasil, a inflação ganhou contornos mais dramáticos, pois sofremos tanto os choques de oferta globais que impactaram especialmente os preços dos bens industriais, como choques idiossincráticos locais. Problemas climáticos afetaram safras importantes que contribuíram para uma inflação de alimentos muito maior do que o imaginado no início do ano. Os mesmos problemas climáticos geraram um período com chuvas muito abaixo da média histórica, impondo a necessidade de se elevar substancialmente as bandeiras tarifárias, e conseqüentemente os preços de energia. Além disso, tivemos nos últimos 18 meses, a combinação de uma política monetária e fiscal extremamente expansionistas. Particularmente com relação a política monetária, já escrevemos bastante em cartas anteriores a nossa opinião sobre as implicações de termos praticado nos últimos 12 meses uma das menores taxas de juro real do mundo. Uma dessas conseqüências, que pode ser considerada como um choque inflacionário idiossincrático, foi a enorme desvalorização absoluta (versus o USD) e relativa do BRL.

Dito isso, achamos que vale uma qualificação maior desses inúmeros choques pelos quais estamos passando, dada a sua importância para a condução da política monetária. Como podemos ver no Gráfico 5, as maiores contribuições para a surpresa inflacionária vêm dos itens diretamente impactados pelos choques. Combustíveis, energia, passagens aéreas automóveis e alimentação foram agrupados no subgrupo que chamamos de “Voláteis”, que tiveram uma variação superior a 22% nos últimos 12 meses – maior alta desde 2004. Serviços ex-alimentação fora do domicílio e passagens aéreas (dois itens bastante impactados pelos choques) por outro lado, variaram menos de 4%, nível abaixo do padrão histórico. Vale notar que os itens agrupados no grupo “Voláteis” têm um peso em torno de 33% do índice cheio e representam mais de 70% da variação total do IPCA até o momento. Dessa forma, podemos concluir que boa parte do problema inflacionário atual vem de itens que sofreram choques de oferta, sobre os quais a política monetária é impotente com relação a seus efeitos primários.

CENÁRIO LOCAL

**Gráfico 5 | Inflação Brasil Acumulado em 12 meses**



Fonte: IBGE e Clave Capital

Apesar disso, a magnitude e a persistência de surpresas altistas ao longo dos últimos meses, somada a um BC até pouco tempo atrás percebido como “atrás da curva” e à piora do risco fiscal com a decisão de se quebrar o Teto de Gastos original, aumentaram o risco de desancoragem das expectativas de inflação, inclusive para prazos mais longos (2023 em diante). Dada a importância das expectativas para o modelo – de acordo com nossas simulações através dos modelos do Banco Central, um ponto de desvio da meta de inflação um ano à frente impacta as projeções de inflação em aproximadamente 160bps – a resposta tem sido a continuidade de um tom bastante duro por parte do BCB, a despeito da alta acumulada de 725 bps na taxa Selic nesse ciclo de alta, e de um juro real ex-ante de 12 meses superior a 6% a.a.

Pelo peso que as expectativas tem no *framework* do *Inflation Targeting*, acreditamos ser de extrema importância um cuidado ou qualificação maior sobre quais métricas de expectativas usar. Inclusive, chama atenção o pouco debate que esse tema tem no mundo acadêmico. A pesquisa semanal do Focus historicamente erra bastante as projeções, além de possuir um componente inercial bastante relevante – correlação simples entre a inflação corrente e a expectativa 2 anos à frente é próxima de 65%, quando deveria ser perto de zero. A despeito da inflação brasileira ter um componente inercial elevado em função de uma memória inflacionária que ainda mantém um padrão de indexação alto da economia, o acúmulo e a magnitude dos choques que vivemos nos últimos 18 meses, deveria em teoria, aumentar o risco de reversão ao menos parcial desses choques. Dado o ponto de partida, esse “risco” de reversão de choques poderia inclusive se sobrepor significativamente ao risco inercial maior em função de uma base de inflação mais alta.

Esse peso excessivo às expectativas de inflação que podem se mostrar ainda mais frágeis do que o padrão, dada a conjuntura de choques globais e locais, é um risco importante no nosso entendimento. Esse efeito circular de expectativas imprecisas alimentando o próprio modelo, pode induzir a decisões “exageradas” na definição das taxas de juros.

