



PREVISÃO DO TEMPO: CLIMA MAIS ENSOLARADO NO BRASIL, TURBULÊNCIA VINDA DO EXTERIOR

GARDE

Sumário

A Maré Segue Baixando	2
Depois da Tempestade Vem a Calmaria	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.

Como Investir?
Investimento de qualidade aqui

ANBIMA

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

A Maré Segue Baixando

- O cenário internacional segue desafiador com o processo redução de liquidez global e os riscos relativos ao aumento das tensões comerciais entre China e EUA.
- Recentemente, após um breve interregno em setembro, os mercados voltaram a se preocupar com as questões acima e adicionando um novo risco: a trajetória fiscal do governo italiano nos próximos anos.
- No médio prazo, o desempenho sólido da economia americana e a aceleração da inflação devem levar o Fed a seguir subindo as taxas de juros para além da taxa neutra, o que deverá manter no radar o movimento de prazo mais longo de restrição de liquidez global. As taxas de juros de 10 anos nos EUA, que se consolidaram acima de 3%, evidenciam esse movimento.
- Dados de atividade mais fracos na China e Europa ressaltam a divergência entre EUA e o resto do mundo, o que também mantém suporte para o dólar contra as outras moedas.
- Em relação a guerra comercial entre EUA e China, continuamos a ver risco de uma nova escalada, dada a retórica da Casa Branca e os atritos entre os dois países que, mais recentemente, transbordaram para a área militar e de espionagem.

O cenário global segue desafiador com a continuidade do processo redução de liquidez, evidenciada pela alta das taxas de juros nos EUA (gráfico 1), e o anúncio de mais uma rodada de tarifas de importação nos EUA sobre US\$ 200 bilhões de bens vindos da China.

Nesse aspecto, seguimos otimistas com a sólida performance da economia americana que deve se manter no médio prazo. Com o impulso fiscal ainda positivo até o final de 2019, indicadores de confiança voltando aos níveis mais altos da história (gráfico 2) e lucro das empresas crescendo num ritmo consistente, esperamos que os EUA sigam liderando o PIB global nos próximos trimestres.

Nesse tema, vale a pena chamar a atenção para mais uma decepção nos PMIs da Zona do Euro em setembro (gráfico 3). Apesar de ainda sinalizarem um crescimento acima do potencial para o bloco, esses indicadores de confiança da indústria ainda não demonstraram sinais de estabilização. Aqui também vale destacar que as tarifas americanas devem ter um impacto negativo sobre o PIB chinês nos próximos trimestres, cujo PMIs de setembro também decepcionaram. Dessa maneira, esperamos que a atividade nos EUA siga se destacando em relação ao restante do mundo e mantemos a disparidade de crescimento entre as regiões.

US 10y Treasury - Yield (%)



Gráfico 1: Taxas de juros americanas novamente acima de 3%

Fonte: Bloomberg

Soft Data Pointing to Strong GDP Growth

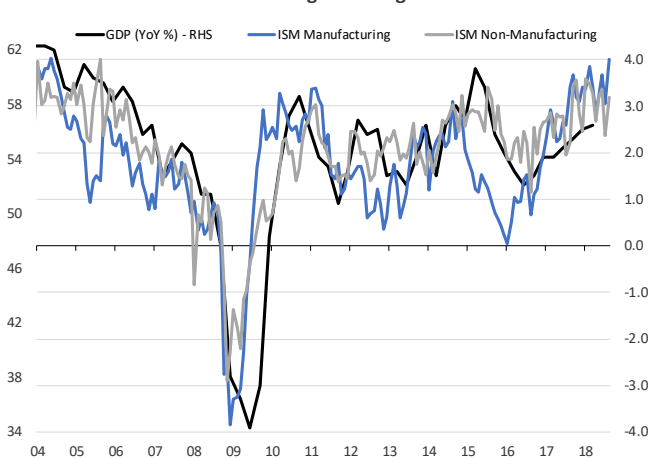


Gráfico 2: ISMs indicando aceleração

Fonte: ISM Institute, BEA

Adicionalmente, a manutenção do crescimento forte deve seguir contribuindo para mais aperto no mercado de trabalho nos EUA e isso deve levar a uma aceleração ainda mais forte dos salários nos próximos meses (gráfico 4). Essa dinâmica deve dar confiança para o Fed seguir com o processo de aperto monetário, levando a taxa de juros para patamar restritivo em 2019 (acima de 3%, na nossa visão).

Portanto, no médio prazo, acreditamos que o desempenho sólido da economia americana e as altas de juros implementadas pelo Fed a seguir devem servir de sustentação para o dólar.

