



RISCOS À FRENTE



14 de Março de 2018

Sumário

Riscos Globais Aumentando	2
Selic: Renovando a Mínima Histórica	4
Rentabilidade e Atribuição de Performance	6
Contato, Localização e <i>Disclaimer</i>	7

Riscos Globais Aumentando

CENÁRIO GLOBAL

- Os riscos globais aumentaram de maneira geral no último mês, com crescimento mais fraco, inflação acelerando, perspectivas de um Fed mais *hawkish* e aumento das tensões comerciais.
- No entanto, nosso cenário base segue com uma projeção de crescimento forte e sincronizado, com EUA e Europa em destaque.
- Sinais mistos na atividade econômica na China levantam incertezas, mas mantemos o viés construtivo para o médio prazo.
- Apesar da surpresa recente nos dados de inflação nos EUA, projetamos uma elevação apenas gradual dos índices de preços este ano.
- Discurso otimista dos membros do FOMC sugere maior confiança no cenário de 3 altas na taxa de juros este ano, mas risco de 4 altas aumentou na margem.
- Protecionismo deve ser um tema importante no restante do ano.

O último mês ficou marcado pelo aumento dos riscos globais. Primeiramente, a desaceleração dos dados nos EUA e Zona do Euro e sinais mistos na China levaram o mercado a reduzir suas projeções de crescimento para o primeiro trimestre de 2018. Adicionalmente, as surpresas positivas nos dados de *Consumer Price Index (CPI)* e salários nos EUA em janeiro e o tom mais otimista do novo presidente do Fed em seus dois discursos no Congresso norte americano reviveram o risco de uma aceleração mais forte da inflação e de uma resposta mais *hawkish* por parte do Banco Central dos EUA. Também tivemos a piora da retórica do presidente Trump em relação ao protecionismo, com o anúncio de tarifas para produtos de aço e alumínio.

Esses acontecimentos corroboram um cenário mais cauteloso para os próximos meses, mas mantemos nosso viés positivo para o médio prazo. Especificamente, as preocupações com atividade e inflação nos parecem precipitadas, não acreditamos em uma postura mais *hawkish* por parte do Fed e esperamos que essa piora na retórica protecionista tenha efeitos econômicos limitados.

Seguimos projetando mais um ano de crescimento forte e sincronizado, com destaque para EUA e Zona do Euro. O *ISM Manufacturing* dos EUA atingiu o nível mais alto desde 2004 na

divulgação de fevereiro (gráfico 1) e os dados da Zona do Euro ainda são consistentes com um crescimento na casa dos 2.5% para o ano. Sinais mistos na atividade econômica na China levantam as principais incertezas. Por um lado, o ponto de partida é mais forte do que o esperado (PIB 2017 de 6.9%, acima da meta de 6.5%) e a consolidação do poder do Xi Jinping é positiva. Por outro lado, a retirada dos estímulos monetários e fiscais (conforme as novas metas definidas pelo Partido Comunista) deverá revelar uma desaceleração econômica adiante. Mantemos, por ora, um viés construtivo para o médio prazo, com o governo chinês entregando resultados positivos no manejo da economia. Contudo, seguimos monitorando os dados.

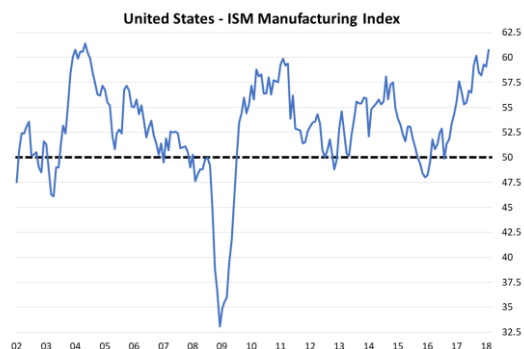


Gráfico 1: *ISM Manufacturing* no nível mais alto desde 2004
Fonte: *ISM Institute*

Do lado da inflação, projetamos uma aceleração apenas gradual nos próximos meses, com o núcleo do *PCE* norte americano alcançando 2% somente no final de 2018 (gráfico 2) e os núcleos da Zona do Euro e Japão ainda abaixo das metas de 2%. Adicionalmente, a desaceleração dos salários no relatório de mercado de trabalho dos EUA em fevereiro (gráfico 3) deve acalmar o ânimo dos mercados no curto prazo.

