



Sumário

Apertem os Cintos, Volatilidade à Frente	2
Risco Bolsonaro e Risco Lula	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.

Apertem os Cintos, Volatilidade à Frente

- As expectativas de crescimento para os EUA vêm sendo revisadas para baixo por fatores tanto conjunturais quanto estruturais. Enquanto isso, há poucos sinais de alívio na inflação corrente.
- Diante desse cenário, o FOMC deu mais um passo em direção a uma política mais apertada, deixando a porta aberta para mais altas neste ano. Atualizamos nosso cenário para o Fed para 5 altas de juros em 2022, com a redução do balanço de ativos se iniciando em junho.
- A Zona do Euro também vem sofrendo revisões baixistas no crescimento, embora focadas muito mais no curto prazo. O cenário estrutural para o bloco continua positivo na esteira de estímulos fiscais e monetários mais atuantes ao longo do tempo. O cenário geopolítico, porém, deve ser monitorado.
- Na China, as respostas de política monetária e fiscal sinalizadas e tomadas nos últimos meses tornam o cenário menos pessimista. Ademais, as medidas de restrição tomadas diante de ondas de Ômicron também vem se mostrando mais efetivas e localizadas.

O PIB americano surpreendeu no 4º trimestre de 2021, fechando o ano com o crescimento de 5,7% - o mais forte desde a década de 1980.

Ainda assim, os dados mais recentes vêm dando sinais na direção de certa desaceleração econômica, numa magnitude mais forte que a antecipada e gerando uma divergência relevante com o resto do mundo (Gráfico 1). Em que pese alguns efeitos de curto prazo relacionados ao impacto dos casos de COVID-19 no setor de serviços e de novas interrupções na cadeia de suprimentos da indústria, há vetores aparentemente ligados a questões mais estruturais, principalmente aqueles relacionados ao vencimento dos diversos estímulos fiscais de 2020 e 2021 que, por ora, não parece que serão renovados para o ano corrente. Projetamos crescimento de 3,8% para a economia americana em 2022, com viés de baixa, mas ainda bem acima das estimativas de crescimento potencial.

Com essa dinâmica, é natural que se espere uma inflação ainda pressionada. **Ainda que haja uma probabilidade relevante de uma inversão na tendência a partir do segundo semestre, o ambiente corrente ainda é inflacionário**, com efeitos magnificados por problemas no setor energético e o lento processo de equalização entre demanda e oferta (principalmente no setor de bens). Diante disso, o banco central americano novamente endureceu seu discurso no último FOMC, não apenas sacramentando o início do *lift-off* na próxima reunião em março, mas também deixando a porta aberta para

que o mercado considerasse altas de juros em todas as reuniões seguintes ou mesmo altas de 50bps em alguma reunião.

Em linha com a precificação atual, acreditamos que o cenário base para o Fed hoje contemple 5 altas de juros no ano, relativamente concentradas nas próximas reuniões, uma vez que ele vem se atrelando aos dados correntes que devem dar poucos sinais de alívio até o meio do ano. Além disso, antevemos o início do processo de redução do balanço de ativos para junho, com cerca de USD1.5tri de excesso de liquidez a ser reduzido até o fim do ano que vem (Gráfico 2). Mais detalhes sobre esse processo de redução dos ativos, como ritmo e composição, deverão ser colhidos nas próximas reuniões do FOMC.

Indicador de Surpresas Econômicas - Citibank

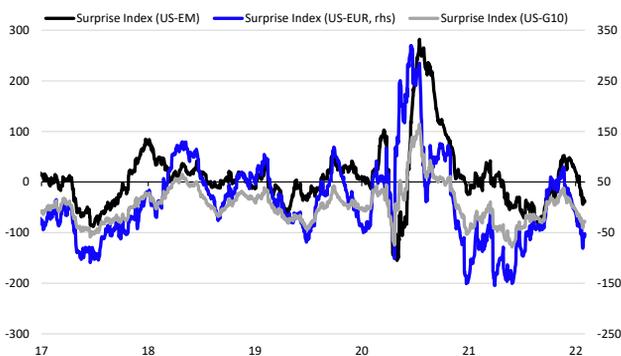


Gráfico 1. Fonte: Citibank.