Apesar do mercado ter recebido a escalada da guerra comercial de forma benigna, ainda mantemos nossa preocupação sobre o risco de uma nova escalada não só das tensões comerciais como também dos ruídos diplomáticos, dada a retórica da Casa Branca e a resposta do governo chinês. Adicionalmente, uma desaceleração na China e a queda na corrente de comércio global devem ter um impacto negativo sobre as economias emergentes.

Por fim, o governo italiano divulgou seu orçamento fiscal até 2021, surpreendendo as indicações iniciais do Ministro de Finanças, Giovanni Tria, de um déficit nominal mais contido, cedendo às pressões políticas dos dois partidos populistas que formam o governo. Em reação a essa surpresa negativa, vimos as taxas de juros dos bonds italianos abrindo fortemente junto com a escalada da retórica de membros do governo italiano com os membros da Comissão Europeia. Dessa maneira, devemos ficar atentos aos novos desenvolvimentos que parecem que ainda estão distantes de uma resolução.

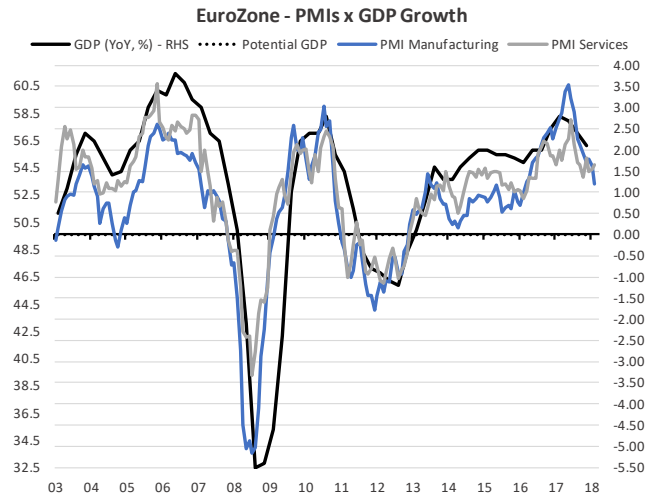


Gráfico 3: Nova desaceleração dos PMIs na Zona do Euro

Fonte: Markit, EuroStat

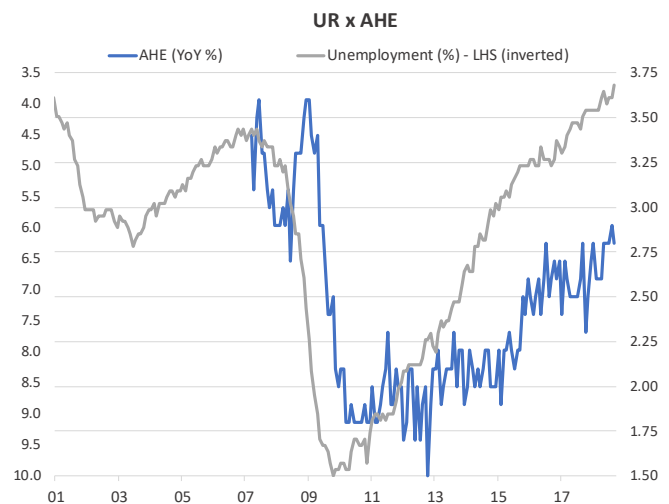


Gráfico 4: Mercado de trabalho apertado nos EUA

Fonte: BLS

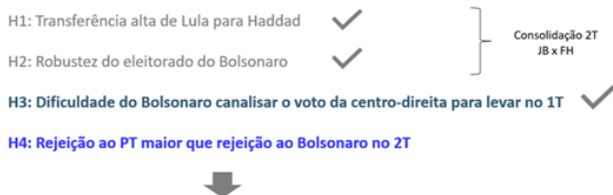
Depois da Tempestade Vem a Calmaria

- Resultado das eleições do primeiro turno consolida o sentimento anti-establishment e anti-petismo, reforçando o favoritismo de Bolsonaro;
- Redução dos riscos políticos permite maior otimismo com a continuidade do processo de reformas no Brasil, em especial a da previdência. Ainda assim, precisamos ficar atentos à disposição e à capacidade do novo governo articular a agenda junto ao Congresso Nacional.
- No lado econômico, a economia brasileira parece estar em melhor forma para uma recuperação cíclica mais consistente, uma vez que a economia se encontra num estágio muito mais balanceado, com empresas e famílias desalavancadas. Ao mesmo tempo, apesar de ainda estarem no campo deficitário, os resultados fiscais seguem melhores, tanto por receitas mais fortes que o esperado como por um controle maior das despesas orçamentárias.
- Revisamos a inflação deste ano para cima (4.5%), reflexo da quantidade – e intensidade – de choques recebidos ao longo do ano. No entanto, a inflação subjacente segue bem-comportada, o que deverá permitir que o Banco Central mantenha a taxa de juros inalterada nas próximas reuniões. Por fim, nas contas externas temos visto fluxos financeiros voláteis no período anterior as eleições, refletindo a incerteza política que deverá se dissipar daqui em diante.

