



2022: VOLTANDO AO NORMAL

GARDE

Dezembro 2021

Sumário

Um Ano de Normalizações	2
As Duas Faces de 2021 e o que esperar para 2022	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.



Perspectivas para 2022: um ano de normalizações

- Após um ano de fortes surpresas no cenário econômico por todo o mundo, o ano de 2022 deverá dar continuidade ao processo de normalização em várias frentes.
- Com o aumento persistente da inflação, diversos bancos centrais provavelmente darão início (ou continuidade) ao processo de normalização monetária.
- Após forte aumento dos déficits fiscais desde o início da pandemia, o alto nível de endividamento dos países também deve resultar num processo de normalização da política fiscal.
- Além disso, 2022 também marcará a continuidade do processo de normalização sanitária e reabertura da economia, bem como a normalização das cadeias produtivas globais – este processo, porém, muito mais incerto.
- Paralelamente, a intensidade e a extensão da guinada “anti-mercado” na China iniciada em 2021 serão outro tema relevante para o ano, principalmente para mercados emergentes.

O ano de 2021 foi atípico. Da mesma forma que 2020 havia visto um choque negativo de proporções nunca imaginadas na atividade e demanda global, o ano corrente viu o movimento inverso – **uma recuperação extremamente forte e vertiginosa da economia global, levando a reprecificações relevantes das expectativas de crescimento para o ano em praticamente todos os países** (Gráfico 1). Esse movimento foi, em grande medida, fruto de uma ação ampla e coordenada entre as políticas fiscal e monetária aliada a um acelerado e bem-sucedido processo de vacinação. Entretanto, a amplitude dessas políticas – com ajuda do fechamento de um setor importante da economia, o de serviços – também levou a um desbalanceamento entre oferta e demanda globais, gerando um subproduto indesejado: uma elevada inflação global (Gráfico 2).

Muito embora os países desenvolvidos tenham tentado por anos “gerar” inflação, os níveis atingidos após esse conjunto de medidas extremas ligaram um sinal de alerta na comunidade econômica, levando diversos analistas, governos e os próprios Bancos Centrais a se perguntar se haviam exagerado na dose. **Como consequência, entramos em 2022 sob a expectativa de que diversas “normalizações” deverão ocorrer para rebalancear a economia.**

A começar pela normalização monetária. Não apenas a inflação atingiu níveis altos, mas variáveis muito importantes como salários e expectativas também

seguiram a mesma trajetória em diversos países, pressionando os bancos centrais a diminuir o grau de estímulo provido à economia.

Projeções de Crescimento do PIB para 2021 (Mediana BBG)

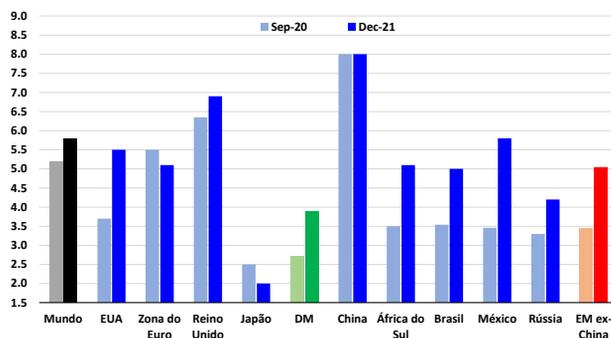


Gráfico 1. Fonte: Bloomberg.

Projeções de Inflação para 2021 (mediana BBG)

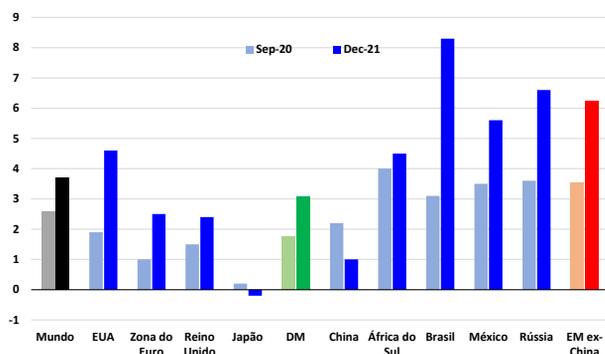


Gráfico 2. Fonte: Bloomberg.