Não realizamos distribuição de cotas. Para investir em nossos fundos, contate um distribuidor autorizado. O conteúdo deste documento não representa aconselhamento de investimento. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador, pelo gestor ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Os fundos da Clave podem estar autorizados a realizar aplicações em ativos negociados no exterior. Os fundos da Clave podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, sujeitando-se aos riscos daí decorrentes. Os fundos da Clave podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento; tais estratégias, 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. Não há garantia de que os fundos da Clave terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e Taxa de Saída. Trata-se de material de divulgação cujas informações são de caráter exclusivamente informativo. Fonte dos índices de referência: [www.b3.com.br/pt\\_br](http://www.b3.com.br/pt_br). Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. Esses documentos podem ser consultados no seguinte endereço eletrônico: [http://www.intrag.com.br/intrag-pt/pesquisa/Ouvidoria\\_Corporativa\\_Itau](http://www.intrag.com.br/intrag-pt/pesquisa/Ouvidoria_Corporativa_Itau) (0800 570 0011), em dias úteis, das 9 às 18 horas, Caixa Postal 67.600, CEP 03162-971. Deficientes auditivos ou de fala, dias úteis, das 9 às 18 horas, 0800 722 1722. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Serviço de Atendimento ao cidadão em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).

## CENÁRIO LOCAL

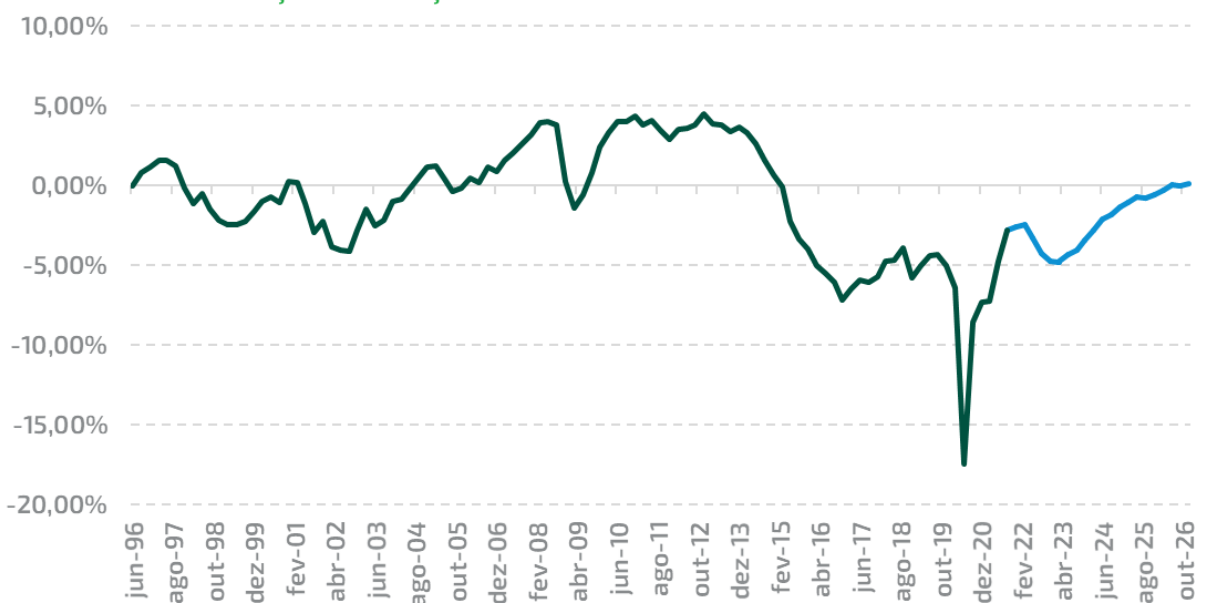
Pode-se argumentar, com o benefício de uma análise ex-post, que a queda de juros até 2% tenha sido exagerada, e agora, corremos o mesmo risco, só que em direção oposta.

