



HORIZONTE DE INCERTEZAS



Sumário

Cedo para Mirar o Fim do Ciclo, Mas Cenários Mais Adversos	2
Incerteza é o Nome do Jogo	4
Rentabilidade e Atribuição de Performance	7
Contato, Localização e Disclaimer	8

Cedo para Mirar o Fim do Ciclo, Mas Cenário Mais Adverso

CENÁRIO GLOBAL

- Após 10 anos de expansão na economia norte americana, a temática do fim do ciclo está ganhando destaque.
- Entretanto, o impulso fiscal e o enfraquecimento da relação entre a taxa de desemprego e os salários devem garantir que o ciclo atual se estenda por mais dois anos.
- Ainda no mundo desenvolvido, a desaceleração nos dados da Zona do Euro no início deste ano deve se provar temporária.
- Adicionalmente, seguimos otimistas com a economia chinesa para o médio prazo e acreditamos que as negociações entre os EUA e China em relação ao comércio devem ter um desenrolar benigno.
- No curto prazo, o aumento dos diferenciais de crescimento e de taxas de juros entre EUA e o resto do mundo podem continuar levando ao fortalecimento do dólar de forma geral e ao aumento da volatilidade.

A atual expansão da economia americana já acumula praticamente 10 anos, após a crise financeira de 2008, se configurando a terceira maior da história dos EUA (gráfico1). Dada a duração dessa expansão, e a recente aceleração nos dados de inflação, a temática do fim do ciclo econômico vem ganhando destaque, com alguns analistas projetando alto risco de recessão nos próximos 12 meses.

Entretanto, acreditamos que há razões para projetar mais dois anos de expansão. Primeiramente, o impulso fiscal aprovado no final de 2017 (corte de impostos e aumento dos gastos orçamentários) deve garantir taxas de crescimento na casa dos 2,5-3% até a segunda metade de 2019. Adicionalmente, o enfraquecimento da relação entre a taxa de desemprego e os salários (gráfico 2) sugere pouca pressão inflacionária mesmo com a economia rodando próxima do pleno emprego, o que deve evitar uma reação muito *hawkish* por parte do Fed. Dessa maneira, nosso cenário é que ainda seja cedo para mirar o fim do ciclo atual.

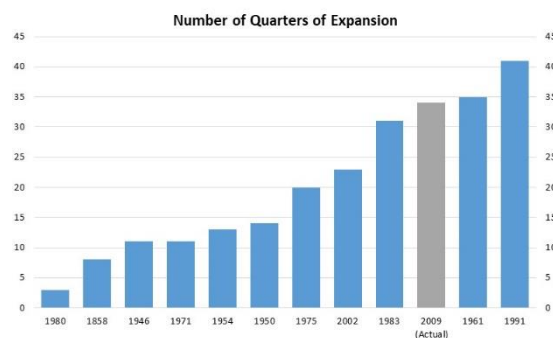


Gráfico 1: Terceira maior expansão da história dos EUA
Fonte: BLS

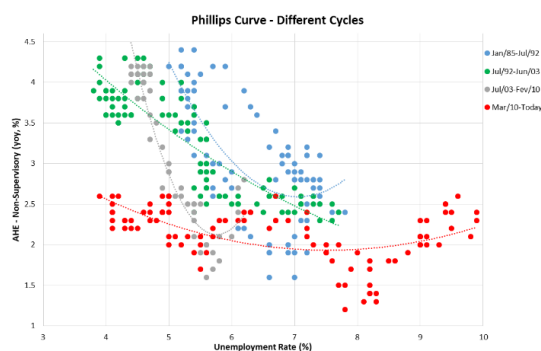


Gráfico 2: Curva de Phillips: Taxa de Desemprego x Crescimento dos salários. Fonte: BLS

Ainda no mundo desenvolvido, a desaceleração observada nos dados de atividade da economia da Zona do Euro no primeiro trimestre deste ano deve se provar temporária. Em linha com os argumentos de Mario Draghi na última reunião do Banco Central Europeu, essa desaceleração é natural dado o crescimento muito forte observado na segunda metade de 2017, muito acima do potencial da economia (gráfico 3). Com o risco político diminuindo (exceto na Itália), China e EUA crescendo em ritmo forte e uma política monetária ainda acomodatória, projetamos uma retomada da economia a partir do segundo trimestre.