Dessa maneira, mantemos nossa visão de normalização gradual da política monetária nos países desenvolvidos. Acreditamos que o discurso otimista assumido pelo novo presidente do Fed, Jerome Powell, nas suas aparições no Congresso norte americano sugere maior confiança no cenário de 3 elevações de juros em 2018, e não uma revisão mais *hawkish* das projeções para 4 elevações este ano. Adicionalmente, as comunicações recentes dos membros do *European Central Bank (ECB)* corroboram um cenário de extensão do programa de compra de ativos por mais três meses (entre outubro e dezembro de 2018), empurrando a primeira elevação na taxa de depósitos para junho de 2019. Por fim, no Japão, o apontamento de Kuroda para mais um termo como presidente do *Bank of Japan (BoJ)* deve garantir a manutenção da política monetária acomodatória pelo menos até a segunda metade de 2019.

Finalmente, acreditamos que o endurecimento da retórica protecionista por parte do presidente Trump deve continuar nos próximos meses, especialmente no que se refere ao déficit comercial com a China. Porém, não acreditamos na escalada das barreiras tarifárias entre os EUA e o resto do mundo. A legislação americana garante total autonomia para o presidente sobre as questões tarifárias, o que deve levar Trump a seguir usando essas ameaças como moeda de barganha para renegociar acordos comerciais, planos de redução dos déficits comerciais, maior contribuição dos demais membros da OTAN, dentre outros. Contudo, uma guerra comercial não está no interesse do presidente americano, especialmente meses antes das eleições legislativas. Adicionalmente, uma escalada do

protecionismo precisaria de represálias dos demais parceiros comerciais (em especial China e União Europeia), algo que acreditamos ser pouco provável. Ainda assim, o assunto deve se manter na pauta e será preciso acompanhar seus desdobramentos.

Em suma, apesar do aumento dos riscos globais desde nossa última carta, mantemos um cenário benigno para atividade e inflação no médio prazo. Isso deve garantir um ambiente favorável para a normalização gradual das condições monetárias nos países desenvolvidos. China, e agora o endurecimento da retórica protecionista, devem ser monitorados de perto.

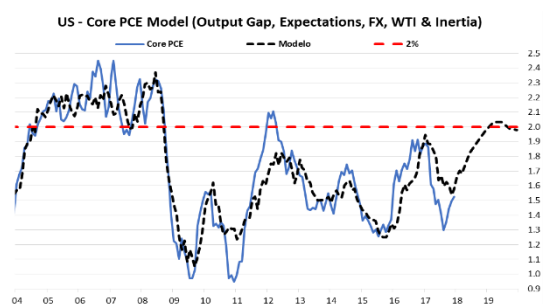


Gráfico 2: Projetamos aceleração gradual do Core PCE
Fonte: BEA e Garde Research Team

