



# PRIORIDADE: REFORMA DA PREVIDÊNCIA



## Sumário

Otimismo Cauteloso	2
No Caminho Certo	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)



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

## Otimismo Cauteloso

- Nosso otimismo em relação aos mercados se provou correto no início de 2019, com bolsas globais subindo de maneira consistente e o dólar se enfraquecendo de maneira geral, em especial contra moedas emergentes.
- Seguimos com um viés otimista cauteloso, baseado em dois pilares: 1) uma maior flexibilidade e paciência por parte do Fed; 2) uma diminuição do pessimismo com China.
- Uma aceleração inesperada da inflação americana poderia colocar em cheque a postura *dovish* do Fed, mas esse risco parece pequeno atualmente.
- Na China, também mantemos um viés otimista em relação à trégua na guerra comercial e a uma estabilização da economia nos próximos meses. Contudo, seguimos cautelosos em relação aos riscos de uma desaceleração mais forte e de novas tensões com os EUA.
- Adicionalmente, os dados de exportações nos países asiáticos seguem em queda e não tivemos uma estabilização da atividade na Europa. As negociações do Brexit também representam um risco de cauda.
- Em suma, os dois pilares da nossa visão otimista para ativos de risco seguem dominantes, mas os riscos no horizonte nos deixam cautelosos no médio prazo.

Começamos o ano de 2019 com uma visão otimista em relação aos mercados, o que se provou correto. Em janeiro, tivemos altas disseminadas nas bolsas globais e um enfraquecimento do dólar de maneira geral, em especial contra moedas emergentes. Assinalando esses ganhos significativos (depois de um ano ruim em 2018), seguimos com um viés otimista cauteloso, baseado em dois pilares: 1) uma maior flexibilidade e paciência por parte do Fed; 2) uma diminuição do pessimismo com China.

No caso do Fed, essa visão *dovish* foi confirmada na primeira reunião do ano. O comitê foi além do esperado e assumiu um viés neutro em relação à taxa de juros (antes tinham um viés *hawkish*, projetando mais altas), além de sinalizar uma revisão do seu programa de redução do balanço. Apesar da falta de detalhes, toda a discussão em torno do balanço sugere que o Banco Central americano deve interromper esse programa antes do que o imaginado, o que deve ter um impacto muito positivo sobre os ativos de risco globais.

Uma aceleração inesperada da inflação americana poderia colocar em cheque a postura *dovish* do Fed, mas esse risco parece pequeno atualmente. Com uma desaceleração contratada pela diminuição do impulso fiscal, impactos do maior *shutdown* da história no primeiro trimestre do ano e incertezas em relação ao crescimento global, a autoridade monetária dos EUA pode se dar ao luxo de ser paciente na condução de política monetária nos próximos meses.

No nosso segundo pilar, a China, também estamos, por ora, otimistas, mas os riscos são mais evidentes. A trégua na guerra comercial entre China e EUA deve dar sustentação para economias emergentes, especialmente as mais dependentes do comércio internacional. Contudo, o embate geopolítico entre as duas potências deve ser um tema recorrente no médio prazo e novos confrontos podem ocorrer.

Além disso, o alto nível de endividamento da economia chinesa limita a capacidade do governo de estimular a economia (gráfico 1) e os estímulos anunciados até o momento ainda não estão sendo refletidos nos dados. Os PMIs do setor manufatureiro chinês seguem abaixo de 50 pontos, o que sugere contração do setor no início do ano (gráfico 2).

Adicionalmente, os dados de exportações nos países asiáticos seguem em queda (gráfico 3), o que sugere que a atividade global deve começar o ano ainda em desaceleração. Também não tivemos uma estabilização da atividade na Europa, com a região apresentando um crescimento de apenas 0.2% no quarto trimestre de 2018 e com os PMIs sugerindo um ritmo ainda mais fraco no início de 2019 (gráfico 4). Por fim, as negociações do Brexit também representam um risco de cauda, com potenciais impactos sobre o Reino Unido e a própria Zona do Euro.

Em suma, os dois pilares da nossa visão otimista para ativos de risco seguem dominantes, e foram confirmados no primeiro mês de 2019, mas os riscos no horizonte nos deixam cautelosos no médio prazo.