Por fim, seguimos otimistas com a economia chinesa para o médio prazo. Os dados desse início de ano confirmaram que o governo chinês tem tido sucesso em manter um ritmo de crescimento forte mesmo com menos estímulos fiscais e monetários. Acreditamos que essa dinâmica deve se manter à frente, com o governo manejando a economia de forma consistente até taxas de crescimento mais sustentáveis. Também cremos que as negociações entre os EUA e China em relação ao comércio devem ter um desenrolar benigno. O nível de interligação entre as economias atualmente faz com que o impacto de uma guerra comercial seja muito grande para ambos os países, mesmo os EUA sendo menos abertos que a maioria dos países do mundo (gráfico 4).

Em suma, apesar dos riscos ligados ao fim do ciclo econômico, aceleração da inflação e protecionismo, seguimos construtivos com a economia global para o ano, ainda que a divergência de crescimento entre as regiões resulte em um cenário mais desafiador para 2018.

Na realidade, o que observamos nesse início de ano foi um aumento dos diferenciais de crescimento, com EUA tendo uma performance ainda muito positiva enquanto os demais países desaceleraram, e de política monetária, com o Fed confirmando o cenário de normalização gradual enquanto os demais Bancos Centrais suavizaram seus discursos. Esse movimento

teve um impacto significativo sobre os mercados, levando ao aumento dos diferenciais de taxas de juros e consequente valorização do dólar de modo geral.

Na nossa visão, os fundamentos globais seguem sólidos não só nos EUA, mas também na Europa, Japão e China. Contudo, parte desse movimento reflete questões técnicas ligadas ao posicionamento do mercado em dólar e taxas de juros e ainda não tivemos uma confirmação concreta da reaceleração das economias globais além dos EUA. Portanto, podemos ter a continuidade desse ambiente de dólar forte e volatilidade mais alta por mais algum tempo.

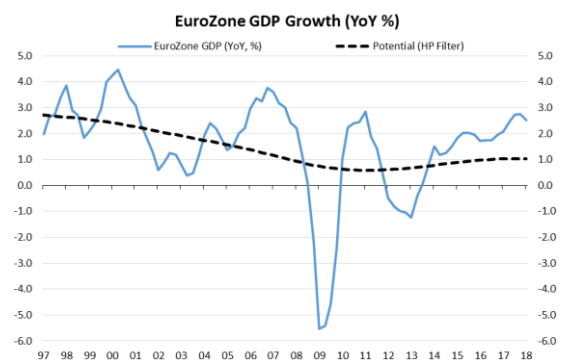


Gráfico 3: Economia da Zona do Euro crescendo muito acima do potencial. Fonte: Eurostat e Grande Asset Management

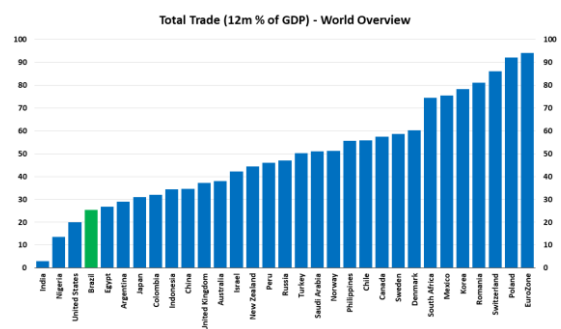


Gráfico 4: Nível de abertura das economias globais (Exportações+Importações/PIB) Fonte: Bloomberg