Além disso, acreditamos que o risco de desancoragem está superestimado. Dada a magnitude dos choques vividos ao longo de 2021, uma desinflação esperada ao redor de 5% para 2022 é relevante. A expectativa de 2023 deveria ser o melhor termômetro de desancoragem efetivamente, e nesse sentido, o desvio atual de 0,13% com relação ao centro da meta não nos parece tão significativo. Para efeito de comparação, o desvio com relação a meta 2 anos à frente no período da Nova Matriz econômica da ex-presidente Dilma, foi de 1,30%. As inflações implícitas das NTN-Bs dos diversos prazos também tiveram um recuo significativo nas últimas semanas com os dados de atividade mais fracos do que o esperado, e a diferença delas para as metas futuras se encontra próximo à média histórica.

Vale reforçar que as expectativas de inflação também são influenciadas pela variação da taxa de câmbio e pela atividade econômica. Após a sazonalidade ruim do final do ano, esperamos ver uma acomodação da nossa moeda no início de 2022. Já em relação à atividade econômica, além dos dados correntes mais fracos do que o esperado, o hiato do produto tende a se fechar somente após 2024, como pode ser visto pelas nossas simulações no Gráfico 6. Na nossa avaliação, boa parte do aperto monetário dos últimos meses ainda não impactou a atividade.

Diante disso, as expectativas para horizontes mais longos deverão retornar para a meta e assim fazer com que o Banco Central não precise entregar uma taxa de juros Selic mais alta do que está atualmente no Focus (11,75% a.a.). Sendo assim, esperamos que após a Selic terminar 2021 em 9,25% a.a., o Copom dará mais uma alta de 150bps seguida de mais uma alta de 75bps, encerrando o ciclo em 11,50% a.a. em março de 2022. Neste cenário, projetamos que a inflação desacelere para 5,1% em 2022 (de 10,0% em 2021) e para 3,0% em 2023 (abaixo do centro da meta que é 3,25%).

**Gráfico 6 | Hiato do Produto  
Estimado com Função de Produção**



Fonte: BCB, IBGE, FGV e Clave Capital

## CENÁRIO LOCAL

## Eleições Presidenciais em 2022

Em relação à corrida presidencial, mantemos a visão da nossa última carta de que o cenário mais provável, com base nas informações disponíveis hoje, é uma disputa eleitoral entre o ex-presidente Lula e o presidente Bolsonaro. Porém atribuímos uma probabilidade maior do que o mercado para as caudas, uma vez que a chamada terceira via pode crescer, beneficiada pela alta rejeição dos dois principais candidatos.

Mesmo tendo ciência do longo período até a eleição, algumas informações retiradas das últimas pesquisas começam a dar forma ao cenário de partida. Os pré-candidatos com maior projeção começam a se apresentar, após a vitória do governador João Dória nas primárias do PSDB, a filiação do ex-juiz Sérgio Moro ao Podemos e sua oficialização como candidato, e o aceno ao centro pelo ex-presidente Lula com a possibilidade de ter o ex-governador de São Paulo, Geraldo Alckmin, como seu vice. A nosso ver, a filiação do presidente Bolsonaro ao PL não altera de forma relevante nesse momento suas chances de se reeleger.

O simples aceno do ex-presidente Lula para o ex-governador Geraldo Alckmin, adversário histórico e fundador do PSDB, integrar a sua chapa como vice-presidente já é, em nossa visão, um sinal de moderação e tentativa de gesto ao centro político e empresariado nacional. Se confirmada essa chapa, parte relevante do risco de cauda negativa para os mercados terá sido reduzido, ao menos no curto prazo.

De acordo com as pesquisas recentes, estimamos que o ex-presidente Lula provavelmente esteja próximo do seu ponto máximo, por se beneficiar de sua popularidade e ainda não estar no foco do debate. Soma-se à sua narrativa as recentes decisões do Judiciário sobre diversos atores da operação Lava Jato. Será importante observar a evolução desse quadro, à medida que o ex-presidente seja confrontado politicamente.

Outro ponto de destaque é a queda da popularidade do presidente Bolsonaro, o que traz ainda mais incerteza sobre sua competitividade na reeleição. Estima-se que cerca de 25% dos eleitores que votaram no atual presidente já estejam fortemente inclinados a mudar o seu voto no próximo pleito. Se por um lado temos um presidente com a força do cargo para lutar pela reeleição, por outro, o mesmo não deve contar com uma melhora relevante na economia para ajuda-lo a reverter esse quadro de desgaste.