Vale ressaltar que a trajetória de política monetária dependerá sobremaneira dos dados correntes, que hoje ainda são permeados por um elevado grau de incerteza, de modo que as expectativas quanto ao cenário podem se mostrar mais fluidas que o normal. Por fim, ressaltamos também que, no curto prazo, um ambiente de viés baixista para expectativas de crescimento junto ao início do ciclo de aperto monetário de um Fed ainda preocupado com a inflação pode ser um agravante para ativos de risco locais.

Por outro lado, continuamos com um cenário mais construtivo para a Zona do Euro. **A despeito de revisões baixistas para o crescimento, estas concentraram-se muito mais no curto prazo, sem impacto no cenário otimista para prazos mais longos, garantido principalmente por estímulos fiscais mais distribuídos ao longo do tempo. Isso não deve ser revertido pela postura do ECB, o qual já sinaliza o começo de um processo gradual de normalização. Após uma grande surpresa de inflação na leitura para janeiro (0.6pp de surpresa, agora em 5,1%), mesmo diante de um panorama de inflação salarial ainda bem divergente do resto das economias desenvolvidas (Gráfico 3), o banco central europeu já vem adotando um tom mais duro nos seus discursos, como por exemplo o abandono da visão de que altas de juros neste ano são altamente improváveis. Com o mercado de trabalho apertado devendo exercer pressão sobre os salários ao longo do ano e com o panorama de inflação ainda pressionado, antevemos que o programa de compra de ativos regular deva se encerrar em algum momento do segundo semestre, antecipando uma alta de juros de 25bp no último trimestre – com viés de mais altas.**

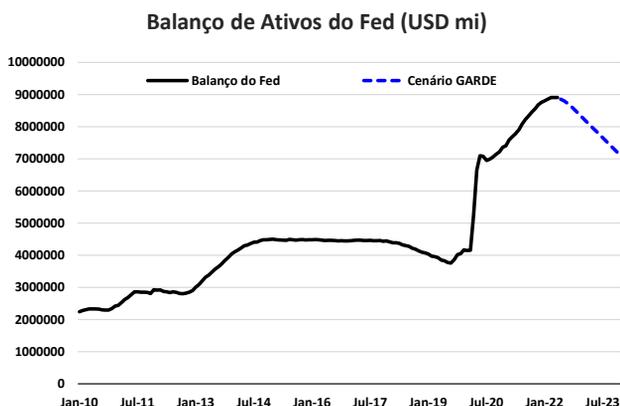


Gráfico 2. Fonte: Federal Reserve.

A manutenção de Mario Draghi como primeiro-ministro italiano após a reeleição de Matarella para a presidência contribuiu para a manutenção do cenário otimista. Acreditamos que o ex-presidente do ECB é peça fundamental para a continuidade do processo de reformas e bom uso dos desembolsos do Fundo de Recuperação no país, bem como para a unidade do bloco como um todo. Por outro lado, **estamos monitorando com cautela os desenvolvimentos das tensões entre Rússia e Ucrânia – acreditamos que as tensões geopolíticas são, por ora, o principal risco enfrentado na região**, mesmo porque é também diretamente atrelado à crise dos preços de energia que a está impactando (a Rússia é um dos principais fornecedores de gás natural para a Europa).

Em tempo, **embora o cenário para a China siga pessimista por conta principalmente da fraqueza do setor imobiliário, acreditamos que os desenvolvimentos do fim do ano passado para cá foram positivos em duas frentes.** Primeiramente, a resposta de política das autoridades chinesas já mostra grau elevado de desconforto com a magnitude da desaceleração econômica, não apenas no seu discurso, mas também nas medidas tomadas no âmbito monetário (cortes de juros como RRR, MLF e LPR) e, principalmente, fiscal/parafiscal (principalmente na emissão de títulos locais voltadas para projetos de infraestrutura).