Incerteza é o Nome do Jogo

CENÁRIO DOMÉSTICO

- Cenário eleitoral segue indefinido e assim deverá permanecer até o segundo semestre, quando haverá definição das candidaturas e começo das campanhas;
- Governo Temer mostra enfraquecimento além do esperado e devemos ficar atentos a possíveis medidas populistas;
- Atividade decepciona no primeiro trimestre e ajustamos o crescimento do PIB em 2018 para 2.5%. Ainda assim, esperamos recuperação da atividade na margem, o que tem sido corroborado pelos primeiros dados de abril;
- Cenário fiscal também está pior na margem, resultado de uma atividade mais fraca e da paralização das medidas fiscais no Congresso;
- Inflação segue bem comportada e é âncora para o cenário de manutenção da taxa de juros em níveis baixos por um bom tempo (“*low for long*”);
- Contas externas mostram melhora adicional em meio à grande desvalorização cambial vista recentemente, o que deverá impedir nova *underperformance* do Real contra outras moedas emergentes.

O cenário eleitoral continua com grande indefinição e, conforme já temos defendido em cartas anteriores, a incerteza deverá permanecer presente até o segundo semestre, quando finalmente devemos ter a definição das candidaturas e o eleitorado deverá se deparar com a necessidade de definição de seu candidato. Dessa maneira, as pesquisas ainda apresentam poucas informações e têm se mantido relativamente estáveis há alguns meses.

No gráfico 5, reproduzimos a última pesquisa nacional divulgada do Instituto Paraná Pesquisas e comparamos com a pesquisa anterior de dezembro. Das pequenas mudanças, vimos que Joaquim Barbosa ganhou espaço ao começar a ser identificado como um pré-candidato, mas com sua recente desistência devemos ver a reversão do movimento de migração de votos vindos do eleitor de maior nível de educação dos grandes centros urbanos que estavam com Bolsonaro, Marina e Alckmin. O movimento de queda de Lula na margem, por outro lado, parece ser derivado de seu enfraquecimento após a condenação e prisão do ex-presidente.

Por fim, mantemos as dúvidas em relação ao papel da estrutura partidária e tempo de TV na eleição, dúvidas essas que só serão postas à prova também no segundo semestre com o início da campanha

formal. Portanto, as incertezas vieram para ficar e deverão nos acompanhar nos próximos meses. No entanto, vale ressaltar que de maneira incipiente já notamos uma tentativa de organização do chamado centro-direita ao mesmo tempo que a esquerda segue desorganizada depois da impossibilidade do ex-presidente Lula em concorrer nas eleições.

Em relação ao governo atual, vale destacar que este tem se enfraquecido além do que imaginávamos, ao ponto de não conseguir nenhum avanço significativo no Congresso, mesmo em medidas importantes sem grandes custos políticos como, por exemplo, o cadastro positivo.

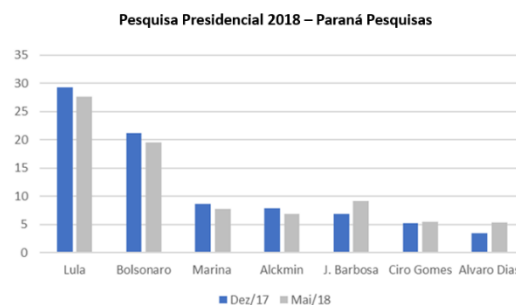


Gráfico 5 - Fonte: Paraná Pesquisas

Contribui ainda para a fraqueza do governo, a saída prematura de Henrique Meirelles da Fazenda, o que deve nos deixar atentos em relação a possíveis medidas mais populistas patrocinadas pela ala política do governo.

Na economia, notamos uma deterioração no cenário de atividade e fiscal. Na atividade, o primeiro trimestre veio bem abaixo do que esperávamos o que nos levou a revisar o crescimento do PIB de 3% para 2.5% neste ano. Aqui, vale dizer que essa nova projeção ainda embute um crescimento marginal consistente, o que tem sido corroborado pelos dados mais fortes que estão sendo divulgados com relação ao mês de abril. Ainda, a composição do crescimento do primeiro trimestre foi favorável, com a produção de bens de capital e o consumo de bens duráveis ainda robustos. Nesse aspecto, vale a pena estar atento aos índices de confiança que já mostraram pequena acomodação em abril (ver gráfico 6) e podem ser um primeiro sinal do impacto das incertezas eleitorais sobre a atividade.

