



# OS CAMINHOS DA PREVIDÊNCIA

**GARDE**

## Sumário

Foco no Estrutural, mas Atenção aos Riscos	2
Caminho Longo e Tortuoso para a Previdência	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?**  
Investimento de qualidade aqui

**ANBIMA**

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

## Foco no Estrutural, mas Atenção aos Riscos

- Dados divulgados desde a nossa última carta adicionaram incertezas ao cenário, mas os fundamentos por trás do nosso otimismo estão caminhando conforme o esperado.
- Primeiramente, no Fed, tivemos uma sinalização mais clara do fim do processo de redução do balanço ainda em 2019, além da confirmação de que o comitê não deve entregar mais altas de juros nos próximos meses.
- Adicionalmente, na China, verificamos uma aceleração significativa nas concessões de crédito já em janeiro, o que deve ser positivo para a estabilização da atividade à frente.
- Também tivemos a confirmação da trégua entre EUA e China, com a postergação da elevação das tarifas e continuidade das negociações.
- Por fim, estamos mapeando uma melhora nos dados de atividade na Europa no final do primeiro trimestre, mesmo com as incertezas em relação às eleições do Parlamento Europeu.

Desde a divulgação da nossa última carta, uma série de dados adicionaram incertezas ao cenário global. Após os atrasos gerados pelo maior *shutdown* da história americana, tivemos os números de atividade referentes ao mês de dezembro e verificamos, por exemplo, uma queda forte nas vendas no varejo (gráfico 1), aumentando preocupações com o crescimento americano.

Também observamos um salto inesperado nas exportações e importações chinesas referentes ao mês de janeiro (gráfico 2), o que contrasta diretamente com os dados de comércio dos países asiáticos, que seguiram em queda no mesmo período. Por fim, mais uma rodada de decepção nos dados de atividade na Europa em janeiro, com destaque negativo para os setores industrial alemães e italianos, indicaram um ponto de partida mais fraco do que o esperado para 2019.

Contudo, acreditamos que estes dados estejam poluídos (*shutdown*, ano novo chinês e idiosincrasias na Europa) e seguimos confiantes no nosso cenário otimista para os próximos meses, apoiado em um Fed mais *dovish*, uma estabilização da atividade na China e na Europa e em uma trégua na guerra comercial.

Primeiramente, com relação ao Fed, a ata da reunião de janeiro mostrou um consenso em torno da sinalização mais clara do fim do processo de redução de seu balanço ainda em 2019, com detalhes positivos a serem divulgados nas próximas reuniões. Também tivemos a confirmação de que o comitê não deve entregar mais altas de juros nos próximos meses, com uma parcela razoável dos membros defendendo o fim do processo de normalização de política monetária. Na nossa visão, a economia forte deve levar o Fed a entregar mais uma alta de juros ainda em 2019, mas a postura *dovish* assumida no final do ano passado deve vigorar pelos próximos meses. Uma aceleração inesperada da inflação americana poderia colocar em cheque a postura *dovish* do Fed, mas esse risco parece pequeno atualmente.

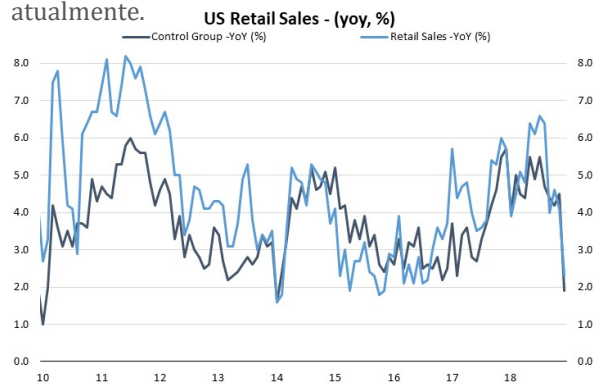


Gráfico 1: Decepção nas vendas no varejo norte-americanas em dezembro (Fonte: U.S. Census Bureau)

Adicionalmente, na China, verificamos uma aceleração significativa nas concessões de crédito já em janeiro (gráfico 3), refletindo o esforço do governo para estimular a economia. Devemos ter uma continuidade desse movimento, com os estímulos monetários contribuindo para a estabilização da economia chinesa nos próximos meses.

Também tivemos a confirmação da trégua entre EUA e China, com o anúncio de um acordo comercial envolvendo o aumento das importações chinesas de produtos norte-americanos. Além disso, o governo americano postergou a elevação das tarifas citando “progresso substancial em questões estruturais importantes, incluindo proteção à propriedade intelectual, transferência de tecnologia, agricultura, serviços, moeda e muitas outras questões”. Isso remove, pelo menos por ora, um dos principais riscos para países emergentes.

Por fim, a divulgação dos PMIs de fevereiro trouxe boas notícias para a economia da Zona do Euro (gráfico 4). Apesar de mais uma queda na abertura do setor manufatureiro (a sétima consecutiva), verificamos uma alta na abertura de serviços, puxada por altas fortes na Alemanha e na França, o que sugere robustez da demanda interna no bloco. Além disso, nosso cenário positivo para a economia chinesa nos próximos meses também deve levar a uma retomada do setor exportador alemão, contribuindo para uma retomada do crescimento a frente. Vale destacar, contudo, o elevado nível de incertezas políticas na região, que deve aumentar com a proximidade das eleições do Parlamento Europeu, em maio.

Em suma, apesar dos riscos no radar, seguimos acreditando no cenário de convergência de crescimento, com desaceleração gradual nos EUA (o suficiente para um Fed *dovish*) e estabilização na China, países emergentes e Zona do Euro.

