



EM SUAS MARCAS, PREPARAR...

GARDE

Janeiro 2022

Sumário

FOMC: Em suas marcas, preparar...	2
As incertezas da eleição presidencial em 2022	5
Rentabilidades e Atribuição de Performance	8

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.

**Como
investir?**
Investimento a grande escala

Autoregulação
ANBIMA
Gestão de Recursos

FOMC: Em suas marcas, preparar...

- Os eventos de fim de ano em meio à circulação da variante Ômicron resultaram numa alta vertiginosa dos casos globais de COVID-19. Entretanto, esse aumento não foi acompanhado na mesma proporção por casos mais graves, o que pode ser um marco importante na pandemia.
- Com pouco impacto econômico sentido pelo mercado de trabalho nos EUA, a visão do FOMC é que a economia se encontra próxima ao pleno emprego.
- Antevemos o início do ciclo de alta de juros para março, bem como o início do processo de redução do balanço do Fed para o 2º trimestre, após surpresa no grau de consenso e avanço dessa discussão na última ata.
- Dentro de suas características, o ECB também está migrando para uma postura mais *hawkish*. A continuidade da alta da inflação em dezembro veio a desafiar mais uma vez seu cenário construtivo para a inflação.
- A presença da variante Ômicron na China, em conjunto com a política de zero casos, pode trazer consequências não apenas para a atividade local, mas também para a inflação global.

A virada do ano foi marcada por um **grande crescimento no número de casos globais de COVID-19 (Gráfico 1), graças à disseminação da variante Ômicron**, mais contagiosa que as cepas anteriores. Sua velocidade de disseminação assustou as autoridades locais e suscitou uma série de medidas de restrição em algumas regiões, como na União Europeia, Reino Unido e na Ásia. Entretanto, seu grau de gravidade mais branda – seja por característica do vírus, seja pela proteção conferida pelas vacinas – pode marcar um passo importante na trajetória da pandemia, rumo a uma estratégia de convivência com o vírus em sua versão menos letal. Nesse sentido, evidências acumuladas em regiões que enfrentaram a variante mais cedo indicam que o pior deve estar ficando para trás em termos de impacto sanitário e econômico, principalmente no ocidente.

Comparativamente, os impactos econômicos parecem ser ainda mais diminutos nos EUA, devido à ausência de medidas mais duras de restrição – isso mesmo com a alta vertiginosa de casos e hospitalizações a níveis comparáveis à última onda. Um exemplo claro dessa dinâmica está contido nos dados de mercado de trabalho. Apesar da surpresa negativa no número de vagas geradas em dezembro, as entrelinhas contêm uma série de indicativos de que este mercado segue aquecido na economia americana: a taxa de desemprego caiu para baixo da estimativa de taxa natural do Fed pela primeira vez desde o pré-pandemia (Gráfico 2), os

salários seguem crescendo em níveis anualizados muito além da média dos últimos anos, e uma série de outros indicadores como taxa de demissões voluntárias e a razão vagas abertas por desempregados se encontram em suas máximas históricas.

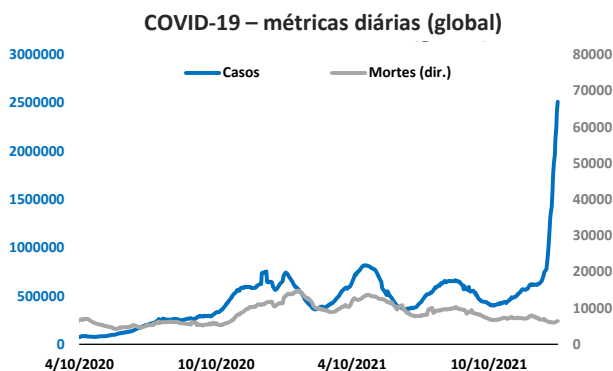


Gráfico 1. Fonte: Bloomberg.

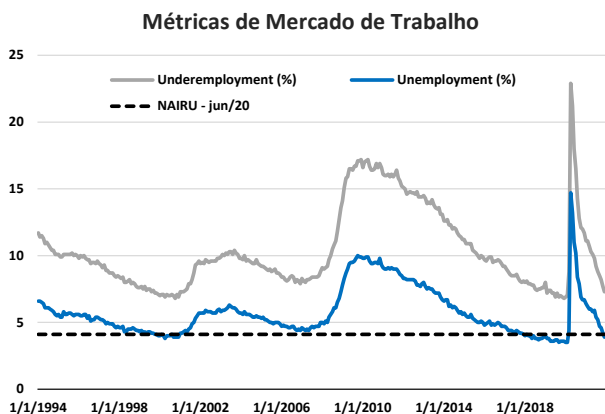


Gráfico 2. Fonte: BLS, Federal Reserve.