A arrecadação também deu sinais piores em março, com uma fraqueza espalhada por diversas categorias de impostos. Na nossa visão, essa decepção também pode ser reflexo do primeiro trimestre mais fraco. Dada a revisão do PIB esperado para o ano e dificuldade do governo no congresso, revisamos nossa expectativa de déficit primário de R\$ 130 bi para R\$ 140 bi, mas que deverá com certa folga cumprir a meta de déficit primário para o ano (R\$ 159bi).

Por outro lado, o cenário de inflação tem vindo em linha com o esperado e acreditamos que sua dinâmica favorável, principalmente em relação à inflação subjacente, é a grande âncora do nosso cenário doméstico. Desta maneira, temos confiança no cenário de mais uma queda de 25 bps na próxima reunião do Copom e da permanência nesse patamar por um bom

período (“*low for long*”), mesmo com a forte depreciação da taxa de câmbio que vimos recentemente. Na figura 3 mostramos que nossos modelos indicam uma folga na inflação, pois a maior parte dos efeitos da depreciação cambial impacta a inflação de 2018, enquanto os efeitos para 2019 são compensados por um hiato mais aberto que o esperado.

Por fim, como já citado antes, o grande movimento do mês foi a forte depreciação do real, que coroa um movimento de *underperformance* de nossa moeda que ocorre desde 2017 (gráfico 7). Esse movimento foi intensificado pelo movimento do dólar no mundo que mostrou forte valorização recente, mas que não é capaz de explicar a *underperformance* relativa contra as outras economias emergentes e produtoras de *commodities* (ver figura 1). Nesse sentido, entram os componentes idiossincráticos como a forte queda do diferencial de juros e, em menor medida, as incertezas eleitorais no horizonte.

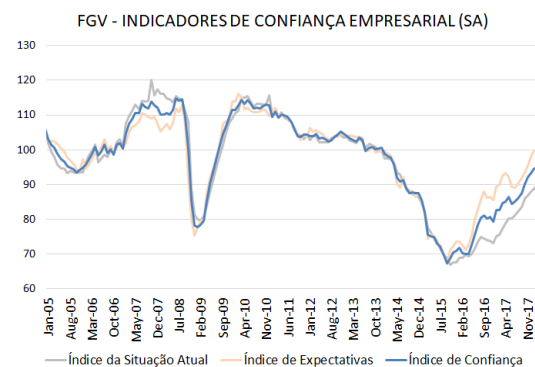


Gráfico 6 - Fonte: FGV

Matriz Inflação de 18 e 19 para combinações de PIB e Câmbio		PIB		
		2.00%	2.50%	3.00%
BRL 2018 y.e.	3.30	3.34/3.65	3.39/3.80	3.45/4.00
	3.55	3.65/3.80	3.71/3.95	3.75/4.16
	3.70	3.85/3.95	3.90/4.09	3.96/4.31

Figura 1 - Fonte: Garde Asset Management

Temos chamado a atenção para o movimento de desalavancagem externa e rebalanceamento que temos visto nos dados de balanço de pagamentos, tanto por parte das famílias como pelo lado das empresas. Contudo, mais recentemente, no mês de abril vimos uma reversão do fluxo cambial com grandes entradas financeiras e também comerciais. Ainda, o Banco Central também anunciou que irá atuar para suavizar os movimentos de tal maneira que acreditamos que grande parte do movimento relativo da taxa de câmbio tenha ficado para trás.

