



# CENÁRIO SEGUE DESAFIADOR

# GARDE

## Sumário

Alívio Temporário, mas Cenário Segue Desafiador	2
Eleições Tomando Forma, mas Incertezas Continuam	4
Rentabilidade e Performance Attribution	6

### DISCLAIMER

A Garde Asset Management Gestão de Recursos Ltda. ("Garde Asset Management") e a Garde Previdência Administração de Recursos Ltda. ("Garde Previdência", em conjunto com a Garde Asset Management "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](http://www.garde.com.br).

Como  
investir?

ANBIMA

A presente instituição aderiu ao  
Código ANBIMA de Regulação e  
Melhores Práticas para os  
Fundos de Investimentos.

## Alívio Temporário, mas Cenário Segue Desafiador

- A valorização rápida do dólar desde abril pode ser explicada pela performance positiva da economia americana, especialmente em comparação com o resto do mundo, e com o posicionamento do mercado, que estava apostando em um dólar fraco de forma excessiva.
- Agora, após três meses de valorização da moeda contra praticamente todos os pares, acreditamos que os fatores mencionados acima já estejam perdendo força. Dessa maneira, devemos observar um alívio temporário nesse movimento de apreciação.
- No médio prazo, contudo, temos alguns riscos no radar, em especial para economias emergentes. Uma guerra comercial, a desvalorização do yuan e a continuidade do processo de normalização das condições monetárias globais são os principais.
- Nos EUA, o cenário de atividade forte e inflação na meta corrobora nossa expectativa de continuidade do ciclo gradual de altas de juros, com mais duas altas este ano e mais quatro em 2019.
- Na Europa, o ECB já se comprometeu com uma taxa de juros estável até o final do verão de 2019. Contudo, acreditamos que os dados macroeconômicos devam pressioná-lo antes disso.

Após três meses de valorização do dólar contra praticamente todos os pares, acreditamos que o enfraquecimento dos fatores determinantes desse movimento deve garantir um alívio temporário.

Primeiramente, verificamos a estabilização das economias globais após um primeiro semestre fraco. Com a melhora dos indicadores da Zona do Euro, Reino Unido e Japão e o aumento dos estímulos monetários e fiscais por parte do governo chinês, devemos ter novamente uma maior sincronia global a partir de agora. Isso não significa que a economia norte americana esteja com uma trajetória pior, pelo contrário. Após a confirmação de um PIB de 4.1% no segundo trimestre do ano (gráfico 1), os dados seguem sugerindo crescimento sólido a frente.

Adicionalmente, o posicionamento do mercado de moedas, que chegou a ficar extremamente vendido em dólar no início do ano, reverteu todo este movimento e já se encontra no momento mais comprado em dólar desde o início de 2017 (gráfico 2). Esses dois fatores devem contribuir para um alívio temporário nesse movimento de valorização do dólar. Contudo, no médio prazo, ainda temos uma série de riscos no radar, em especial para economias emergentes.

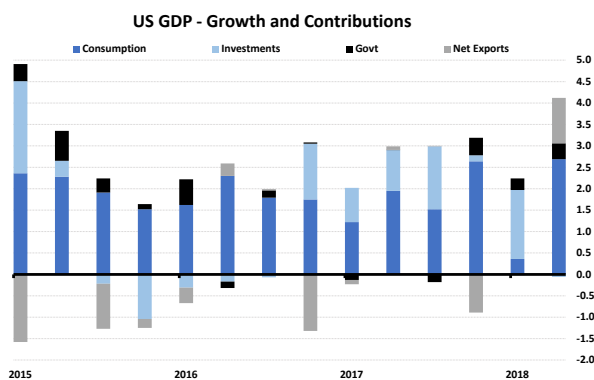


Gráfico 1: Economia americana crescendo 4.1% no segundo trimestre do ano Fonte: BEA