Esse cenário parece ter sido bem assimilado pelo Banco Central americano, cuja ata da última reunião de política monetária trouxe desenvolvimentos interessantes. Primeiramente, ainda sobre mercado de trabalho, aqueles que argumentavam que a política monetária deveria se manter expansionista para dar tempo ao trabalhador americano voltar à busca de emprego parecem ter jogado a toalha, uma vez que a resiliência da taxa de participação em voltar para seus patamares pré-crise indicam a existência de fatores mais estruturais por trás de sua queda. Com o nível da inflação preocupando boa parte do comitê, chamou atenção o avanço e o grau de consenso do FOMC acerca do processo de redução do seu balanço de ativos, uma medida complementar ao ciclo de alta de juros que visa apertar as condições financeiras. Após a divulgação do documento e de uma série de discursos dos membros do comitê, antevemos o início do processo de alta de juros agora em março deste ano, enquanto o início do processo de redução do balanço deve ocorrer já no 2º trimestre.

Devido ao avanço dessa discussão, vale ressaltar aqui a importância da redução do tamanho do balanço de ativos do Fed – processo também conhecido como *Quantitative Tightening*. Em última instância, o caminho inverso – de aumento do balanço – via compra de títulos visa comprimir taxas de juros mais longas de mercado, geralmente não alcançadas pelas taxas de juros de curto prazo controladas pelo Fed, propiciando assim condições mais estimulativas para a economia. Dessa forma, a redução do balanço via vencimento dos títulos em carteira tende a provocar o efeito inverso, retirando liquidez e funcionando como um aperto monetário.

Com um balanço acima de USD 8 tri até o fim do *tapering* (ou cerca de 38% do PIB a preços atuais, Gráfico 3), sua redução pode significar uma redução importante nas condições de liquidez, diminuindo o apetite por ativos de risco.

A mudança rumo a uma postura mais hawkish não se restringe ao Fed – muito pelo contrário. É difícil achar um banco central no mundo desenvolvido que não tenha migrado para uma postura mais restritiva nos últimos meses. O próprio ECB, um dos BCs mais lenientes com a inflação nos últimos anos, anunciou em dezembro sua estratégia de saída para o programa emergencial de compra de ativos da pandemia, mostrando confiança que eventuais impactos econômicos resultantes da variante Ômicron não seriam suficientes para interromper a recuperação econômica da região. Entretanto, a maioria do comitê ainda faz questão de empurrar expectativas de altas de juros para além de 2022 em seus discursos, visão cada vez mais próxima de ser desafiada pelo mercado, uma vez que a inflação segue em níveis historicamente altos (Gráfico 4).

Agrega-se a esse cenário de inflação não apenas na Zona do Euro, mas a nível global, um “novo-velho” risco: a disseminação de casos de COVID-19 e o consequente desarranjo das cadeias produtivas. Esse risco é notavelmente mais proeminente na Ásia (principalmente, na China), onde o conjunto de vacinas aparentemente menos eficazes contra a nova variante e uma política altamente reativa a aumento de casos deve inevitavelmente levar a novas restrições, podendo contaminar linhas de produção e de transporte

Balanço de Ativos Fed - % do PIB

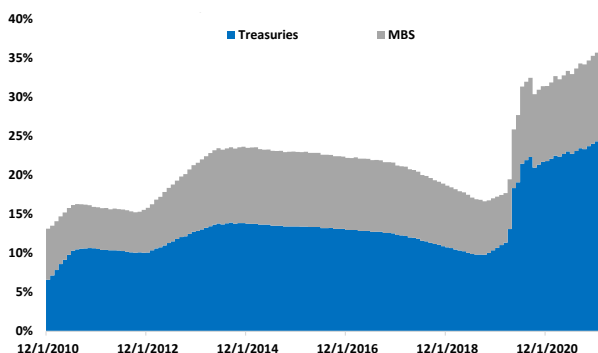


Gráfico 3. Fonte: Federal Reserve .