Chinese Manufacturing PMIs - NBS Official & Caixin

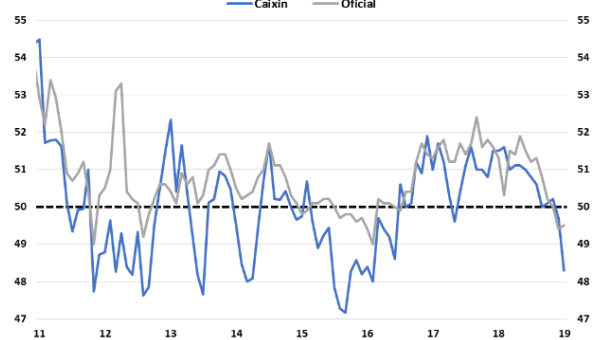


Gráfico 2: PMIs chineses seguem abaixo de 50 pontos

Fonte: Markit e NBS

Nominal Exports Growth (yoy, 3MMA) - Emerging Asia

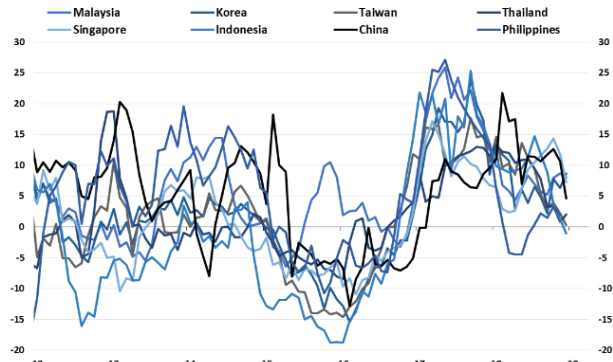


Gráfico 3: Exportações dos países asiáticos seguem em queda

Fonte: Bloomberg

Chinese TotalCredit (% of GDP)

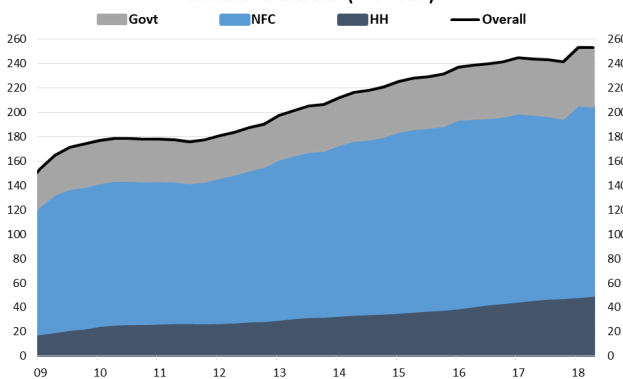


Gráfico 1: Economia chinesa altamente endividada

Fonte: BIS

EuroZone - PMI Manuf x GDP Growth

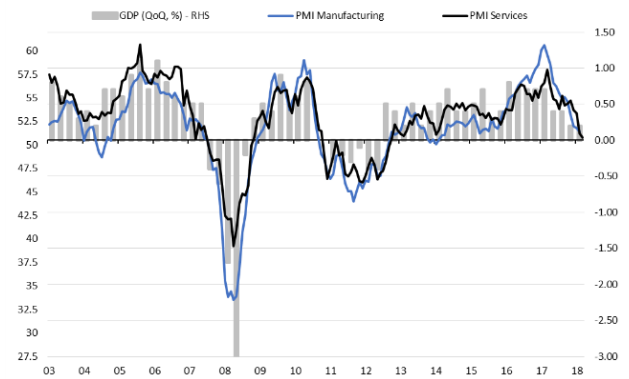


Gráfico 4: Zona do Euro começando 2019 num ritmo fraco

Fonte: Markit e EUROSTAT

## No Caminho Certo

- Reforma da previdência é prioridade absoluta do novo governo e ambiente favorável deverá permitir uma reforma mais abrangente e profunda do que o esperado.
- Revisão da projeção do PIB para 2019 não muda perspectiva favorável de retomada na atividade para os próximos trimestres.
- Cenário de inflação também tem mostrado melhora, o que resultou em revisão baixista para as projeções de 2019 e 2020, de tal maneira que a discussão de possíveis cortes na taxa de juros deve voltar à mesa.
- Robustez das contas externas, melhora nos determinantes da taxa de câmbio e boas perspectivas para a reforma da previdência mantêm o viés baixista para a taxa de câmbio.