Vale ressaltar, entretanto, que ainda há grande divergência entre as autoridades monetárias globais (Gráfico 3), de modo que esse continuará sendo em 2022 um importante vetor de diferenciação de performance entre os ativos. De um lado, já vemos atuação de alguns com alta de juros, como na Nova Zelândia, na Noruega e na vasta maioria dos emergentes. De outro, um grupo ainda permanece aparentemente mais paciente com esse cenário – por exemplo, na Zona do Euro e na Austrália. Entre esses dois grupos, identificamos um pelotão que, ainda que não tenha iniciado o processo, já vem dando sinalizações de que ele está próximo – casos, por exemplo, da Inglaterra e do próprio Fed.

O ano de 2022 também deve lidar com uma normalização da política fiscal. Os déficits incorridos desde a eclosão da pandemia levaram os níveis de dívida para patamares preocupantes, ainda mais diante da possibilidade de altas de juros nos próximos anos. Dessa forma, **algum tipo de ajuste terá de ser implementado (ainda que de forma gradual na maioria do mundo desenvolvido)**. Nesse quesito também ressaltamos diferença entre as regiões. Um exemplo é o caso da Zona do Euro, cujos passos rumo a uma postura fiscal mais unida e estimulativa – exemplificados por grandes projetos como o Fundo de Recuperação e o *Global Gateway* – podem marcar uma importante mudança na percepção do bloco, fazendo dos ativos locais um interessante caso de investimento para o ano.

A política sanitária é vetor de uma terceira

normalização que deve continuar seu curso ano que vem: a da pandemia. O avanço da vacinação e o aprendizado de “conviver com o vírus” são fatores que explicam o maior otimismo com o sucesso nessa empreitada. Acreditamos que o avanço desse processo é fundamental para a manutenção do cenário otimista de reabertura contínua. Entretanto, levando em conta o risco de mutações, ondas de casos sazonais são possíveis. A expectativa, porém, é que sejam cada vez menos letais.

Por fim, há uma quarta e última normalização que deve tomar curso em 2022 – essa, porém, muito mais incerta e difusa: a normalização das cadeias produtivas (Gráfico 4). O processo inflacionário o qual mencionamos anteriormente passa necessariamente por um descompasso entre oferta (com fechamento de indústrias e setores) e demanda (com transferências de renda massivas ao consumidor). Com o avanço das três normalizações citadas anteriormente, vemos fatores importantes que atuam para resolver esse desequilíbrio – por exemplo, os ajustes fiscais e monetários devem providenciar, na margem, menos estímulos à demanda das famílias; enquanto o avanço da vacinação diminui o risco de novos fechamentos e contribui cada vez mais com o direcionamento da demanda de volta ao setor de serviços. Porém, por ser o resultado de partes que se movem simultaneamente por toda a cadeia global, o *timing* dessa normalização é altamente incerto. Esse processo de normalização é diretamente

G-10 – Meses para a 1ª alta de juros (precificação de mercado)

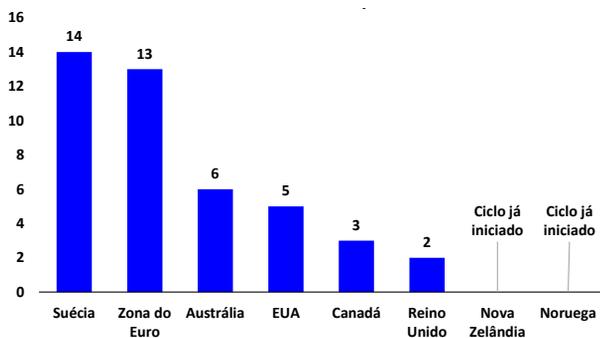


Gráfico 3. Fonte: Morgan Stanley.

PMI Global JP Morgan

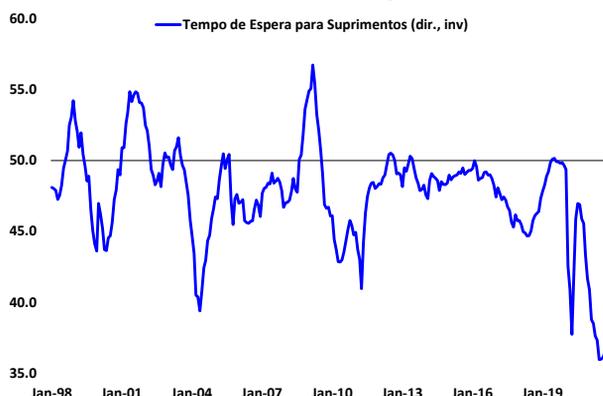


Gráfico 4. Fonte: JP Morgan.

relacionado ao processo de desinflação e deverá ser uma das questões-chave do mercado no ano que vem.