Zona do Euro – Inflação (YoY %)

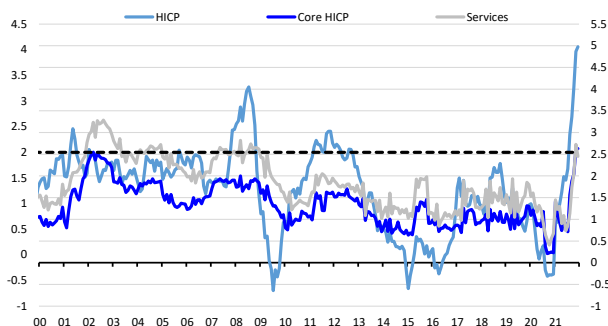


Gráfico 4. Fonte: Eurostat .

logístico, causando um novo choque inflacionário de oferta. Ademais, essa combinação também deve causar novas revisões de crescimento baixistas para a China, país que já lida com outros problemas relativos à atividade, como a crise no setor imobiliário e o conjunto de políticas antimercado impostas ao longo de 2021. **Esse conjunto de fatores intensificado pelo surgimento da nova variante super transmissível – que já se encontra em solo chinês – está por trás de nossa visão relativamente pessimista para o país neste ano, que deve se esforçar para conseguir crescer algo próximo a 5% em 2022.**

As incertezas da eleição presidencial em 2022

- Ambiente para cenário doméstico deverá seguir desafiador, com a baixa popularidade do governo em um ano de eleições mantendo os riscos fiscais elevados.
- Núcleo duro de apoio ao Bolsonaro reforça sua consolidação no segundo lugar na corrida eleitoral, mas com baixas chances contra o ex-presidente Lula em um eventual segundo turno.
- O ex-presidente Lula segue consolidado à frente nas pesquisas e favorito para o pleito presidencial. A questão relevante, portanto, é o que esperar de um possível governo Lula e a resposta é envolta em incertezas.
- Pesquisas seguem mostrando um caminho distante para a terceira via, o que acreditamos que não deva mudar no curto-prazo.

O ambiente econômico segue desafiador, com dados mais fracos de atividade econômica, piora das expectativas para o crescimento prospectivo e inflação pressionada. A combinação de atividade fraca e inflação alta, portanto, não enseja grandes melhoras na popularidade do governo Bolsonaro.

As pesquisas de intenção de voto têm mostrado o enfraquecimento do incumbente em consonância com a piora da avaliação de seu governo (Gráfico 5). No entanto, apesar da piora das perspectivas eleitorais na margem, no mesmo gráfico vemos que o presidente Bolsonaro segue com um núcleo duro de apoio (intenção de voto na pesquisa espontânea) que, à luz de hoje, o levaria para o segundo turno, ainda que com poucas chances de vitória.

A diminuição das chances de reeleição do atual presidente traz um caldo de cultura de riscos fiscais, conforme as eleições presidenciais se aproximam. Parte dos riscos foi concretizada no final de 2021, com a mudança casuística do teto de gastos de forma a acomodar uma ampliação dos gastos sociais (Auxílio Brasil) neste ano. No entanto, outros riscos permanecem capitaneados pelas próprias declarações do presidente, como o intuito de reajustar salários dos agentes de segurança pública – o que tem desencadeado pressões vindas de outras partes do funcionalismo público –, a renovação de incentivos tributários (o caso da desoneração da folha) e outras medidas que impactam as receitas públicas (por exemplo, o REFIS do Simples). Ao longo do ano, deverá ser relevante monitorar a possibilidade de novas rodadas de benesses fiscais que poderão ser adotadas dado o ambiente econômico e político citado acima.

O outro lado da moeda da piora de Bolsonaro nas pesquisas tem sido a consolidação do ex-presidente Lula na dianteira do processo eleitoral, fazendo com que possamos afirmar, neste momento, que Lula é favorito para as eleições de outubro. Dessa maneira, a questão mais importante a ser respondida é: o que poderíamos esperar de um terceiro governo Lula? A resposta é envolta em incertezas, até pelo estágio inicial do processo eleitoral em que nos encontramos, onde alianças ainda estão sendo formadas e não há sinalizações fortes em relação aos programas de governo dos candidatos. Em tese, a história de governos petistas poderia servir como baliza do que esperar de um possível governo. No entanto, mesmo dentre os governos petistas passados tivemos uma divergência grande. De um lado tivemos o primeiro mandato do Lula um tanto quanto pró-mercado, fiscalista e reformista.