A reforma da previdência segue no centro das atenções e foi eleita pelo governo como prioridade absoluta da nova administração. De fato, vale dizer que recentemente o governo tem dado sinalizações de um discurso unificado em torno da necessidade e urgência de uma reforma da previdência (gráfico 5) mais abrangente e profunda (com economia de cerca de R\$ 1 trilhão em 10 anos) do que o esperado anteriormente.

O ponto central, no entanto, é que as condições para a aprovação da previdência estão mais alinhadas do que nunca, dado que temos um governo popular e legitimado pelo voto, maior entendimento e aceitação da população, alinhamento ideológico dos novos presidentes da Câmara e do Senado e apoio da maioria dos governadores. Assim, mesmo que o trâmite da previdência possa demorar mais do que o governo antevia, dado o cumprimento do rito normal no Congresso, mantemos a visão de que devemos ver sua aprovação na Câmara dos Deputados até meados do ano. Dessa maneira, seguimos otimistas com o cenário doméstico que está baseado na aprovação dessa reforma.

Do lado econômico, ajustamos nossa projeção para crescimento do PIB este ano de 3.2% para 2.8%, incorporando um ritmo mais moderado da atividade na virada do ano. Atribuímos boa parte desse ritmo mais lento de crescimento aos diversos choques que ocorreram ao longo do ano passado (com destaque para a greve dos caminhoneiros e o aumento das incertezas eleitorais).

No entanto, já notamos que as condições financeiras voltaram para o campo expansionista (gráfico 6) e é por esse motivo que nossa projeção para 2019 embute um crescimento robusto nos próximos trimestres.

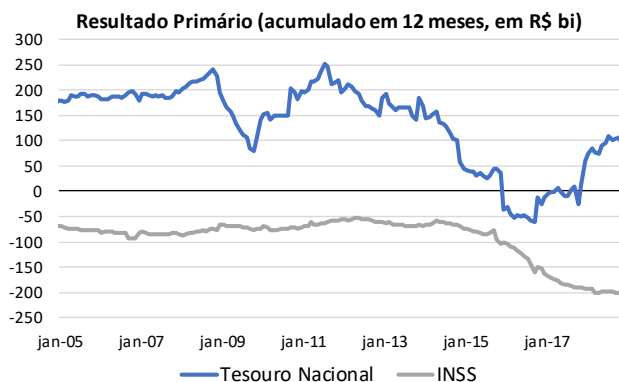


Gráfico 5

Fonte: Tesouro Nacional

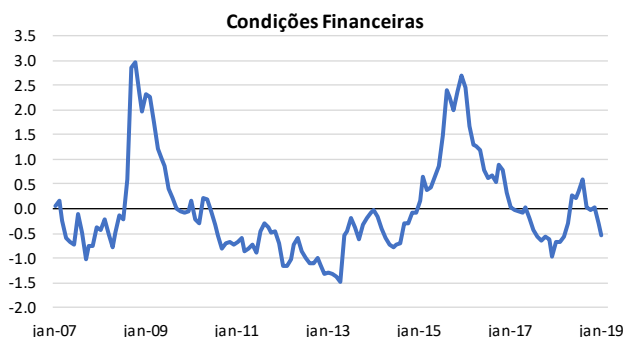


Gráfico 6

Fonte: Garde

Também revisamos nosso cenário de inflação, para 3.4% em 2019 e 3.8% em 2020 (de 3,8% e 4,0%, respectivamente), incorporando essa mudança do PIB e uma taxa de câmbio mais apreciada no final do ano (R\$/US\$ 3,60). Ainda que essas projeções não nos pareçam suficientes para que o BC mude sua estratégia de manutenção da taxa de juros inalterada ao longo deste ano, a possibilidade de um PIB mais lento na margem e/ou uma taxa de câmbio mais apreciada pode intensificar a discussão de possíveis cortes no meio do ano. Nossas simulações na tabela 1 mostram o viés para uma política mais acomodatória a depender das possíveis combinações de PIB e taxa de câmbio.

Por fim, mantemos a visão construtiva para uma taxa de câmbio não só pelos bons fundamentos das contas externas, mas também pela continuidade da melhora dos seus determinantes, em especial a contínua queda do prêmio de risco (CDS), a melhora dos termos de troca e o enfraquecimento do dólar no mundo. Esses fatores, aliados a uma tramitação favorável que esperamos para a reforma da previdência, mantêm o viés de apreciação para o Real.