Ao longo dos últimos meses, estabelecemos quatro hipóteses básicas sobre as quais construímos nosso cenário político. As duas primeiras hipóteses (figura 1) diziam respeito à alta transferência dos votos de Lula para Haddad (H1) e a robustez do eleitorado do Bolsonaro (H2), sendo que essas hipóteses foram se consolidando ao longo do último mês com a evolução das pesquisas eleitorais. A terceira hipótese (H3) resultava na dificuldade da vitória de Bolsonaro no 1º turno, dada sua dificuldade em diminuir sua rejeição dentro do eleitorado de centro-direita. Por fim, a quarta e última hipótese (H4) ponderava que a rejeição ao PT se sobreporia à rejeição ao Bolsonaro, o que levaria a vitória deste no segundo turno.

Figura 1 - Fonte: Garde

Hipóteses básicas para o cenário eleitoral



No entanto, na reta final do primeiro turno fomos surpreendidos com o aumento do apoio ao Bolsonaro, que culminou na expressiva votação do dia 7 de outubro. Apesar de não ter sido suficiente para uma vitória no primeiro turno, consolidou a enorme vantagem de Bolsonaro, reforçando ainda mais nossa última hipótese e deixando o candidato como favorito absoluto para esse segundo turno. Basicamente, consideramos que a matemática está muito favorável para Bolsonaro, que precisa converter uma taxa modesta de votos de centro-direita para vencer o segundo turno. Em contraste, a missão de Haddad parece imensamente mais difícil, tendo que converter a totalidade de votos de esquerda e mais de 70% dos votos restantes de centro-direita. Dada a preferência revelada pelo eleitorado de uma profunda rejeição em relação ao PT, essa tarefa nos parece extremamente improvável e dependente de erros da campanha adversária. Além disso, as eleições regionais e para congresso também revelaram um viés pró-Bolsonaro e desta maneira, apenas um acidente de percurso teria a capacidade de mudar o cenário desenhado.

Portanto, estamos otimistas com a redução do risco da volta da esquerda ao poder, que poderia significar um retrocesso em relação à agenda de reformas começada no governo Temer. Todavia, devemos ficar atentos à disposição do provável novo presidente em avançar nas reformas sinalizadas pelo seu assessor econômico, Paulo Guedes, e sua capacidade de avançar com a agenda proposta no Congresso. Dados os sinais de força política indicados acima, nosso cenário base atribui probabilidade majoritária de continuidade da agenda de reformas, em especial a da previdência.

Do lado econômico, seguimos otimistas com a economia brasileira que aparenta estar em melhor forma para uma recuperação cíclica da atividade com a diminuição dos riscos políticos. Nosso otimismo deriva da constatação de que a economia brasileira se encontra num estágio mais balanceado, com empresas e famílias desalavancadas. Nesse ambiente, chama a atenção, a situação dos bancos que, a despeito da enorme recessão dos últimos anos, se encontram em situação privilegiada para uma retomada mais significativa do crédito. Assim, devemos continuar a ver um afrouxamento das condições financeiras (gráfico 5) conforme o risco político diminui e podemos ser surpreendidos com uma recuperação mais consistente do que a prevista até agora (2% de crescimento do PIB em 2019).

Do lado fiscal, os dados de curto-prazo seguem melhores que o esperado, ainda que a situação fiscal se mantenha como um grande desafio de médio e longo prazo. Basicamente, além das surpresas positivas com as receitas fiscais revelando uma elasticidade maior da arrecadação em relação ao crescimento, temos visto um comportamento de despesas governamentais mais contidas, mesmo levando-se em conta as despesas obrigatórias. Muito provavelmente, esses efeitos sobre as despesas revelam que o governo tem sido bem-sucedido nos seus dispositivos de controle e eficiência de gastos. Dessa maneira, antevemos um déficit primário ao redor de R\$ 120 bilhões neste ano, em contraste a uma meta de déficit primário de R\$ 161 bilhões.