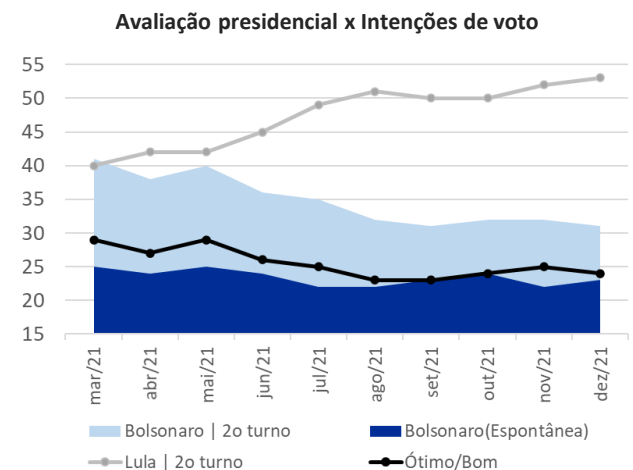


Gráfico 5. Fonte: Ipesp.

No outro extremo, a adoção da chamada Nova Matriz Econômica pelo governo Dilma, baseada em intervencionismo econômico, políticas fiscais, parafiscais e monetárias expansionistas trouxe piora significativa das contas fiscais e a estagnação de 2014-2016.

De maneira a tentar mensurar a qualidade da agenda econômica não só de Lula mas também dos demais candidatos, reproduzimos a metodologia do Índice de Adesão à Agenda Liberal (IAAL-Garde)¹ para os cinco principais candidatos com base nas informações disponíveis. No Gráfico 6, expomos o resumo das notas atribuídas para os principais agrupamentos de política econômica que consideramos relevantes para os possíveis cenários. Vale ressaltar que existe um alto grau de discricionariedade nas notas atribuídas, que além disso não são estáticas e deverão mudar ao longo do processo eleitoral, conforme os candidatos vão consolidando seus programas de governo.

Dentre os quatro candidatos apresentados, o governador de São Paulo, João Dória, é o que apresenta a melhor nota auferida com relativa acurácia, uma vez que o governador é bem vocal em relação às suas posições econômicas. Em relação ao presidente Bolsonaro, dado o histórico recente de medidas adotadas em seu primeiro mandato,

também consideramos que as notas apresentam um grau relativo de acurácia. Já o candidato Sérgio Moro apresenta diversas lacunas sobre suas visões para a economia, uma vez que suas opiniões sobre o assunto ainda são escassas. No entanto, atribuímos as notas dando o benefício da dúvida, dada a indicação de um economista renomado como seu assessor econômico, o ex-presidente do Banco Central, Afonso Celso Pastore. Por fim, conforme já comentamos, a maior incerteza fica com o ex-presidente Lula, justamente o favorito até o momento pelas pesquisas, o que por si só mantém a incerteza elevada para a formulação dos possíveis cenários para 2023.

Dada a importância da avaliação do que seria uma eventual nova gestão Lula, separamos os dois extremos das gestões petistas passadas – Lula 2003 e a Nova Matriz Econômica de Dilma – em colunas separadas à direita. As recentes declarações do entorno do petista indicam uma intenção de revisão de certas reformas aprovadas desde o governo Temer, como por exemplo a reforma trabalhista, o teto de gastos e a política de preços da Petrobras. Essas declarações fazem com que IAAL de Lula em 2022 seja substancialmente abaixo dos outros três candidatos e da nota da gestão no seu primeiro mandato.

Índice de Adesão à Agenda Liberal (IAAL-Garde) por candidato

	Bolsonaro	Moro	Dória	Ciro	Lula	Lula/2003	Nova Matriz Econômica
IAAL	7.3	7.6	8.5	5.1	5.0	7.4	3.9
Agenda Macro	7.3	7.9	8.6	5.0	5.3	7.3	3.8
Reformas estruturais	6.2	7.4	8.4	4.9	5.1	7.1	3.8
Sustentabilidade Fiscal	6.6	7.2	7.8	5.7	4.8	6.1	2.5
Política Monetária	9.5	9.5	10.0	4.0	7.3	9.5	7.3
Política creditícia	8.9	9.3	9.4	4.7	4.4	8.2	1.7
Agenda Micro	8.2	8.5	9.0	4.8	3.6	7.3	2.8
Tamanho do estado	8.0	8.0	8.9	3.5	1.8	6.3	2.5
Produtividade	8.4	9.0	9.0	6.0	5.4	8.2	3.0
Institucional	6.0	5.2	7.6	6.0	6.3	7.7	6.1

Gráfico 6. Fonte: Garde.

¹O Índice de Adesão à Agenda Liberal (IAAL-Garde) foi criado para avaliar a evolução da agenda econômica ao longo do governo Bolsonaro e exposto em cartas mensais anteriores. Maiores detalhes sobre a construção do IAAL podem ser encontrados na [Carta Mensal de Junho/21](#).