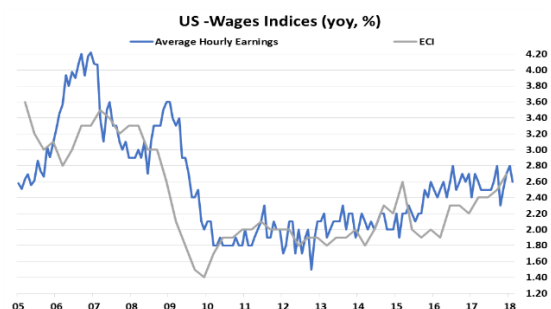


Gráfico 3: Salários voltaram a desacelerar em fevereiro
Fonte: BLS

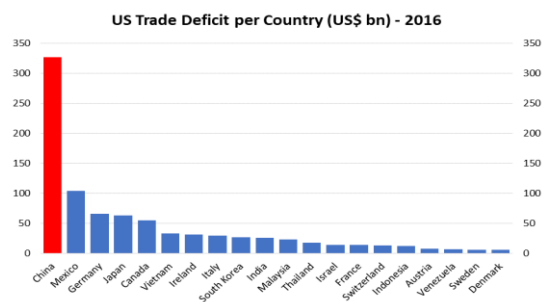


Gráfico 4: Déficit comercial com a China em destaque
Fonte: Bloomberg

Selic: Renovando a Mínima Histórica

CENÁRIO DOMÉSTICO

- O risco político caiu drasticamente com o cenário sendo desenhado sem a candidatura do ex-presidente Lula, mas a centro-direita ainda não se decidiu em torno de um nome, algo que deve ocorrer nos próximos meses.
- PIB de 2017T4 veio abaixo do esperado, mas mostrou recuperação nos investimentos mais uma vez. Apesar da leve surpresa negativa, seguimos confiantes que a economia crescerá acima de 3% no ano.
- Os primeiros dados fiscais do ano surpreenderam positivamente, com a arrecadação como principal *driver*, mesmo se desconsideramos as receitas oriundas do Refis. Resultado primário do ano deve ficar bem melhor que a meta.
- A inflação segue sua dinâmica favorável, com boa composição e núcleos rodando em patamares baixos. Dessa forma, o Copom deve reduzir a Selic na reunião do mês, deixando a porta entreaberta para a reunião de maio. Entretanto, acreditamos que a próxima queda será a última do ano, fazendo a taxa encerrar 2018 em 6.5%
- As contas externas seguem robustas, com a manutenção do crescimento mundial compensando parcialmente o aquecimento da economia doméstica.

No âmbito político, a candidatura do ex-presidente Lula já pode ser considerada descartada, o que reduz drasticamente o risco político ao longo do ano. Entretanto, o petista deve participar ativamente do pleito de forma indireta, permanecendo a dúvida sobre qual será sua influência no processo eleitoral, principalmente se houver uma aliança com uma figura relativamente competitiva da esquerda. No outro espectro político, candidatos do centro-direita (Alckmin, Maia, Meirelles) seguem tentando ampliar terreno na corrida eleitoral, o que resulta nos presidenciais defendendo praticamente a mesma agenda e, logo, disputando o mesmo eleitorado. Dessa forma, estes nomes mais pró-mercado seguem ainda sem maiores destaques nas pesquisas de intenção de votos. Consolidado mesmo, ao menos nesse estágio da corrida eleitoral, se encontra o deputado Jair Bolsonaro, que apontou o economista liberal Paulo Guedes como potencial Ministro da Fazenda, mas que ainda carrega consigo certa desconfiança do mercado por conta de declarações prévias de tons mais intervencionistas. No final, acreditamos que a centro-direita se aglutinará

em torno de um nome, e que este terá boas condições de vencer o pleito no segundo-turno das eleições.

Bons dados da economia doméstica seguem aparecendo. Na inflação, a dinâmica no curto prazo ficou ainda mais favorável desde a nossa última carta, com destaque para a dinâmica de preços de alimentação, enquanto as principais medidas de núcleo vieram em linha com nosso cenário, que já era benéfico. De fato, a composição do índice de preço segue bastante positiva. Assim, nosso *call* de corte adicional da Selic na reunião do Copom desse mês deve se efetivar, trazendo a taxa básica da economia para 6.5%, renovando a mínima histórica. Ainda, o comitê deve deixar a porta entreaberta, com uma mensagem semelhante àquela presente na última decisão. Entretanto, nosso cenário prospectivo não vê espaço, neste momento, para um novo afrouxamento monetário em maio, de modo que a Selic deva encerrar o ano nos 6.5%.

Ainda, apesar da boa dinâmica no curto prazo, já vemos indicadores apontando uma volta nos preços de alimentação ao longo dos próximos meses, o que nos impede, ainda, de ver o IPCA

fechando o ano abaixo de nossa projeção de 3.4% (Gráfico 5).

Na parte de atividade, a divulgação do PIB 2017T4 veio abaixo do esperado, mas trazendo a grata surpresa da expansão dos investimentos, apesar de ainda em patamares baixos. Não obstante o resultado inferior ao esperado, seguimos confiantes que a economia se expandirá acima dos 3% nesse ano, com destaque para a indústria no lado da oferta e dos investimentos no lado da demanda. Dados de maior frequência também reforçam nosso cenário de recuperação econômica, fundamentada não apenas na melhora da confiança dos agentes, mas também no impacto defasado do afrouxamento monetário que se iniciou ao fim de 2016, além de outros fatores.

Em relação ao fiscal, também temos um cenário mais otimista que a média do mercado. A receita líquida ajustada por dados extraordinários vem mostrando uma recuperação acima da verificada pela atividade econômica desde o segundo semestre do ano passado (Gráfico 6). Por conta disso, visualizamos um cenário fiscal mais promissor principalmente causado por uma arrecadação mais forte. Entretanto, alguns riscos devem ser apontados, como um possível fracasso no processo de descotização de usinas da Eletrobras. Pelo lado das despesas, a aproximação daquelas sujeitas ao Teto de Gastos até o limite constitucional, ao final do ano, limita maiores surpresas negativas. Os dados de janeiro reforçaram nosso call, mesmo ao desconsiderarmos a forte arrecadação com o Refis.

