



ANO NOVO VIDA NOVA

GARDE

Sumário

2019: Riscos Permanecem	2
Direção Correta, mas Caminho Tortuoso	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.

2019: Riscos Permanecem

- A mudança *dovish* no discurso do FOMC reflete a proximidade das taxas dos *Fed funds* às estimativas de juro neutro e do aperto recente das condições financeiras, especialmente via deterioração dos *spreads* de crédito. A força da economia americana deve levar à pelo menos mais duas altas em 2019, além da alta prevista para dezembro deste ano.
- Com a diminuição do impulso fiscal, devemos ter uma desaceleração da economia americana em 2019. Para que o cenário de crescimento global não piore ainda mais, precisamos ver mais estímulos por parte do governo chinês e sinais mais claros de estabilização da economia da Zona do Euro. A trégua na guerra comercial e a retomada nos dados do setor automobilístico alemão são bons sinais.
- Com essa provável convergência de crescimento e um Fed mais flexível, uma parte da pressão sobre países emergentes deve diminuir. Contudo, o processo de redução de liquidez segue de pano de fundo, e países vulneráveis devem seguir com dificuldades.

Um dos principais desenvolvimentos do último mês foi a mudança *dovish* no discurso do Fed, que começou com o discurso do novo vice-presidente, Richard Clarida, e depois foi confirmado pelo próprio presidente Powell e pela ata da última reunião. Depois de manterem uma postura dura praticamente o ano todo e entregarem uma alta por trimestre, os membros do comitê adotaram um discurso mais flexível, deixando de se comprometer com um ritmo de aperto para 2019. Na nossa visão, isso reflete a proximidade das taxas dos *Fed funds* da banda inferior das estimativas de juro neutro (entre 2.5% e 3.5%, segundo as últimas projeções do FOMC) e do aperto recente das condições financeiras, especialmente via deterioração dos *spreads* de crédito (gráfico 1).

Além dessa nova postura, preocupações com o crescimento global e com o risco de recessão pelos agentes de mercado levaram a curva de juros americana a precificar menos uma alta de 0.25% para o ano de 2019 como um todo (gráfico 2). Na nossa visão, essa reação do mercado foi exacerbada. Com o impulso fiscal desacelerando de forma gradual até o final do ano de 2019 e com os indicadores de confiança em níveis elevados, acreditamos que a força da economia deve levar à pelo menos mais duas altas em 2019, além da alta prevista para dezembro deste ano.

Devemos destacar que o mercado e o próprio Fed já esperam uma desaceleração do crescimento dos EUA dos 3%, este ano, para algo em torno de 2-2.5%, em 2019, ainda acima do crescimento potencial.



Gráfico 1: Deterioração dos *spreads* de crédito

Fonte: Bloomberg

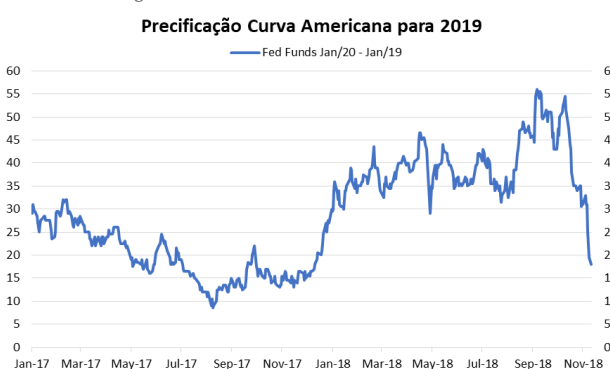


Gráfico 2: Mercado precifica menos de um *hike* para 2019

Fonte: Bloomberg

Dentro do cenário global, essa desaceleração da economia americana abre espaço para enfraquecimento do dólar, o que seria muito positivo para economias emergentes. Entretanto, para que esse cenário relativamente benigno se concretize, precisamos ver sinais mais claros de estabilização na China e da economia da Zona do Euro.