**Matriz - IPCA para 2019/20 dada a combinação entre PIB e câmbio**

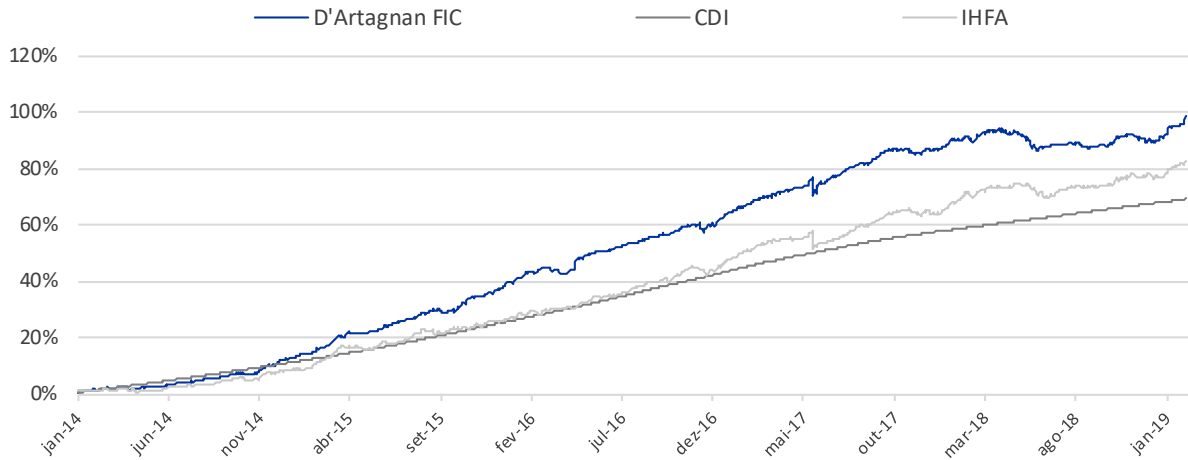
		PIB	
		2.00%	2.80%
BRL 2019 y.e.	3.40	3.13/3.37	3.27/3.57
	3.60	3.26/3.61	3.41/3.81
	3.80	3.40/3.84	3.54/4.03

**Matriz - Regra de Taylor para 2019/20 dada a combinação entre PIB e câmbio**

		GDP	
		2.00%	2.80%
BRL 2019 y.e.	3.40	5.48/5.80	5.81/6.25
	3.60	5.51/6.02	5.87/6.56
	3.80	5.57/6.33	5.94/6.86