Em tempo, uma outra questão em paralelo que também será de suma importância para o cenário ao longo do ano é a China: mais especificamente, até que ponto vai a “guinada do capitalismo” chinês de Xi Jinping? Em 2021, vimos uma série de medidas regulatórias em diversos setores, políticas de *lockdowns* em resposta a números muito pequenos de casos de COVID-19, restrições produtivas para atingir metas ambientais e, principalmente, medidas de aperto no setor imobiliário – o coração da economia chinesa. **Persistida essa postura, em que as autoridades parecem ater-se menos ao crescimento econômico e mais à sua qualidade, podemos vislumbrar um cenário em que a China contribui relativamente menos para o crescimento global do que o usual**, atuando como um vetor não tão otimista para outros mercados como, por exemplo, as economias emergentes.

As duas faces de 2021 e o que esperar para 2022

- O ano de 2021 foi marcado por uma forte recuperação econômica seguindo o processo bem-sucedido de vacinação. Por outro lado, vimos uma forte elevação da inflação, piora da popularidade do governo e flexibilização do arcabouço fiscal.
- O imbróglio dos precatórios e do programa Renda Brasil deixou cicatrizes permanentes no teto de gastos e na credibilidade fiscal. No curto prazo, porém, virar a página da PEC poderá abrir uma janela para melhora do ambiente político e fiscal, coincidindo com o recesso do Congresso.
- Perspectivas para a economia em 2022 seguem desafiadoras, com desaceleração da atividade econômica e cenário de inflação ainda pressionado.
- Cenário prospectivo demanda cautela dada a combinação de um governo enfraquecido em ano eleitoral (i.e. tentações populistas) e incerteza sobre as eleições presidenciais.

A economia brasileira em 2021 apresentou duas faces da mesma moeda. **Por um lado, vimos o avanço expressivo do processo de vacinação ao longo do ano** (Gráfico 5) que, aliado à forte reação de política econômica (fiscal e monetária) durante a pandemia, garantiu uma expressiva recuperação da atividade econômica no país. De fato, excluindo-se China, o PIB brasileiro performou melhor que a média do resto do mundo (Gráfico 6).

No entanto, essa melhor performance da economia veio com um preço. **Os questionamentos fiscais em um ambiente de alta da dívida pública trouxeram aumento do risco expresso nas curvas de juros futuras.** Ademais, a manutenção da taxa de juros em níveis extremamente estimulativos (2%) ajudou a manter a taxa de câmbio em patamares depreciados relativamente aos seus pares emergentes (Gráfico 7). A consequência imediata foi uma amplificação dos vetores de pressão de preços, em grande medida importados de fora, culminando numa forte alta da inflação doméstica, cuja taxa alcançará os dois dígitos este ano (Gráfico 8).

A incapacidade do governo em capitalizar para si o sucesso da campanha de vacinação aliada à perda de poder de compra das famílias, por sua vez, trouxe queda da popularidade do governo que, às vésperas de um ano eleitoral, resultou na guinada da sua agenda para uma direção mais populista. Como resultante, **houve uma flexibilização da regra do teto de gastos para que fosse possível o aumento dos gastos sociais em 2022 e, conseqüentemente, uma nova rodada de aumento dos riscos fiscais.**

No curto prazo, no entanto, boa parte dessa deterioração fiscal já consolidada aparenta estar precificada e a “página virada” da PEC dos precatórios, juntamente ao recesso do Congresso de meados de dezembro até fevereiro, poderão se traduzir numa janela de paz nas notícias fiscais para o mercado. Todavia, olhando mais à frente, seguimos cautelosos com as perspectivas para 2022.