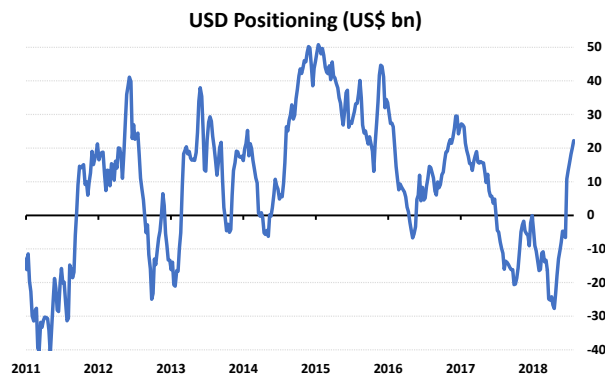


Gráfico 2: Mercado passou de vendido à comprado em dólar nos últimos meses Fonte: CME

Apesar do acordo entre Trump e Juncker ter diminuído o atrito entre os EUA e a União Europeia, o risco de uma guerra comercial ainda segue elevado. A próxima rodada de tarifas norte americanas a produtos chineses (em US\$16 bilhões de produtos) está marcada para a segunda semana de agosto e o presidente Trump já ameaçou impor mais 25% de tarifas em US\$200 bilhões de produtos caso a China retalie. Com esse risco ainda presente, países emergentes que se beneficiam do comércio global (como Ásia emergente e leste europeu) devem seguir pressionados.

Outro fator de risco é a desvalorização rápida do yuan nas últimas semanas (gráfico 3). Diferentemente do que observamos em 2015, quando a desvalorização do yuan era um sinal de fuga de capital, acreditamos que o movimento atual seja o reflexo da política monetária expansionista assumida pelo banco central chinês. Se a nossa análise estiver correta, podemos tirar duas conclusões. A primeira delas é que o incentivo para o PBoC (*Peoples' Bank of China*) intervir no mercado de maneira mais forte (como uma venda grande de reservas cambiais) parece menor do que em 2015, dado que a desvalorização não está tornando a economia disfuncional. Aparentemente, a mudança recente nas regras de negociação de futuros cambiais já seria suficiente para evitar movimentos especulativos na moeda. A segunda é que, apesar dessa desvalorização exercer pressão sobre moedas emergentes (em especial as que competem com a China nas exportações), o impulso monetário do governo deve garantir a manutenção do crescimento chinês no segundo semestre do ano, o que deve ser positivo para a economia global e a demanda por *commodities*.

Por fim, o principal risco para os países emergentes segue sendo a normalização das condições financeiras globais. No caso dos EUA, o cenário de atividade forte e inflação na meta corrobora nossa expectativa de continuidade do ciclo gradual de altas de juros, com mais duas altas este ano e mais quatro em 2019.

Na Europa, apesar de o ECB ter se comprometido com uma taxa de juros estável até o final do verão de 2019, acreditamos que os dados macroeconômicos devem pressioná-lo antes disso. Em especial, chamamos a atenção para a aceleração dos salários na região (gráfico 4). Essa dinâmica deve continuar a frente, com a manutenção do crescimento acima do potencial e aceleração gradual da inflação.

Em suma, acreditamos em um alívio temporário no movimento de dólar forte nas próximas semanas devido a uma maior sincronia no crescimento global e ao posicionamento do mercado comprado na moeda. Entretanto, o cenário de médio prazo segue desafiador para países emergentes devido ao risco de uma guerra comercial, a desvalorização do yuan e a normalização das condições monetárias globais.

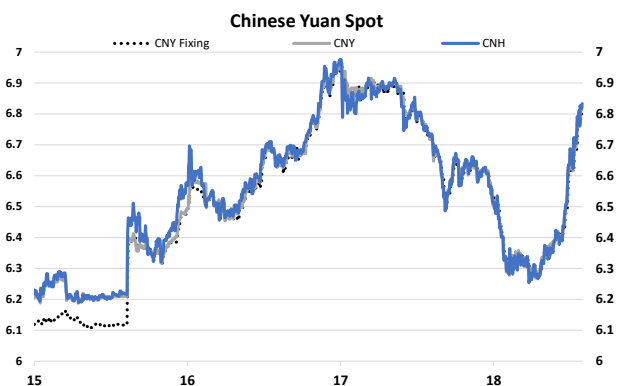


Gráfico 3: Yuan se desvalorizou mais de 6.5% desde meados de junho  
Fonte: Bloomberg