Além disso, identificávamos a disseminação da variante Ômicron num país que ainda persegue a política de zero casos como um risco iminente não apenas local, mas também para as cadeias produtivas globais. Entretanto, pelo menos até aqui, as medidas



Gráfico 3. Fonte: Banco Central Europeu.

de restrição têm se mostrado muito mais cirúrgicas e as ondas de duração mais curtas, de modo que os impactos no setor produtivo têm sido mínimos. Ainda assim, no tocante ao tema das cadeias e inflação global, permanecemos cautelosos quanto a sua reversão no curto prazo, pois os indicadores globais vêm dando sinais mistos.

Em resumo, **mantemos a visão de que 2022 será um ano de forte mudanças no direcionamento da política monetária capitaneada pelo Fed**, o que deverá manter o cenário para os ativos de riscos mais voláteis. Ainda assim, oportunidades de diferenciação de regiões que estão em pontos do ciclo econômicos divergentes deverão ser especialmente relevantes neste ano.

Risco Bolsonaro e Risco Lula

- Resultados fiscais de 2021 foram melhores do que o esperado, mas boa parte dessa melhora deve ser revertida à frente e os desafios fiscais permanecerão no horizonte.
- Antevemos, portanto, duas grandes incertezas em relação ao cenário doméstico: i) a política fiscal do último ano do mandato de Bolsonaro e ii) a política fiscal em um eventual governo Lula, candidato que está na liderança das pesquisas eleitorais.
- Dada a debilidade do cenário econômico e consequente fraqueza do governo Bolsonaro, os riscos fiscais para 2022 são significativos e podem gerar uma deterioração fiscal adicional, principalmente pelo lado das receitas.
- O discurso do ex-presidente Lula tem indicado mudança na regra do teto de gastos e aumento da carga tributária, o que deverá resultar em um pior equilíbrio macroeconômico à frente e maiores riscos fiscais.

O resultado fiscal do setor público em 2021 apresentou superávit de R\$ 65 bilhões (0,75% do PIB), após 7 anos consecutivos de resultados negativos (Gráfico 4). O principal motivo para esse resultado veio da performance espetacular das receitas, que foram impactadas positivamente por uma robusta recuperação da atividade e pela forte aceleração da inflação, principalmente no que diz respeito aos preços de commodities e de bens industriais. **Vale destacar também que esse resultado do setor público também teve como destaque o forte superávit vindo de Estados e Municípios, que contribuíram com quase R\$ 100 bi em 2021 (Gráfico 5).**

Parte dos benefícios da alta da inflação sobre as receitas deverá ser devolvido, uma vez que o “bônus” do aumento de preços nas receitas passa a ser um “ônus” ao impactar os gastos à frente. O principal exemplo disso é a correção do salário-mínimo com forte impacto sobre as contas da previdência social.

Além disso, no caso de Estados e Municípios, já vemos um grande movimento para maiores reajustes salariais do funcionalismo público (que ficaram vedados entre 2020 e 2021 por conta da Lei Complementar 173/2020). As pressões por reajustes também começam a aparecer no âmbito federal, com diversas carreiras demandando recomposição salarial.

Mais do que os reajustes em si, é emblemático a existência de pressões para maiores benesses fiscais em um ano eleitoral sob a égide da baixa popularidade do governo, em muito causada pela própria deterioração do cenário econômico (estagnação econômica e alta inflação). O próprio ministro da Economia, Paulo Guedes, tem citado a possibilidade “dividir com a sociedade parte do aumento da arrecadação”, o que reflete esse desejo de usar o aumento das receitas em 2021, inclusive para aliviar a pressão sobre o poder de compra da população vinda da mesma inflação que contribuiu pontualmente para a melhora do resultado primário.