Dois acontecimentos nos deixaram mais otimistas recentemente. Em primeiro lugar, verificamos uma trégua na guerra comercial entre China e EUA, com o governo americano postergando novas tarifas até pelo menos o final de março, enquanto o Governo chinês se comprometeu a aumentar as importações de produtos americanos e à um maior controle de propriedade intelectual. Essa trégua é muito positiva, o que reduz a pressão sobre a economia chinesa no curto prazo. Contudo, para uma estabilização mais concreta, precisamos ver uma retomada no impulso de crédito na economia, que vem desacelerando de forma consistente desde 2016 (gráfico 3).

Adicionalmente, verificamos uma retomada nos dados do setor automobilístico alemão em outubro (gráfico 4), após uma queda forte no terceiro trimestre. Essa retomada sugere riscos positivos para o PIB da região no quarto trimestre de 2018. Porém, ainda vemos riscos vindo da Itália (devido ao embate político entre o governo e a Comissão Europeia a respeito do orçamento de 2019) e da França (devido às greves dos “coletes amarelos”, em resposta às reformas propostas por Emmanuel Macron). Esperamos resoluções benignas em ambos os conflitos políticos e projetamos uma retomada da economia europeia na virada do ano. Essa retomada e a força dos dados de mercado de trabalho e salários (gráfico 5) devem ser suficientes para que o Banco Central Europeu não desvie dos seus planos atuais e termine o programa de compra de ativos em dezembro. Esperamos que a primeira alta de juros desde a crise da dívida, em 2012, deva ocorrer no final de 2019.

Em suma, após um ano de 2018 muito ruim, com pressões vindo de um Fed *hawkish* e de um dólar forte, verificamos uma janela de oportunidade temporária nessa virada de ano para que ativos de risco tenham uma performance positiva.

Contudo, com o processo de redução de liquidez no pano de fundo e uma série de riscos no radar, essa janela de oportunidade pode se provar curta, e países vulneráveis devem voltar a ter dificuldades.

China: Impulso de Crédito - 12 meses (% do PIB)

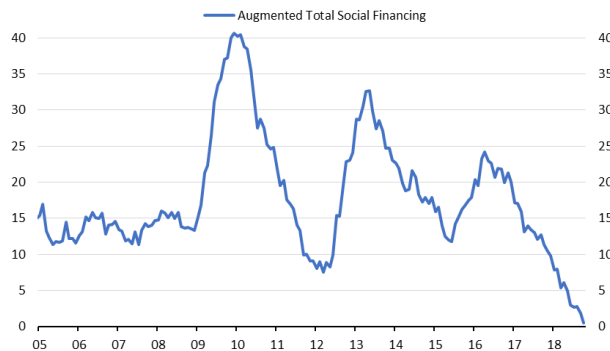


Gráfico 3: Governo chinês precisa estimular mais a economia
Fonte: NBS

German Factory Orders - Autos (Index)

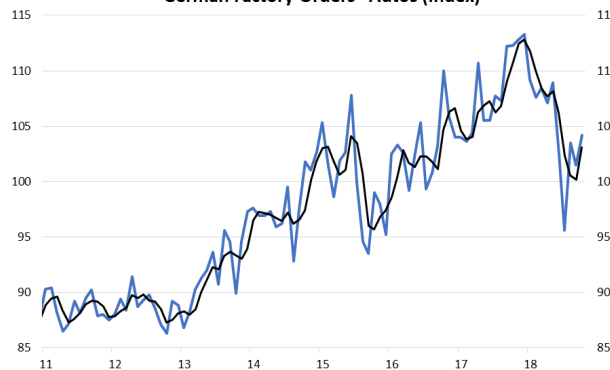


Gráfico 4: Dados do setor automobilístico alemão reacelerando
Fonte: Deutsche Bundesbank

Métricas de Salários da Zona do Euro - (crescimento anual %)