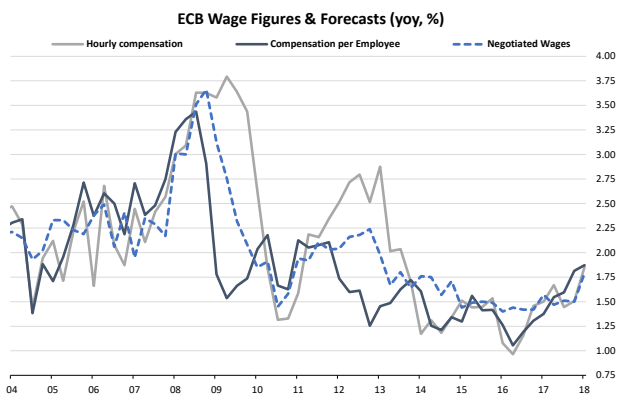


Gráfico 4: Aceleração de salários na Zona do Euro  
Fonte: Eurostat

## Eleições Tomando Forma, mas Incertezas Continuam

- Definição das candidaturas faz com que eleições presidenciais deste ano comecem a tomar forma. Dada a fragmentação do cenário, as incertezas permanecem para a formação do segundo turno;
- Economia brasileira mostra resiliência maior do que esperado após impacto da greve dos caminhoneiros: atividade com recuperação mais rápida e poucos efeitos na arrecadação, que seguiu surpreendendo positivamente;
- Do lado da inflação, os efeitos altistas da greve também se mostraram temporários. Os preços de alimentos e combustíveis cederam rapidamente, a inflação subjacente se manteve bem comportada e o *pass-through* cambial se manteve contido. Dado o cenário favorável, não acreditamos que o BC deva subir a taxa de juros no curto-prazo;
- Por fim, temos notado uma melhora significativa do fluxo cambial desde abril, mas incertezas externas e domésticas deverão manter o cenário desafiador.

As eleições deste ano vão ganhando forma conforme o prazo limite para o registro das candidaturas se aproxima. Na última quinzena, é inegável que o candidato Geraldo Alckmin conseguiu consolidar uma enorme vantagem em termos de estrutura e máquina partidária com a aliança com os partidos do Centrão. Essa aliança garante praticamente metade do poderio político em termos de tempo de TV, números de deputados e de prefeituras, o que consideramos representativo da capilaridade partidária (ver Tabela 1).

Em uma eleição tradicional, essas conquistas provavelmente seriam suficientes para garantir a ida do candidato para o segundo turno, com grandes chances de vitória. No entanto, temos aprendido que estamos numa eleição diferente, com grande viés *anti-establishment*. Não à toa que Jair Bolsonaro está adiante nas pesquisas de intenção de voto, justamente por representar esse sentimento. Assim, consideramos que Alckmin deverá ter uma tarefa árdua para recuperar os votos de direita que aparentemente estão bem consolidados no Bolsonaro.

## Coligações Partidárias para a Eleição Presidencial de 2018

Candidato	Coligações	Tempo TV	%	Deputados Base Atual	%	Prefeituras	%
<b>Alckmin</b>	PSDB, PSD, PP, PR, PTB, DEM, PRB, SD, PPS	05:32	44%	268	52%	2953	53%
<b>Haddad</b>	PT, PCdoB, PROS, PCO	02:29	20%	75	15%	386	7%
<b>Meirelles</b>	MDB, PHS	01:57	16%	54	11%	1085	20%
<b>Álvaro</b>	PODE, PSC, PRP, PTC	00:39	5%	23	4%	151	3%
<b>Ciro</b>	PDT	00:37	5%	20	4%	342	6%
<b>Marina</b>	REDE, PV	00:18	2%	7	1%	107	2%
<b>Boulos</b>	PSOL, PCB	00:14	2%	6	1%	2	0%
<b>Bolsonaro</b>	PSL	00:09	1%	10	2%	39	1%
<b>Eymael</b>	PSDC	00:09	1%	0	0%	8	0%
<b>Cabo Daciolo</b>	Patriota	00:09	1%	4	1%	13	0%
<b>Amoêdo</b>	NOVO	00:06	1%	0	0%	0	0%
<b>Vera Lúcia</b>	PSTU	00:06	1%	0	0%	0	0%
<b>Goulart Filho</b>	PPL	00:06	1%	0	0%	5	0%

Tabela 1 - Fonte: TSE, XP

No espectro político da esquerda, vimos que o PT conseguiu isolar o candidato Ciro Gomes, forçando a neutralidade do PSB e conquistando a aliança com o PC do B. Ainda que exista risco na estratégia de insistir no nome do ex-presidente Lula, para depois de sua impugnação lançar seu verdadeiro candidato, o ex-prefeito Fernando Haddad, é de se supor que o poder de transferência dos votos de Lula acima de 30% seja o suficiente para levar o PT para o segundo turno.