Resultado Primário do Setor Público (% PIB)

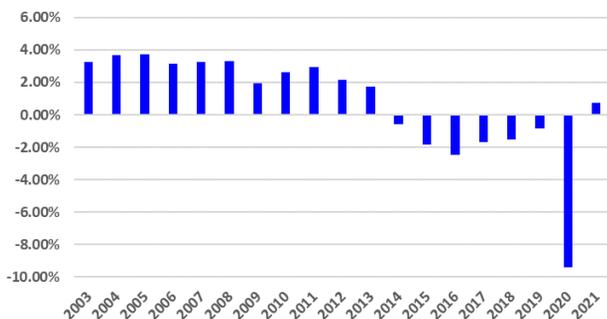


Gráfico 4. Fonte: BCB.

Resultado Primário de Estados e Municípios (R\$ mi)

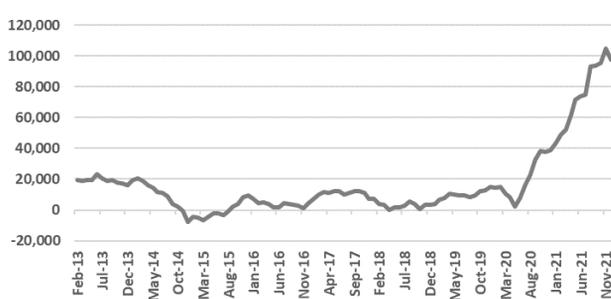


Gráfico 5. Fonte: BCB.

Uma parte desse aumento de receita já se tornou mais gastos, com a mudança patrocinada pelo governo na regra do teto de gastos no final de 2021, com a criação do Auxílio Brasil com ticket mínimo de 400 reais para este ano, o que intensificou a percepção da piora dos arcações fiscais mesmo em um cenário de melhora dos resultados correntes. **Apesar dessa mudança casuística na regra do teto, a emenda constitucional segue vigente e limitante dos gastos este ano.** Dessa maneira, salvo a adoção de medidas mais extremas (por exemplo, a declaração do Estado de Calamidade), acreditamos que os grandes riscos fiscais advêm do lado das receitas e possíveis desonerações. Diversas medidas têm sido discutidas dentro do Governo, com destaque para a desoneração do PIS/Cofins de Combustíveis e do IPI de bens industriais, mais recentemente. A possibilidade do aumento da faixa de isenção do IR-PF também é outra medida que foi mencionada recentemente pelo presidente Bolsonaro. **Na Figura 1, elencamos resumidamente esses principais riscos e seus respectivos impactos estimados.**

Vale dizer que achamos preocupante usar o aumento pontual das receitas para combater a inflação. A história nos mostra que combater a inflação com desequilíbrio fiscal nunca é uma boa solução. Portanto, acreditamos que esse seja um risco de primeira ordem para este ano.

Outra grande incerteza, que discutimos na última Carta Mensal, é entender quais as possíveis políticas que poderiam ser adotadas em uma eventual eleição do ex-presidente Lula, que encontra-se na frente das pesquisas eleitorais até o momento.

RISCOS FISCAIS		
Medida	Instrumento	Impacto Fiscal
Reajuste tabela do IRPF	MP ou PL	Se R\$2500, 23bi Se 5 sm, 60bi
Refis	PL	incerto
Combustíveis: renúncia fiscal	PLC ou PEC	Se diesel, 20bi Se diesel, gasolina e energia, 50-60bi
Combustíveis: fundo extra-teto	PEC	Royalties: 91bi Dividendos: 10bi Eletrobras: 30bi
Reajuste funcionalismo	Restrito, por decreto	No orçamento
	Generalizado, PEC	98bi
IPI	Decreto, MP	Se zerar, 63bi
	PL	Se ↓30%, 19bi

Figura 1. Fonte: Garde.