Por fim, as contas externas seguem robustas, principalmente se olharmos para o *Basic Balance* (soma da conta corrente com os saldos líquidos de investimentos diretos e em carteiras), que atualmente está rodando ligeiramente acima dos 2% do PIB (Gráfico 7). Nos dados mensais, em fevereiro a balança ficou ligeiramente melhor se comparada ao mesmo mês do ano passado. De fato, o aumento das importações por conta da atividade doméstica mais aquecida deve ser parcialmente compensado por um aumento das exportações

causada pela manutenção do crescimento das principais economias mundiais. Assim, projetamos um déficit de 1% da conta corrente ao fim do ano, ligeiramente pior que o 0.5% verificado em 2017. Com os investimentos diretos no país girando em torno de 3% do PIB, a robustez do balanço de pagamentos deve se manter, inclusive com fluxo cambial superavitário no ano.

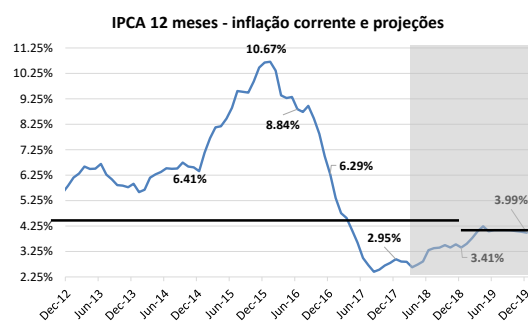


Gráfico 5: IPCA 12 meses - Fonte: Garde, IBGE

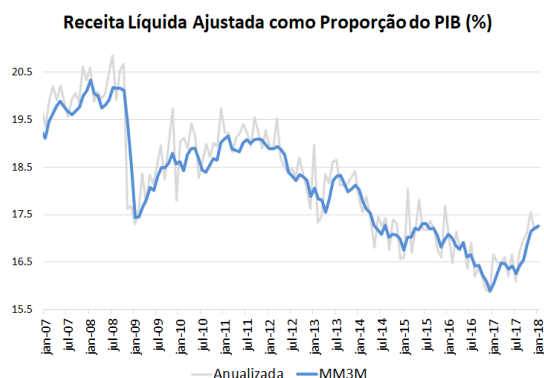


Gráfico 6: Recuperação acima da verificada pela atividade econômica - Fonte: Garde, IBGE

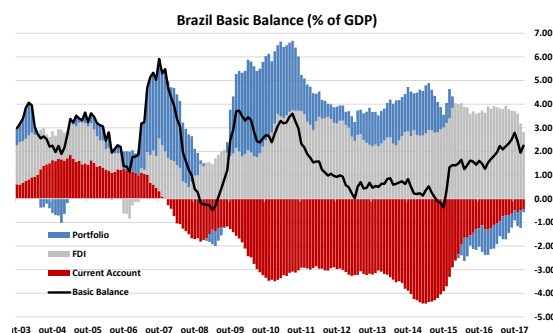
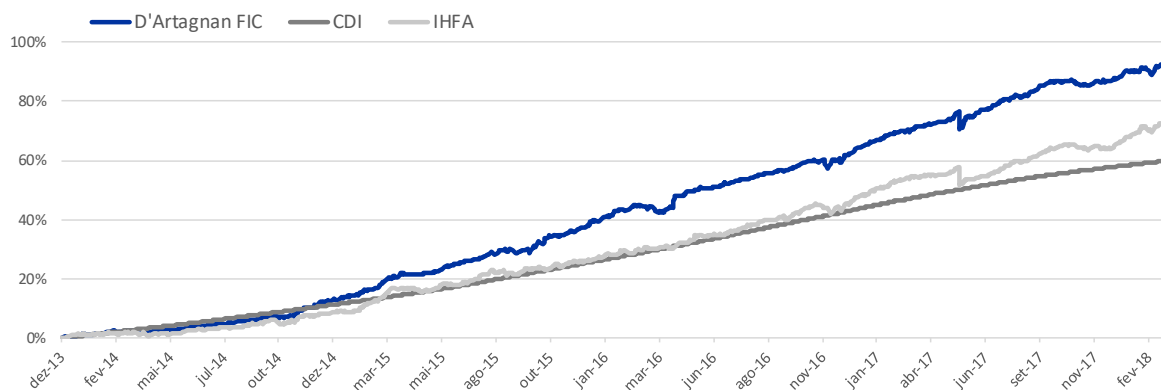