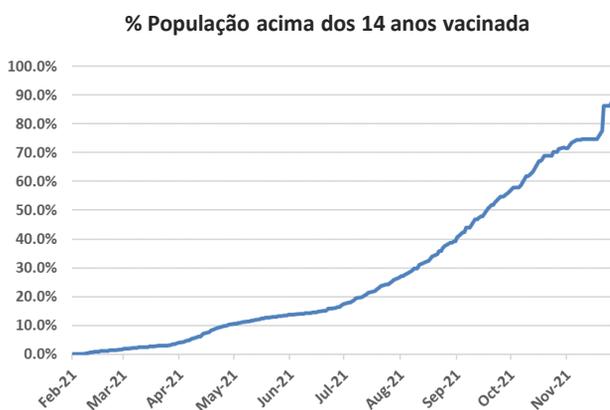


Gráfico 5. Fonte: Bloomberg.

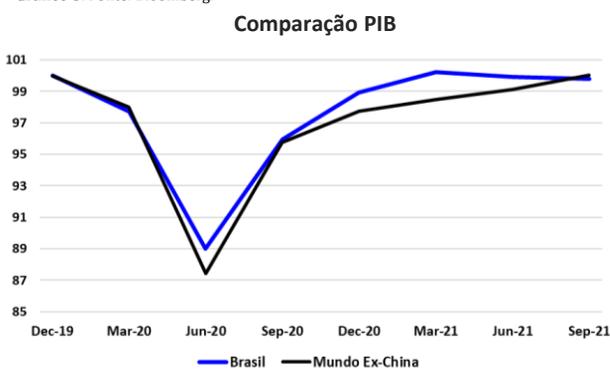


Gráfico 6. Fonte: Bloomberg.

Primeiramente, vale dizer que o ambiente econômico deverá permanecer desafiador, uma vez que deveremos ter uma desaceleração adicional da economia no próximo ano (projeção de PIB de 0,7%) e uma taxa de inflação ainda alta (5,4%, acima do teto da meta). Essa combinação de atividade e inflação levam a uma baixa chance de que o governo recupere de maneira significativa sua popularidade. **Um governo fraco em um ano eleitoral tende a manter-se suscetível as tentações populistas, trazendo riscos fiscais e de ingerência sobre setores da economia** (bancos públicos, empresas estatais e agências de regulação).

Não obstante, 2022 ainda nos reserva incertezas sobre as eleições presidenciais. Vimos no curto prazo a incipiente consolidação da terceira via ao redor do nome do ex-ministro Sergio Moro, que alcançou dois dígitos nas pesquisas. No entanto, **acreditamos que possíveis novas mudanças nas intenções de voto ocorram a partir de abril de 2022, quando as candidaturas forem oficialmente definidas e a opinião pública voltar seu interesse sobre as eleições.** Portanto, acreditamos que nos próximos meses as sondagens deverão continuar mostrando o ex-presidente Lula na liderança, seguido pelo presidente Bolsonaro que, apesar de estar mais fraco, ainda mantém um núcleo duro de apoiadores suficiente para levá-lo ao 2º turno. Sob esse cenário, Lula seria favorito.

Um cenário alternativo seria que o estado da economia e a fraqueza do presidente resultassem na migração de parte da base de apoiadores do Bolsonaro para um candidato com mais chances de derrotar o candidato por eles rejeitado no 2º turno. Esse fenômeno de “voto útil” aconteceu em 2014, quando o Aécio Neves desidratou a candidatura da Marina Silva e em 2018, quando Bolsonaro também tomou votos de outros candidatos de centro-direita. Vale dizer, no entanto, que esse tipo de movimentação das intenções de voto ocorre nas vésperas do pleito, potencialmente em setembro.

Seja como for, o cenário prospectivo para a economia brasileira será muito dependente do resultado das eleições do ano que vem, especialmente no atual ambiente de questionamento da sustentabilidade da dívida pública e enfraquecimento do arcabouço fiscal.

Nossa expectativa é que o nível de incerteza deva permanecer alto ao longo do processo eleitoral trazendo volatilidade para os ativos domésticos.

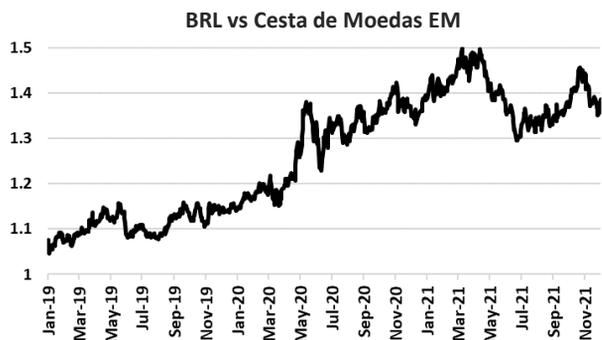


Gráfico 7. Fonte: Bloomberg.