Revisamos a projeção de inflação deste ano para 4.5%, em linha com o centro da meta para 2019, refletindo diversos choques sofridos ao longo deste ano (gráfico 6). Recapitulando, vale lembrar que nos últimos 12 meses vimos uma variação positiva de 55% do petróleo no mercado internacional, 25% de depreciação cambial, 21% de alta na gasolina e 17% de energia elétrica. Nesse contexto, manter a inflação cheia na meta e fechar o ano com a média dos núcleos rodando em 12 meses ao redor de 3.3% é um grande acontecimento. Dessa maneira, mantemos a visão construtiva com a inflação subjacente que tem se mantido consistentemente abaixo da meta.

Os riscos eleitorais, que teriam como efeito colateral a depreciação cambial e desancoragem das expectativas, deverão diminuir e o Banco Central deverá, portanto, manter a taxa de juros inalterada nas próximas reuniões, subindo juros apenas em meados do 1º semestre de 2019. Acreditamos que a antecipação ou não do nosso cenário de alta de juros depende da evolução do mercado internacional que, em contrapartida ao cenário eleitoral, tem piorado na margem.



Gráfico 5: Afrouxamento das condições financeiras. Fonte: Garde

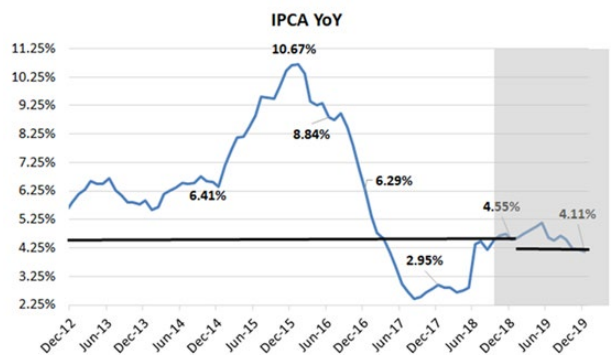
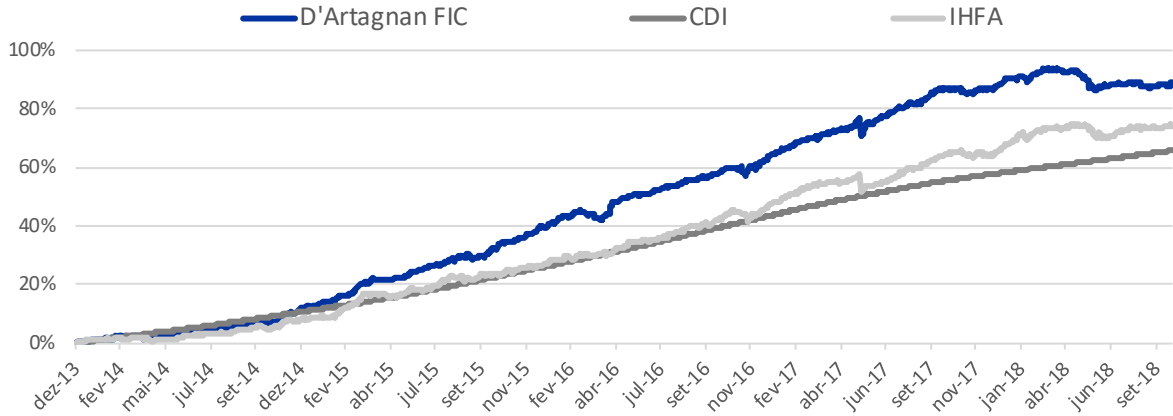


Gráfico 6: Visão construtiva com a inflação subjacente.

Fonte: IBGE, Garde



	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2018	1,33	0,72	0,76	-0,78	-2,97	0,93	0,11	-0,51	0,64	-	-	-	0,16
% CDI	227	155	143	-150	-575	179	21	-89	136	-	-	-	3
IHFA	3,12	0,59	0,60	0,58	-2,20	0,52	1,07	0,07	0,35	-	-	-	4,72
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
% 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
2015	2,27	2,26	3,26	0,05	2,00	1,52	2,10	0,83	1,00	2,78	1,35	2,11	23,74
% CDI	244	276	315	5	204	143	179	75	90	251	128	181	179
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	16,75
2014	0,65	0,70	-0,45	0,89	0,62	0,96	1,19	0,53	1,23	0,80	2,64	1,51	11,86
% CDI	77	90	-59	109	72	118	127	62	137	85	316	158	110
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	7,44

	Fundo	% CDI	IHFA
12 Meses	1,19	18	6,35
24 Meses	19,73	103	22,50
36 Meses	45,21	126	41,25
48 Meses	76,00	143	64,77
Acum. Fdo.¹	88,78	135	74,10