Gráfico 7: Basic Balance (% PIB)
Fonte: Garde, BCB

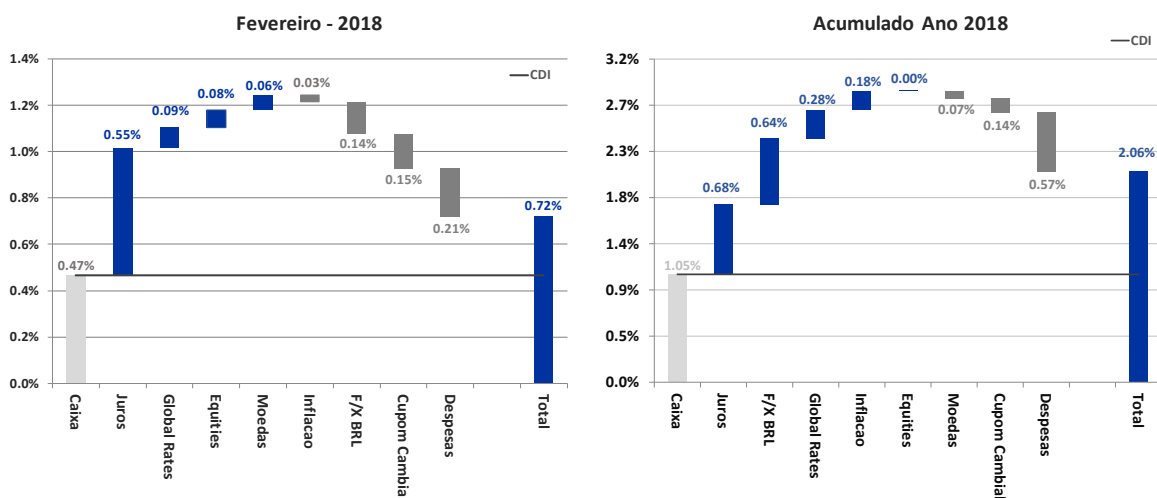
Rentabilidade e Atribuição de Performance



	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Fundo	% CDI	IHFA	
2018	1,33	0,72	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,06	12 Meses	13,40	149	12,33
% CDI	227	155	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	196	24 Meses	32,90	136	32,57
IHFA	3,12	0,59	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,73	36 Meses	63,44	155	52,54
2017	1,80	1,34	1,32	0,71	1,08	1,58	1,86	1,49	1,73	-0,63	0,16	1,33	14,64	Acum. Fdo.¹	92,36	154	72,45
% CDI	166	155	126	90	117	195	232	186	269	-97	27	246	147				
IHFA	1,85	1,66	1,13	0,26	-1,00	1,19	2,33	1,39	1,71	0,25	-0,30	1,34	12,41				
2016	3,01	0,74	-1,33	4,43	1,09	1,11	1,14	1,39	0,96	1,37	0,72	2,18	18,06				
% CDI	286	74	-115	420	98	96	103	115	87	131	70	194	129				
IHFA	1,41	0,87	-0,40	2,37	0,85	1,28	1,61	1,50	1,39	1,93	-0,24	2,29	16,14				

¹ Início do fundo 06/12/2013;

² IHFA: Índice de Hedge Funds da Anbima



Contato e Localização

CONTATO

Tel +55 (11) 3017-0590 / 3199-0682

clientes@gardeam.com.br

WWW.GARDE.COM.BR



Av. Magalhães de Castro, 4800 - 13º andar - Edifício Park Tower
Marginal Pinheiros - São Paulo / SP - 05502-001



DISCLAIMER

Este documento foi produzido pela Garde Asset Management Ltda. ("Garde") com fins meramente informativos não se caracterizando como oferta ou solicitação de investimento ou desinvestimento em títulos e valores mobiliários. Apesar do cuidado utilizado tanto na obtenção quanto no manuseio das informações apresentadas, a Garde não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem tampouco por decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste documento, as quais podem inclusive ser modificadas sem comunicação. 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. Valor da cota, patrimônio e rentabilidade são divulgados diariamente em jornal de grande circulação. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade passada não constitui garantia nem promessa de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento dos fundos de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Os fundos utilizam 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. Estes fundos têm menos de doze meses, para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, doze meses. 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: Prospectos, Lâminas e Tabela resumo referente as características gerais dos fundos mútuos, ou através do site www.gardeam.com.br.