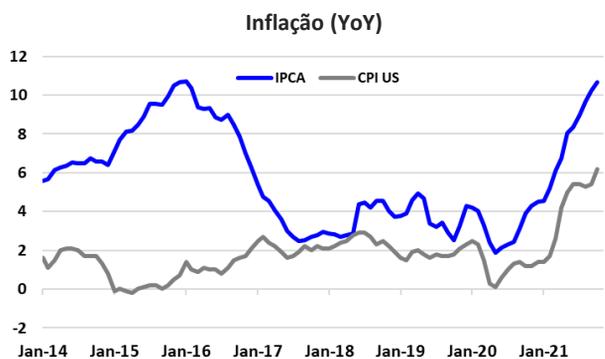


Gráfico 8. Fonte: IBGE e BLS.

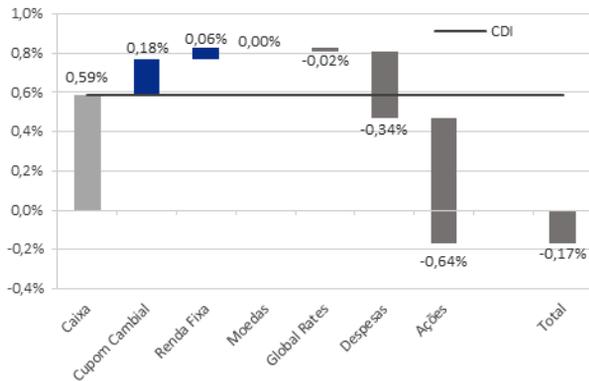
FUNDOS (%)	MÊS	ANO	12M	24M	36M	48M	60M
D'Artagnan Multimercado	-0,17	1,33	3,59	9,22	18,76	21,14	40,05
Aramis Previdência	0,28	-0,86	1,84	2,30	12,25	-	-
Athos Long Biased	-5,03	-15,71	-8,45	-4,54	-	-	-
Porthos Alavancado	-0,20	1,09	5,56	-	-	-	-
Vallon Alavancado	-0,20	0,83	4,75	-	-	-	-

Indicadores (%)	MÊS	ANO	12M	24M	36M	48M	60M
CDI	0,59	3,60	3,77	6,87	13,38	20,72	33,50
Ibovespa	-1,53	-14,37	-6,41	-5,84	13,87	41,61	64,63

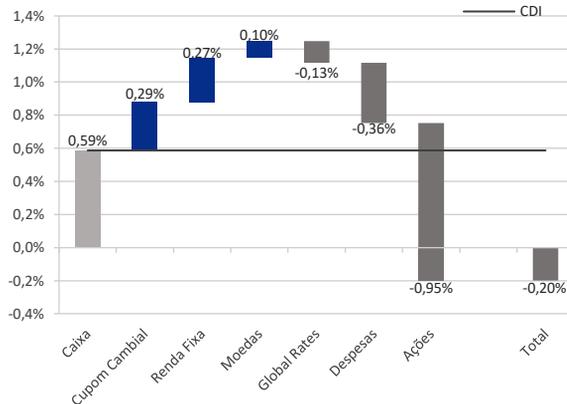
Rentabilidade até 30/11/2021

Atribuição de Performance – Novembro/21

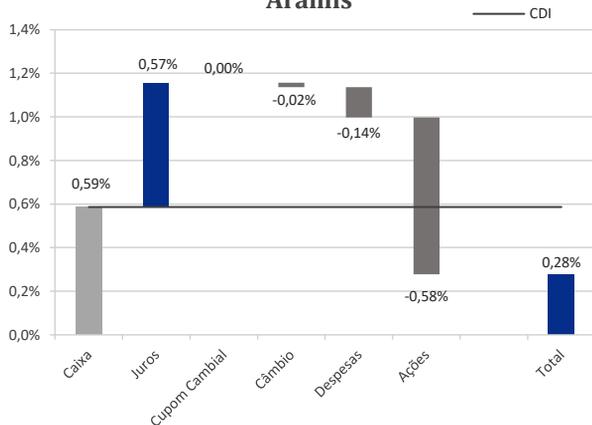
D'Artagnan



Porthos



Aramis



Athos