O ex-juiz Sergio Moro começa a aparecer com algum destaque nas pesquisas, porém não podemos descartar mudanças significativas nesses números até a formação das coligações. As disputas de bastidores pelo apoio de grandes partidos como o MDB, o PSD e o União Brasil ainda trarão muitas novidades.

## INTERNACIONAL | TEMAS DE INVESTIMENTO

A despeito do impacto negativo na atividade por conta da nova variante Ômicron, acreditamos que ainda observaremos nos próximos meses um crescimento acima do potencial e inflação alta nos países desenvolvidos. Dado o momento mais avançado do ciclo econômico e do preço de boa parte dos ativos, podemos ter um período ainda com retornos positivos, mas com um *sharpe* pior - é esperado não só um retorno absoluto menor, como uma volatilidade maior. O maior risco na nossa visão é uma mudança mais brusca na função reação dos principais BCs do mundo, por conta da necessidade de se desinflacionar as economias num contexto em que as condições monetárias seguem muito frouxas. De certa forma, os BCs estão sendo vítimas da bolha que eles mesmos ajudaram a criar.

Seguem os principais temas que temos explorado no portfólio:

### Global Reflation

Chama muita atenção o nível das taxas de juros de médio e longo prazo dos principais países desenvolvidos, quando se leva em consideração a enorme recuperação econômica pós-covid, e BCs em sua grande maioria mais duros na gestão da política monetária em função do desconforto com o nível e persistência da inflação. Apesar das curvas curtas já precificarem o início do processo de normalização dos juros em vários países, as curvas em geral, “assintotam” num nível de juro muito abaixo do neutro.

Já exploramos bastante esse tema em cartas anteriores, mas temos preferência pela explicação técnica, na qual o excesso de intervenção dos BCs ao redor do mundo distorceu o prêmio de risco da estrutura a termo de juros, tornando os *Bonds* soberanos dos países desenvolvidos ativos escassos, e pouco representativos do ciclo econômico.

Seguimos com posições tomadas em juro nominal na Alemanha, e tomadas em juro real nos Estados Unidos e Reino Unido.

### Rebound Cíclico Chinês

Como mencionado ao longo dessa carta, acreditamos que o governo chinês teve uma mudança relevante de postura com relação às políticas de estímulo econômico nos últimos meses. Essa mudança pró estabilização do crescimento pode beneficiar ciclicamente os ativos chineses, que sofreram um *de-rating* significativo ao longo de 2021.

Exploramos esse tema com pequenas posições compradas na Bolsa Chinesa, com posições compradas no AUD no *Book* de moedas (que se encontra bastante depreciado dado que foi um instrumento bastante usado como hedge do risco de desaceleração chinesa), e aumentamos a posição comprada em Vale na carteira de Ações local.

### USD Global

Passamos boa parte do trimestre liquidamente comprados em USD, especialmente contra o EUR, CNH, MXN e ZAR. O ambiente de início de normalização dos juros, com o FED à frente de boa parte dos seus pares, tornou o ambiente propício ao fortalecimento do USD. Recentemente, reduzimos taticamente as posições em função de um consenso e posicionamento que nos pareceram excessivos, mas os fundamentos ainda conspiram para um USD mais forte.

Principais posições vendidas hoje são: EUR, CAD, CNH e MXN. Principais posições compradas são: AUD, SEK e BRL.

## BRASIL | TEMAS DE INVESTIMENTO

Seguimos com a visão que os ativos brasileiros já embutem um desconto considerável, mesmo ajustando à piora justificada de risco em função da decisão de se quebrar o Teto de Gastos original. Apesar da sensação de ausência de uma nova âncora fiscal, parece-nos inevitável que o próximo governo enderece minimamente essa questão.

Com relação ao tema Eleições, é possível que a volatilidade observada seja menor do que a esperada hoje, especialmente se o cenário de polarização entre o presidente Bolsonaro e o ex-presidente Lula se confirmar. O cenário mais provável de gerar surpresa e volatilidade na nossa visão, é a viabilidade de uma terceira via.