Taxa de câmbio relativa a países emergentes e produtores de commodities

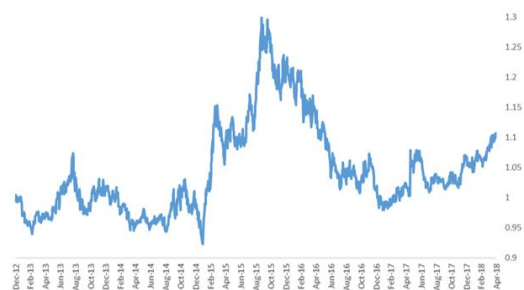
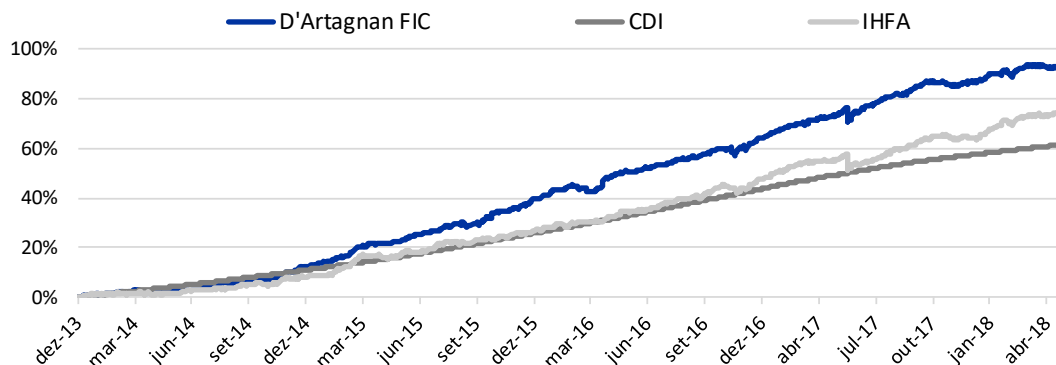


Gráfico 7 - Fonte: Bloomberg

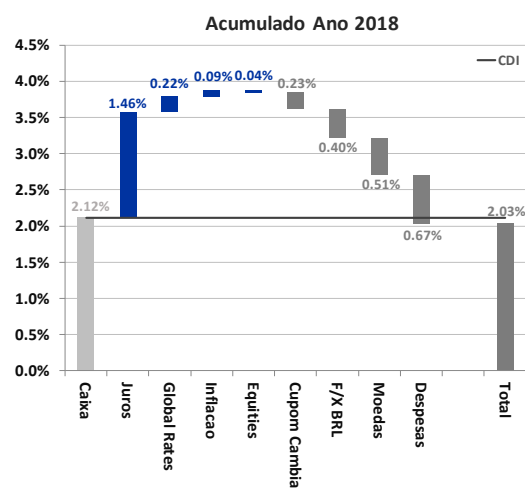
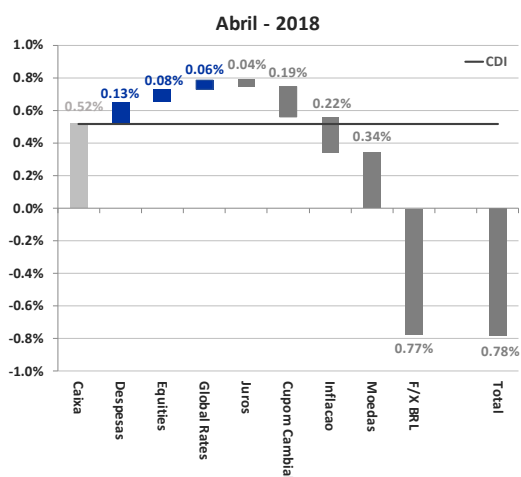
Rentabilidade e Atribuição de Performance



	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano		Fundo	% CDI	IHFA
2018	1,33	0,72	0,76	-0,78	-	-	-	-	-	-	-	-	2,03	12 Meses	11,11	137	12,64
% CDI	227	155	143	-150	-	-	-	-	-	-	-	-	96	24 Meses	29,15	129	31,60
IHFA	3,12	0,59	0,60	0,58	-	-	-	-	-	-	-	-	4,96	36 Meses	58,17	147	50,61
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	48 Meses	87,78	158	72,61
% CDI	166	155	126	90	117	195	232	186	269	-97	27	246	147	Acum. Fdo.¹	92,31	150	74,49
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.