Conforme nos aproximamos das eleições em outubro deveremos ter uma clareza maior sobre as duas questões fundamentais que estão postas para este pleito. Em primeiro lugar, o forte apoio político a Alckmin será suficiente para resgatar os votos mais à direita consolidados no Bolsonaro? Em segundo, irá o poder de transferência do Lula de fato se concretizar de modo a colocar o candidato do PT no segundo turno?

No âmbito econômico, tivemos notícias marginalmente melhores, com a economia brasileira mostrando uma resiliência maior em relação à greve dos caminhoneiros no final de maio. Neste sentido, a recuperação da atividade em junho se deu de maneira mais célere do que o esperado (gráfico 5), o que retira o viés de baixa da nossa expectativa para crescimento de 1.6% do PIB deste ano.

No lado fiscal, continuamos a ver surpresas positivas nos dados da arrecadação, que se mostrou pouco afetada pela greve. Dessa maneira, estamos também mais otimistas com uma maior folga para o cumprimento da meta de déficit primário para este ano. No entanto, não podemos perder de vista que o verdadeiro desafio recai sobre o cenário fiscal de médio e longo prazo. Nesse aspecto, a sustentabilidade da dívida pública depende fundamentalmente das medidas do próximo governo eleito.

Do lado da inflação, os sinais também são positivos, confirmando a hipótese de que os efeitos altistas nos preços de alimentos e combustíveis seriam temporários. Ainda, a dinâmica da inflação subjacente continuou favorável e os efeitos da desvalorização cambial vista neste ano têm se mostrado contidos, reagindo um cenário de hiato do produto muito aberto. Dessa maneira, reforçamos a visão de que o BC não deverá subir juros no curto prazo.

Por fim, em termos de contas externas, não podemos deixar de notar o forte influxo cambial que temos visto desde abril. Esse movimento reflete tanto um baixo déficit em conta corrente, como também a reversão de saídas de investimentos brasileiros em fundos no exterior e diminuição dos pré-pagamentos de títulos e empréstimos no exterior. Ainda, apesar de muito voláteis, os fluxos estrangeiros para portfólio aumentaram bastante mais recentemente. Apesar dessa melhora dos fluxos financeiros, acreditamos que o cenário segue desafiador, tanto pelas condições externas que seguem adversas como pelas enormes incertezas domésticas, especialmente nas que dizem respeito ao cenário eleitoral.