Seguem os principais temas que temos explorado no portfólio:

## BRL

Mantivemos ao longo do 4º trimestre posições zeradas ou compradas no BRL. A despeito da sazonalidade ruim no final do ano, que fez o BRL underperformar seus principais pares, seguimos acreditando que os fundamentos externos sólidos, e uma política monetária já bastante contracionista façam com que o BRL outperforme seus pares daqui pra frente.

Temos mantido posições compradas em BRL principalmente via opções.

## Juros Brasil

Com o enorme *sell-off* de outubro, montamos posições aplicadas relevantes na parte curta da curva de juros. Taxas médias ao redor de 13,50% a.a. no ano de 2022 trouxeram assimetrias favoráveis para posições aplicadas na nossa avaliação.

Como mencionamos na parte de cenário, a visão de que a inflação é concentrada em itens que sofreram enormes choques de oferta, uma atividade econômica que já se mostra bem mais fraca do que o imaginado mesmo antes do impacto do aperto recente de juros, uma política monetária mais potente do que no passado, e um impulso fiscal negativo (mesmo após PEC dos Precatórios), não justificariam uma Selic terminal nesse ciclo muito acima de 11,50% a.a..

Com o movimento recente que trouxe as taxas médias do ano de 2022 para níveis próximos a 12% a.a., nosso cenário maturou e as posições direcionais foram praticamente zeradas. Por fim, o padrão bastante invertido da curva de juros começa a chamar atenção para posições tomadas como hedge para nosso portfólio.

## Ações Brasil

Após a forte realização do Ibovespa nos últimos meses, nos questionamos sobre o quanto do cenário de possível recessão, prêmio de risco elevado, juros mais altos, fragilidade fiscal e incerteza eleitoral já está embutido no preço.

Como é sabido, o mercado de ações antecipa o cenário econômico de curto prazo, e não o inverso. Apesar de teoricamente o preço das ações ser o valor presente dos fluxos de caixa futuros, no curto prazo o preço das ações flutua com grande peso para informações recentes, efeito explicado principalmente pela psicologia dos investidores. Por isso, é sempre ingrato fazer investimento em ações com base em estimativas de variáveis macroeconômicas, até pelo erro estatístico já esperado no processo de projeções de longo prazo. Como pode ser visto no Gráfico 7, que mostra o retorno real do Ibovespa versus o PIB real, com R<sup>2</sup> ajustado de 0,80 até 2019 Q4 e 0,61 até 2021 Q3 (incluindo o período do Covid), é possível observar esse efeito, e argumentar que o cenário de baixo crescimento já teria sido embutido em grande medida nos preços.

BRASIL | TEMAS DE INVESTIMENTO

Se isso for verdade, a combinação de múltiplos historicamente baixos, baixa alavancagem das empresas, cenário positivo para commodities, projeções para o PIB de 2022 já revisadas para baixo, inflação provavelmente tendo feito pico, BC já *hawkish*, alta aversão ao país por estrangeiros e cenário eleitoral caminhando para maior moderação, geram um ambiente de assimetria positiva favorável, porém com upside limitado no curto prazo.