Os discursos mais recentes do ex-presidente Lula têm indicado a revisão do teto de gastos e ampliação do investimento público. Ao mesmo tempo, o aumento de carga tributária para as camadas mais ricas também é citado como um objetivo. Partimos dessas hipóteses para fazer um exercício do que poderia ser um novo equilíbrio no âmbito fiscal.

No Gráfico 6, fazemos uma simulação de uma nova regra de gastos, em que estes apresentam crescimento real de 1,5%, e vemos que isso levaria a uma trajetória crescente da dívida pública em relação ao PIB. Para evitar essa trajetória insustentável, seria necessário o aumento de cerca de 2% da carga tributária para compensar o aumento de gastos. **Dessa maneira, é possível que mesmo com aumento de gastos possamos alcançar a estabilidade da dívida nos próximos anos. Aqui vale a ressalva que o ponto inicial da dívida importa, portanto se houver deterioração fiscal adicional em 2022, mais difícil será o equilíbrio das contas nos anos a seguir.**

É possível, portanto, haver equilíbrio em cenários de aumento de gastos, desde que compensado por um forte aumento da carga tributária. No entanto, não acreditamos que esta seja uma boa combinação de políticas, pois resulta em um pior equilíbrio macroeconômico (maior juro neutro e menor crescimento potencial), o que é especialmente preocupante em um país como o Brasil que amarga décadas de baixo crescimento. Ainda, a manutenção da dívida em níveis altos deverá manter o risco mais elevado à frente, pois qualquer novo choque sobre a economia tem o potencial de deterioração

Principais Riscos e Impactos Estimados

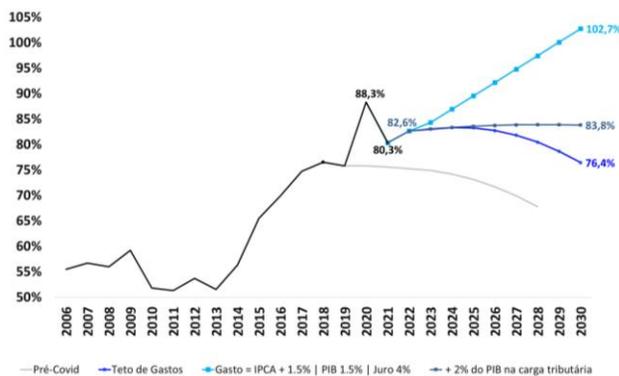


Gráfico 6. Fonte: BCB.

adicional do cenário fiscal, revivendo cenários de dívida crescente.

Em suma, deveremos navegar nos próximos meses entre os riscos fiscais relacionados ao Bolsonaro até as eleições junto com as incertezas sobre, principalmente, a política fiscal de um eventual governo Lula.

FUNDOS (%)	MÊS (%)	ANO (%)	12M (%)	24M (%)	36M (%)	48M (%)	60M (%)	PL MÉDIO MENSAL FUNDO (R\$ M)	PL MÉDIO MENSAL ESTRATÉGIA (R\$ M)
D'Artagnan Multimercado	2,85	2,85	7,61	11,38	19,30	24,03	41,51	259	1608
Aramis Previdência	1,10	1,10	2,23	2,15	12,08	-	-	30	35
Athos Long Biased	4,50	4,50	-3,27	-4,52	20,15	-	-	30	29
Porthos Alavancado	4,35	4,35	11,64	-	-	-	-	382	928
Vallon Alavancado	3,61	3,61	9,28	-	-	-	-	278	285

Indicadores (%)	MÊS (%)	ANO (%)	12M (%)	24M (%)	36M (%)	48M (%)	60M (%)
CDI	0,73	0,73	5,00	7,66	13,90	21,17	32,56
Ibovespa	6,98	6,98	-2,54	-1,42	15,14	32,07	73,41

Rentabilidade até 31/01/2022

Atribuição de Performance – Janeiro/22