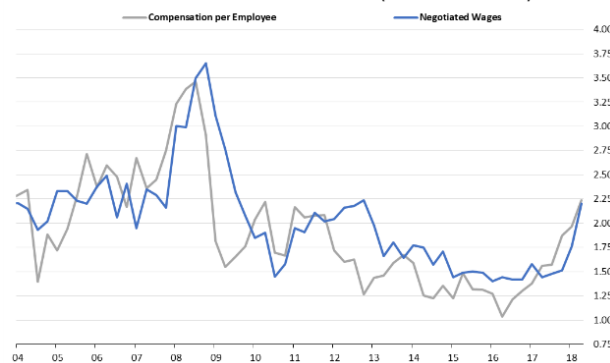


Gráfico 5: Aceleração consistente de salários na Zona do Euro
Fonte: Eurostat

Direção Correta, mas Caminho Tortuoso

- Apesar de ruídos na área política do novo governo eleito, mantemos a confiança na equipe econômica nomeada; ciente da urgência fiscal, deverá usar a atual proposta de reforma da previdência no congresso para aprovação ainda no ano de 2019.
- Com a reforma da previdência, deveremos superar nosso principal desafio que é a restrição fiscal e, dessa forma, retomar o crescimento econômico de forma mais consistente. Mantemos a visão de que a economia brasileira apresenta as condições favoráveis a uma retomada cíclica.
- Outras possíveis restrições ao crescimento não devem preocupar. Por um lado, as contas externas seguem muito saudáveis, com baixo déficit em conta corrente. De outro, a inflação segue muito baixa e o BC deverá manter a taxa de juros inalterada em 2019.

A formação do governo Bolsonaro tem sido marcada por muitos ruídos nesse período de transição. Ainda que fosse de se esperar esse movimento, dada a inexperiência dos futuros integrantes do governo, a ansiedade natural dos mercados e imprensa tem focado esse aspecto. Mais especificamente em relação à reforma da previdência, muitas informações desconstruídas e confusas têm sido veiculadas, o que traz questionamentos sobre nosso cenário base de aprovação da reforma em 2019. Nesse sentido, a nossa visão é que esse ruído inicial é natural do processo político e por isso devemos dar mais peso à visão da equipe econômica coordenada pelo “super ministro” Paulo Guedes. Dessa maneira, acreditamos que o presidente eleito irá arbitrar em favor do time econômico, que deverá usar a atual reforma da previdência proposta pelo governo Temer como ponto de partida. Essa é a decisão mais acertada, na nossa visão, pois economiza tempo de discussão para que o novo e popular governo utilize seu capital político para a aprovação da reforma o quanto antes. Assim, mantemos confiança no nosso cenário de aprovação da reforma da previdência no segundo semestre de 2019.

A importância da previdência, com bem conhecido por todos, reside no fato de que não conseguiríamos cumprir o teto de gastos nos próximos anos sem sua aprovação, de tal maneira que perderíamos a “âncora fiscal”. Dada a expectativa que temos de aprovação da reforma da previdência no próximo ano, deveremos ver um ciclo virtuoso de crescimento (gráfico 6), com a continuidade da melhora das condições financeiras e do aumento da confiança. Assim, a aprovação da reforma da previdência é a medida fundamental para que retiremos a grande restrição fiscal que nossa economia apresenta no momento para retomar um crescimento sustentável.

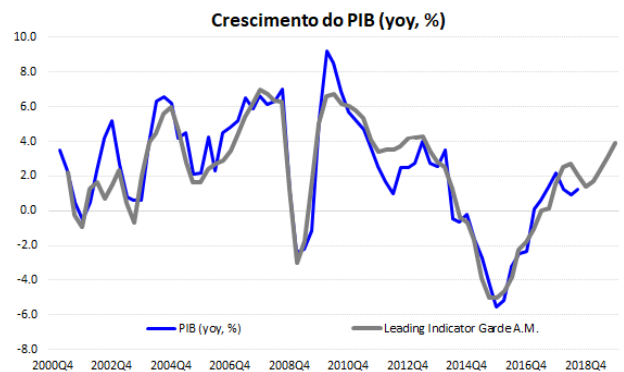


Gráfico 6: Crescimento do PIB

Fonte: Garde, IBGE

Outras restrições usuais que poderiam repetir o famoso *stop and go* da economia brasileira seriam as contas externas e o desequilíbrio doméstico entre oferta e demanda. Em relação ao primeiro, nos últimos anos fizemos um grande ajuste, praticamente zerando o déficit em conta corrente (gráfico 7) ao passo que também reduzimos nossas vulnerabilidades externas com a queda da participação estrangeira em nossa dívida e manutenção de grande estoque de reservas internacionais. Ainda, nossas empresas também passaram por um processo de desalavancagem em obrigações no exterior, o que ajuda no perfil de nossa posição externa. Portanto, existe espaço para que o país volte a crescer sem que o setor externo seja uma restrição mesmo diante de um ambiente internacional desafiador.