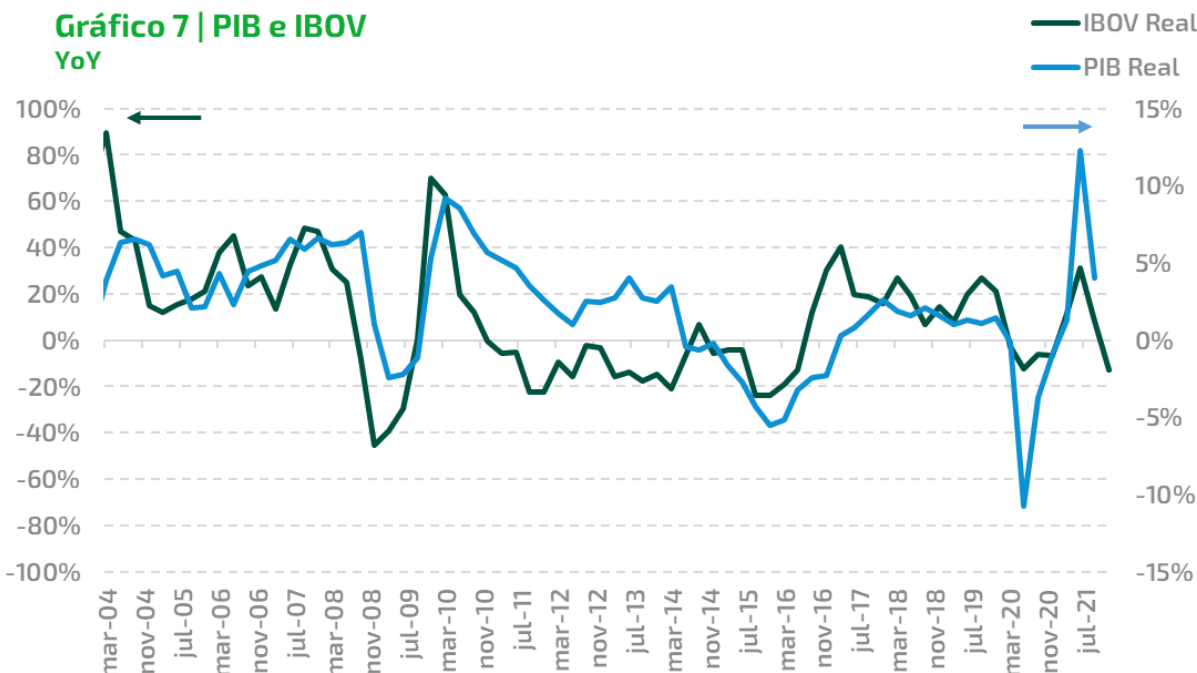
O catalisador para uma valorização a partir dos preços atuais pode ser a reversão de expectativas com a mudança de narrativa passando a olhar para 2023, provavelmente provocada por menor incerteza no quadro eleitoral e consequente expansão de múltiplos.

Não vemos no momento condições econômicas para surpresas muito positivas pelo lado dos lucros consolidados, apesar de sermos otimistas com o resultado das empresas de commodities. Sem crescimento do crédito e queda do desemprego, mesmo com a premissa de uma agenda positiva de investimentos, será difícil vermos uma melhora significativa nos resultados das companhias.

O maior risco para esse cenário no curto prazo é o atual governo ser “criativo” do lado fiscal e minar as condições de recuperação da economia num eventual governo mais responsável economicamente.

Temos hoje uma posição líquida comprada em Ações brasileiras ao redor de 8% do Fundo com o *gross* em torno de 25%. Temos privilegiado o setor de *Commodities*, *Financials*, *Fintechs* e alguns poucos nomes de qualidade ligados ao setor doméstico.