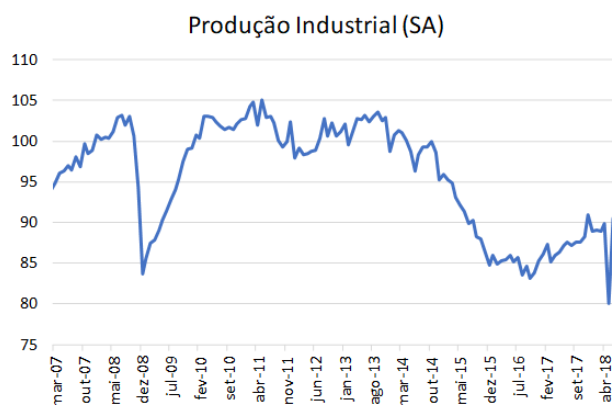
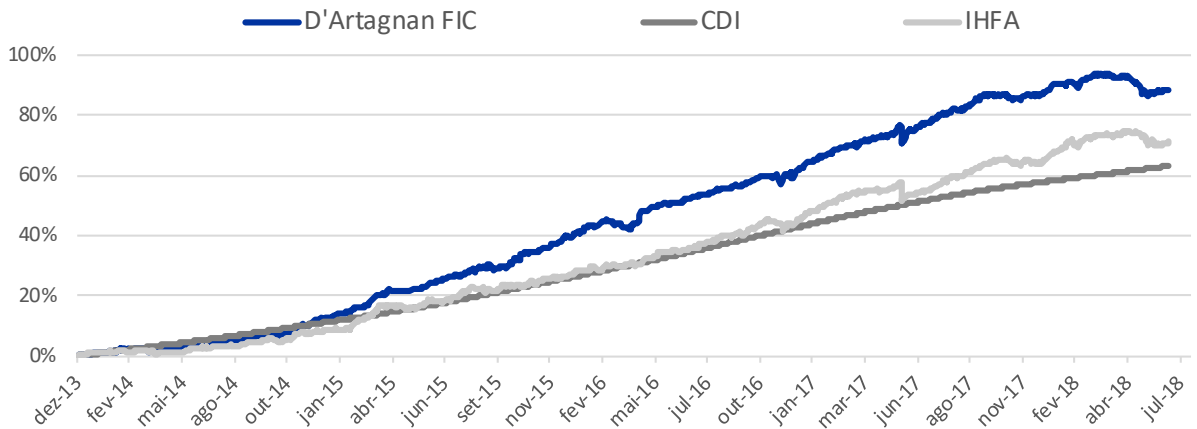


Gráfico 5: Evolução da produção industrial no pós-greve

Fonte: IBGE



	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
<b>2018</b>	<b>1,33</b>	<b>0,72</b>	<b>0,76</b>	<b>-0,78</b>	<b>-2,97</b>	<b>0,93</b>	<b>0,11</b>	-	-	-	-	-
% CDI	227	155	143	-150	-575	179	21	-	-	-	-	-
IHFA	3,12	0,59	0,60	0,58	-2,20	0,52	1,07	-	-	-	-	-
<b>2017</b>	<b>1,80</b>	<b>1,34</b>	<b>1,32</b>	<b>0,71</b>	<b>1,08</b>	<b>1,58</b>	<b>1,86</b>	<b>1,49</b>	<b>1,73</b>	<b>-0,63</b>	<b>0,16</b>	<b>1,33</b>
% CDI	166	155	126	90	117	195	232	186	269	-97	27	246
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
<b>2016</b>	<b>3,01</b>	<b>0,74</b>	<b>-1,33</b>	<b>4,43</b>	<b>1,09</b>	<b>1,11</b>	<b>1,14</b>	<b>1,39</b>	<b>0,96</b>	<b>1,37</b>	<b>0,72</b>	<b>2,18</b>
% CDI	286	74	-115	420	98	96	103	115	87	131	70	194
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
<b>2015</b>	<b>2,27</b>	<b>2,26</b>	<b>3,26</b>	<b>0,05</b>	<b>2,00</b>	<b>1,52</b>	<b>2,10</b>	<b>0,83</b>	<b>1,00</b>	<b>2,78</b>	<b>1,35</b>	<b>2,11</b>
% CDI	244	276	315	5	204	143	179	75	90	251	128	181
IHFA	1,16	2,92	3,23	-0,79	2,21	-0,15	3,73	-0,71	1,22	1,27	0,66	0,92
<b>2014</b>	<b>0,65</b>	<b>0,70</b>	<b>-0,45</b>	<b>0,89</b>	<b>0,62</b>	<b>0,96</b>	<b>1,19</b>	<b>0,53</b>	<b>1,23</b>	<b>0,80</b>	<b>2,64</b>	<b>1,51</b>
% CDI	77	90	-59	109	72	118	127	62	137	85	316	158
IHFA	0,15	0,04	0,03	-0,07	0,84	0,61	0,75	0,88	1,40	-0,17	1,88	0,87

	Fundo	% CDI
<b>Ano</b>	<b>0,03</b>	0,8
<b>12 Meses</b>	<b>4,15</b>	59
<b>24 Meses</b>	<b>22,48</b>	110
<b>36 Meses</b>	<b>46,66</b>	125
<b>48 Meses</b>	<b>79,07</b>	147
<b>Acum. Fdo.<sup>1</sup></b>	<b>88,53</b>	138

Atribuição de Performance - Julho/18