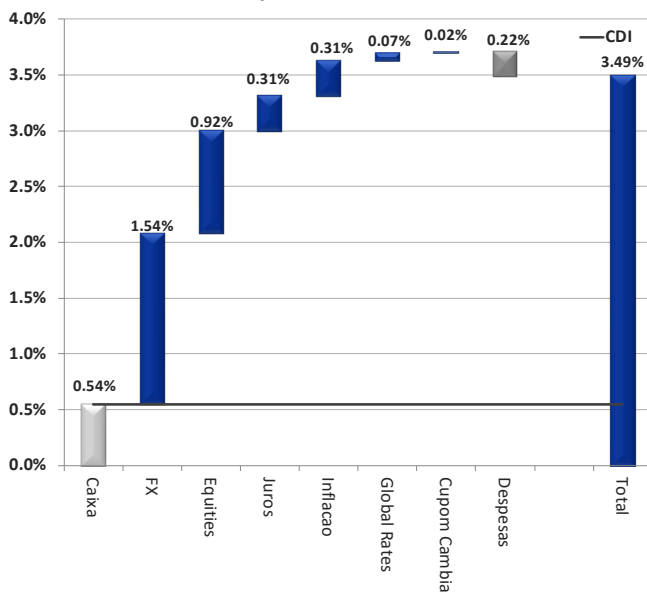
**Tabela 1**

Fonte: Garde

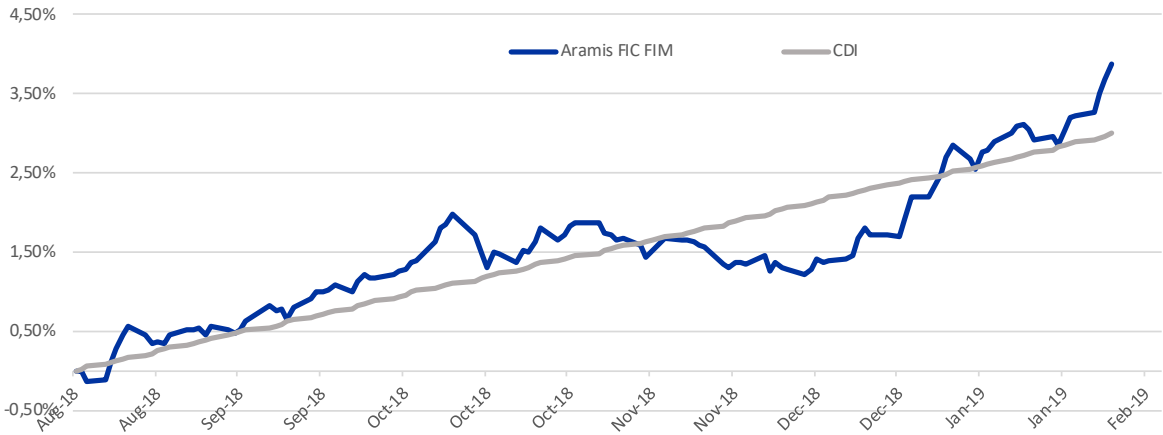


	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
<b>2019</b>	<b>3,49</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	<b>3,49</b>
% CDI	643	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	643
IHFA	2,61	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,61
<b>2018</b>	<b>1,33</b>	<b>0,72</b>	<b>0,76</b>	<b>-0,78</b>	<b>-2,97</b>	<b>0,93</b>	<b>0,11</b>	<b>-0,51</b>	<b>0,64</b>	<b>1,61</b>	<b>-1,08</b>	<b>1,11</b>	<b>1,78</b>
% CDI	227	155	143	-	-	179	21	-	136	297	-	225	28
IHFA	3,12	0,59	0,60	0,58	-2,20	0,52	1,07	0,07	0,47	2,00	0,10	0,03	7,09
<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>	<b>14,64</b>
% CDI	166	155	126	90	117	195	232	186	269	-	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
<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>	<b>18,06</b>
% CDI	286	74	-	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

Atribuição de Performance - Janeiro/2019



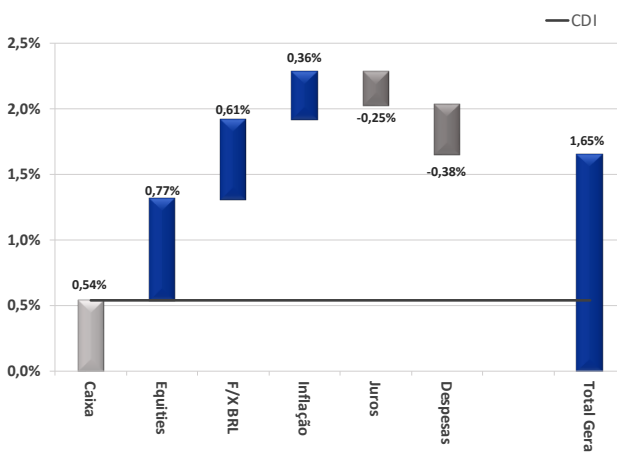
	Fundo	% CDI	IHFA
<b>12 Meses</b>	<b>3,96</b>	62	6,71
<b>24 Meses</b>	<b>18,62</b>	114	21,28
<b>36 Meses</b>	<b>38,40</b>	117	41,10
<b>48 Meses</b>	<b>72,50</b>	144	67,06
<b>60 Meses</b>	<b>96,06</b>	144	80,65
<b>Acum. Fdo.<sup>1</sup></b>	<b>98,54</b>	142	82,80



	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
<b>2019</b>	<b>1,65</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	<b>1,65</b>
% CDI	304	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	304
IHFA <sup>3</sup>	2,61	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,61
<b>2018</b>	-	-	-	-	-	-	-	<b>0,56</b>	<b>0,60</b>	<b>0,65</b>	<b>-0,48</b>	<b>0,85</b>	<b>2,20</b>
% CDI	-	-	-	-	-	-	-	134%	128	120	-	173	90%
IHFA	-	-	-	-	-	-	-	0,07	0,47	2,00	0,10	0,03	9,89

	Fundo	CDI	IHFA
<b>Acum. Fdo.<sup>2</sup></b>	<b>3,89</b>	130	5,16

Atribuição de Performance - Janeiro/2019



- O Fundo é destinado a planos de previdência (PGBL ou VGBL) que buscam performance diferenciada.
- O fundo busca seguir as mesmas estratégias do fundo multimercado da Garde, respeitando as restrições legais do fundo previdenciário.