Gráfico 7 | PIB e IBOV YoY



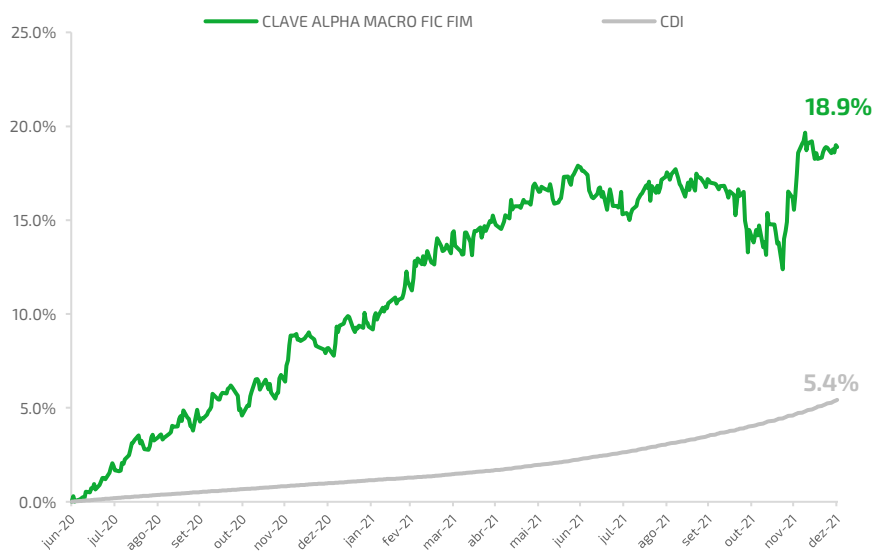
Fonte: Bloomberg e Clave Capital

# CLAVE ALPHA MACRO FIC FIM

## OBJETIVO DE INVESTIMENTO

O CLAVE ALPHA MACRO FIC FIM (CNPJ: 37.319.496/0001-70) tem como objetivo aplicar seus recursos em cotas do CLAVE ALPHA MACRO MASTER FIM (CNPJ: 19.941.720/0001-80), cuja política de investimento consiste em buscar atingir retornos superiores ao CDI por meio da utilização de um processo de investimento disciplinado e diversificado, com base em análise macroeconômica. As estratégias são montadas em função da análise de retorno e risco, e compostas não só com base em mérito individual como na composição total do portfólio. O foco do fundo investido é aplicar em ativos de renda fixa, câmbio, ações e seus respectivos derivativos tanto no Brasil como no exterior. O fundo investido busca explorar estratégias direcionais, com exposição a movimentos de alta e baixa dos preços dos ativos, e estratégias de valor relativo.

## RENTABILIDADE ACUMULADA<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Dados calculados desde o início do fundo em 30/06/2020, considerando o fechamento de 31/12/2021.

## INDICADORES<sup>1</sup>

RENTABILIDADE DESDE O INÍCIO (FUNDO)	<b>18.89%</b>
RENTABILIDADE DESDE O INÍCIO (CDI)	<b>5.43%</b>
RENTABILIDADE EM 12 MESES (FUNDO)	<b>9.90%</b>
RENTABILIDADE EM 12 MESES (CDI)	<b>4.40%</b>
VOLATILIDADE ANUALIZADA	<b>6.20%</b>
SHARPE	<b>1.39</b>
NÚMERO DE MESES POSITIVOS	<b>15</b>
NÚMERO DE MESES NEGATIVOS	<b>3</b>
MAIOR RENTABILIDADE MENSAL	<b>2.89%</b>
MENOR RENTABILIDADE MENSAL	<b>-2.25%</b>
PATRIMÔNIO LÍQUIDO ATUAL (R\$M)	<b>312.5</b>
PATRIMÔNIO MÉDIO EM 12 MESES (R\$M)	<b>241.3</b>
PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA ESTRATÉGIA (R\$M)	<b>3,446.9</b>

## RENTABILIDADES (%)<sup>2</sup>

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	ANO FUNDO	ANO CDI	ACUM. FUNDO	ACUM. CDI
<b>2020</b>							1.68%	1.73%	0.80%	0.31%	1.74%	1.69%	<b>8.20%</b>	<b>0.99%</b>	<b>8.20%</b>	<b>0.99%</b>
<b>2021</b>	1.05%	2.22%	2.38%	0.29%	1.54%	1.13%	-2.13%	1.94%	-0.37%	-2.25%	0.94%	2.89%	<b>9.89%</b>	<b>4.40%</b>	<b>18.89%</b>	<b>5.43%</b>

<sup>2</sup> Rentabilidade líquida de administração e performance e bruta de impostos. Dados calculados desde o início do fundo em 30/06/2020, considerando o fechamento de 31/12/2021.