A segunda possível restrição viria dos desequilíbrios domésticos onde a inflação poderia ser um limitador de uma retomada mais consistente da atividade.

Neste caso, também o grande trabalho de desinflação já foi feito e, inclusive, temos sido surpreendidos com uma dinâmica de inflação ainda mais favorável do que a projetada.

Assim, largamos de um ponto inicial ainda melhor e projetamos a inflação abaixo da meta até 2019 (gráfico 3). Dessa maneira, nosso cenário de juros passou de “*low for long*” para “*low for even longer*” e esperamos que o BC não deva subir juros ao longo do próximo ano.

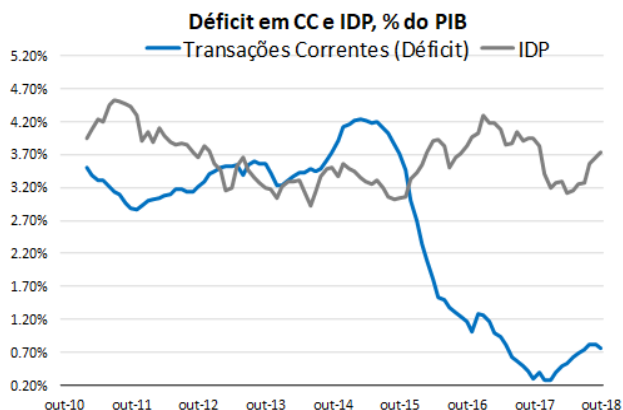
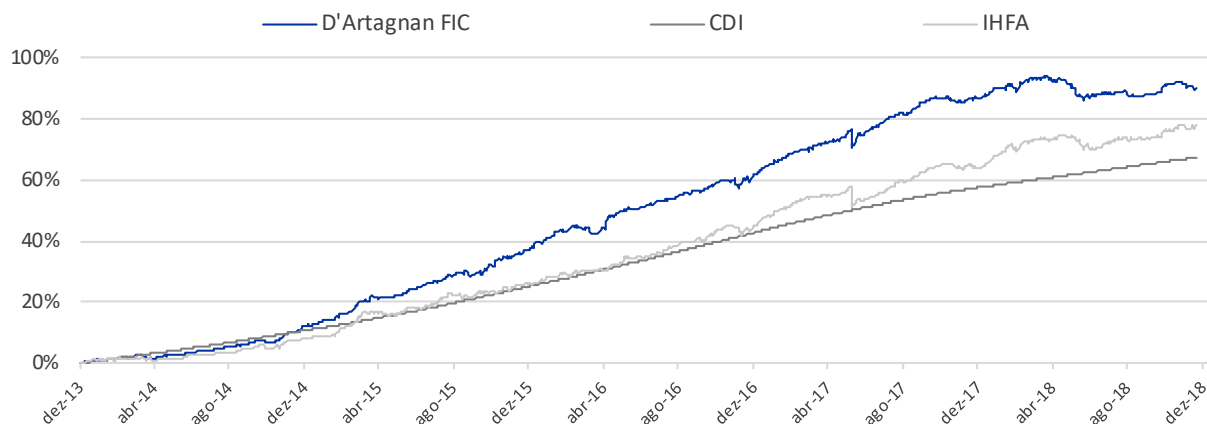


Gráfico 7: Déficit em Conta Corrente

Fonte: BCB



	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	-2,97	0,93	0,11	-0,51	0,64	1,61	-1,08	-	0,67	12 Meses	2,00	31	8,37
% CDI	227	155	143	-150	-575	179	21	-89	136	297	-220	-	11	24 Meses	17,92	101	23,57
IHFA	3,12	0,59	0,60	0,58	-2,20	0,52	1,07	0,07	0,47	2,00	0,10	-	7,05	36 Meses	39,12	114	41,68
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	71,13	137	65,85
% CDI	166	155	126	90	117	195	232	186	269	-97	27	246	147	Acum. Fdo.¹	89,74	133	77,98
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				