Ainda assim, a nota segue melhor do que a desastrosa política econômica posta em prática pelo governo Dilma (Nova Matriz Econômica). Vale ressaltar também que as declarações dos assessores econômicos petistas são acompanhadas de um *disclaimer* explícito de que não falam pelo candidato. Dessa forma, acreditamos que deveremos acompanhar nos próximos meses a consolidação do projeto do ex-presidente, em que possamos refinar as estimativas sobre um eventual governo.

Por fim, além das incertezas em relação ao que esperar de um eventual governo Lula, temos ainda as incertezas em relação a possibilidade de uma terceira via, que em tese teria maiores condições de derrotar o ex-presidente no 2º turno. À luz de hoje, faltando vários meses para as eleições, a viabilidade desses candidatos (Moro e Doria) segue baixa e assim acreditamos que devam permanecer no curto-prazo. No entanto, dada a grande rejeição tanto de Lula como de Bolsonaro, o potencial teórico de uma terceira via existe, podendo mudar as probabilidades de viabilidade eleitoral dos candidatos e impactar o mercado à frente. Contudo, vale ressaltar que essa é uma possibilidade que consideramos que poderá se manifestar apenas mais adiante no processo eleitoral.

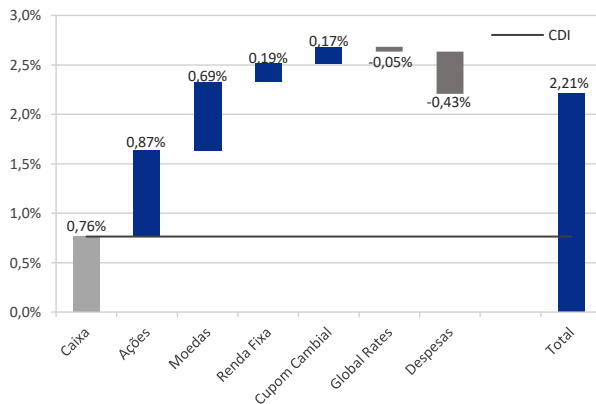
FUNDOS (%)	MÊS	ANO	12M	24M	36M	48M	60M
D'Artagnan Multimercado	2,21	3,57	3,57	8,13	20,05	22,19	40,08
Aramis Previdência	1,25	0,37	0,37	1,08	12,69	-	-
Athos Long Biased	6,63	-10,13	-10,13	-7,20	22,86	-	-
Porthos Alavancado	3,70	4,83	4,83	-	-	-	-
Vallon Alavancado	2,95	3,80	3,80	-	-	-	-

Indicadores (%)	MÊS	ANO	12M	24M	36M	48M	60M
CDI	0,76	4,40	4,40	7,28	13,69	20,99	33,03
Ibovespa	2,85	-11,93	-11,93	-9,36	19,27	37,20	74,04

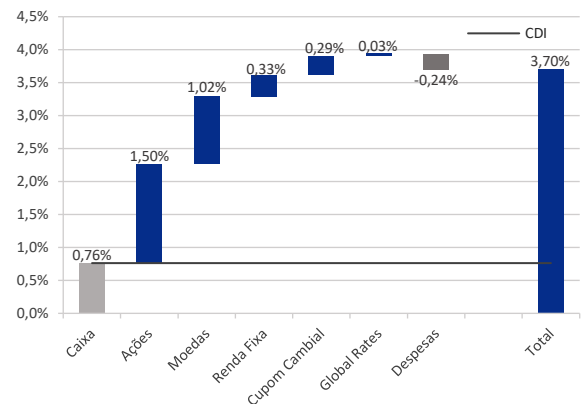
Rentabilidade até 31/12/2021

Atribuição de Performance – Dezembro/21

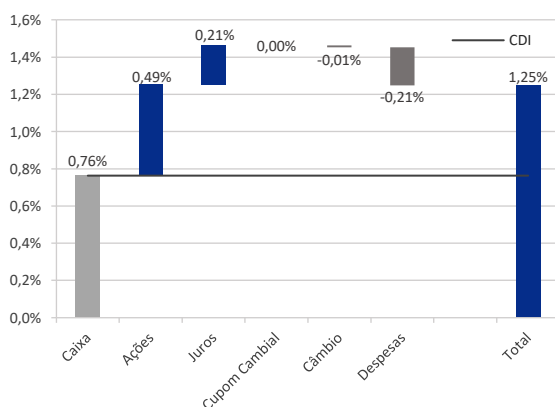
D'Artagnan



Porthos



Aramis



Athos