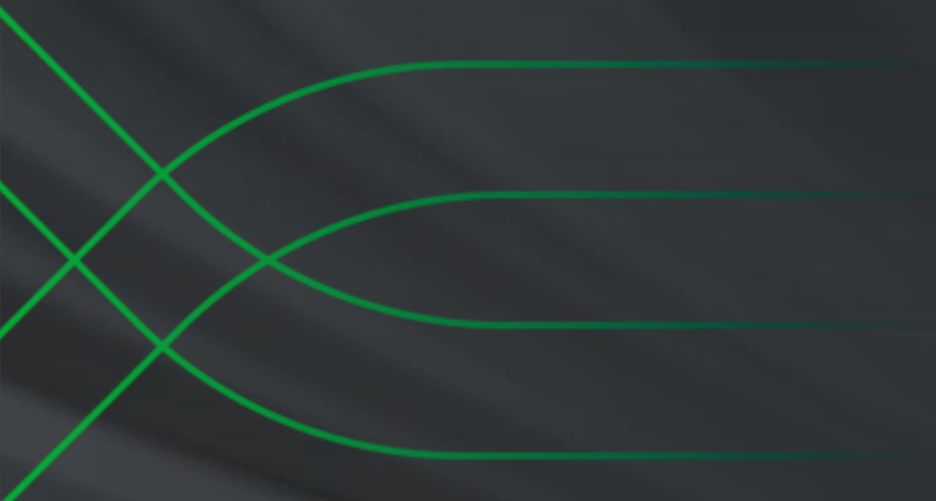
## INFORMAÇÕES GERAIS

<b>Data de Início</b> 30/06/2020	<b>Aplicação Inicial Mínima</b> R\$ 500.00	<b>Cota de Aplicação</b> D+1 até às 15h	<b>Taxa de Administração</b> 2.00% (incluindo a taxa do fundo Master)	<b>Gestor</b> Clave Capital
<b>Status</b> Fechado para aplicações	<b>Movimentação Mínima</b> R\$ 100.00	<b>Cota de Resgate</b> D+30	<b>Taxa de Performance</b> 20% do que exceder 100% do CDI (Semestral)	<b>Administrador</b> Intrag DTVM Ltda.
<b>Classificação / Código Anbima</b> Multimercado Macro / 540285	<b>Saldo Mínimo</b> R\$ 100.00	<b>Liquidação do resgate</b> 1º dia útil após cotização	<b>Taxa de Saída</b> 10%, com cotização em D+5 e pagamento em D+1	<b>Custodiante</b> Itaú Unibanco S.A.
<b>Público Alvo</b> Investidores em geral	<b>Horário</b> 9h00 às 15h	<b>Dados Bancários</b> Banco Itaú (341) – Ag. 8541 C/C 47261-2	<b>Tributação</b> O fundo perseguirá o tratamento de longo prazo.	<b>Auditoria</b> Deloitte Touche Tohmatsu

Em 30 de junho de 2021, houve a mudança da gestão do Clave Alpha Macro FIC FIM ("Fundo"), passando a Clave Gestora de Recursos Ltda. ("Clave Capital") a ser a gestora responsável pelo Fundo, com a consequente alteração de sua denominação. As informações contidas neste material de divulgação ("Material") têm caráter exclusivamente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento, consultoria, análise ou oferta de valores mobiliários, não devendo, portanto, ser utilizadas com este propósito. A Clave Capital não realiza distribuição de cotas. Para investir em nossos fundos, contate um distribuidor autorizado. OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RESULTADOS FUTUROS. Os fundos da Clave Capital podem estar autorizados a realizar aplicações em ativos negociados no exterior e expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, sujeitando-se aos riscos daí decorrentes. Ademais, os fundos da Clave Capital podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento, tais estratégias, 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. Não há garantia de que os fundos da Clave Capital terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E TAXA DE SAÍDA. Recomenda-se a análise mínima de 12 (doze) meses para a avaliação de performance de fundos de investimento. Fonte dos índices de referência: [www.b3.com.br/pt\\_br](http://www.b3.com.br/pt_br). LEIA A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE TOMAR SUA DECISÃO DE INVESTIMENTO, ESPECIALMENTE A SEÇÃO RELATIVA AOS FATORES DE RISCO, E CONSULTE SEUS PRÓPRIOS ASSESSORES JURÍDICOS E/OU FINANCEIROS. Esses documentos podem ser consultados no seguinte endereço eletrônico: <http://www.intrag.com.br/intrag-pt/pesquisa/>; Ouvidoria Corporativa Itaú (0800 570 0011), em dias úteis, das 9 às 18 horas, Caixa Postal 67.600, CEP 03162-971. Deficientes auditivos ou de fala, dias úteis, das 9 às 18 horas, 0800 722 1722. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Serviço de Atendimento ao cidadão em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br). MAIORES INFORMAÇÕES SOBRE A CLAVE CAPITAL ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE: [www.clavecapital.com.br](http://www.clavecapital.com.br).







**São Paulo:** Av. Brigadeiro Faria Lima 3144, Cj 132 |  
Jardim Paulistano | CEP: 01451-000



**Rio de Janeiro:** Av. Afrânio de Melo Franco 290 |  
Leblon Executive Tower | CEP: 22440-032



Tel: 55 11 3181-2312



[www.clavecapital.com.br](http://www.clavecapital.com.br)



[/clave.capital](https://www.instagram.com/clave.capital)



Clave Capital