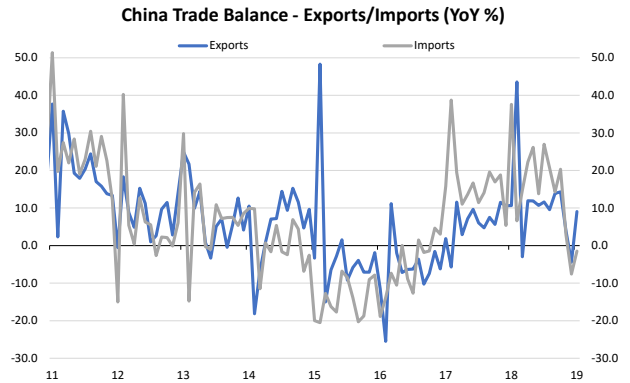


Gráfico 2: Salto inesperado nas exportações e importações chinesas em janeiro (Fonte: NBS)

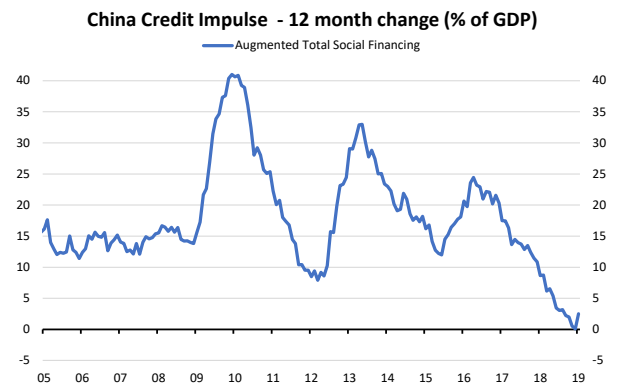


Gráfico 3: Surpresa positiva nas concessões de crédito já em janeiro (Fonte: NBS)

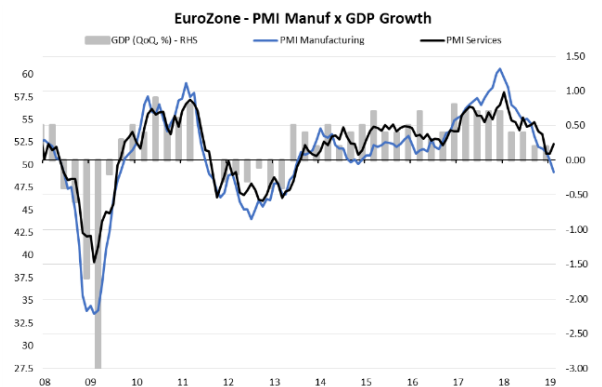


Gráfico 4: Notícias positivas nos PMIs de fevereiro (Fonte: Markit e EUROSTAT)

## Caminho Longo e Tortuoso para a Previdência

- A escolha do governo de uma nova reforma da previdência, mais abrangente e profunda do que a reforma anterior proposta pelo presidente Temer, levará a uma tramitação da previdência mais longa e volátil do que o esperado.
- Apesar do aumento das incertezas em relação à tramitação no Congresso, o ponto final deverá resultar em benefícios fiscais maiores do que o esperado anteriormente.
- Dados do PIB do último trimestre mostraram uma retomada econômica ainda gradual, levando a revisão preliminar de nosso PIB para cerca de 2% neste ano. A fraqueza recorrente da atividade traz questões sobre se é um fenômeno conjuntural ou estrutural.
- Pressões pontuais na inflação não mudam cenário benigno para o IPCA do ano, mas postergam, junto com a tramitação da previdência, a discussão sobre possíveis cortes de juros no curto-prazo. A princípio, mantemos nossa visão de juros constante ao longo do ano.

O governo Bolsonaro se deparou neste começo de mandato com um *trade-off* entre utilizar a reforma da previdência do presidente Temer – com um benefício fiscal mais contido e uma tramitação mais curta – e formular uma nova reforma mais abrangente e profunda com caminho processual no Congresso mais longo. Dada a impossibilidade revelada pelo presidente da Câmara dos Deputados de uma tramitação “*fast track*” com a reforma Temer, o governo escolheu a segunda opção que deverá levar a uma incerteza maior ao longo do rito de tramitação no Congresso e, por consequência, uma maior volatilidade. Ainda que essa tramitação seja mais lenta e tortuosa, o benefício fiscal que deverá ser obtido será significativamente maior do que o esperado para a primeira opção, levando a um ponto final melhor do que o esperado anteriormente.

Os dados do PIB divulgados referentes ao último trimestre de 2018 revelaram uma retomada econômica pós crise de 2014-16 ainda muito gradual (gráfico 5) o que nos levou a revisão do PIB para cerca de 2% neste ano. De fato, a questão que fica é em qual medida essa recuperação que continuamente tem nos surpreendido para baixo é conjuntural ou estrutural. Basicamente, o caso conjuntural seria por conta de uma sequência de choques que a economia brasileira enfrentou nos últimos anos, desde as gravações de Joesley Batista, passando pela greve dos caminhoneiros e aumento das incertezas em relação às eleições, que mantiveram as condições financeiras no campo contracionista.

Por outro lado, existe uma hipótese alternativa que dá mais peso para a contração fiscal e parafiscal que tem ocorridos nos últimos anos como o principal entrave da recuperação econômica. Essa segunda alternativa teria um caráter mais estrutural dada que as restrições fiscais deverão manter esses dois vetores no campo contracionista por um tempo significativo.

Essas hipóteses são difíceis de serem testadas por dificuldade de inseri-las nos modelos econométricos, mas teriam consequências importantes para a condução de política econômica. Isso porque se o caso estrutural de fato se sobrepôr, a continuidade da contração fiscal e parafiscal que pode demandar mais estímulos monetários.

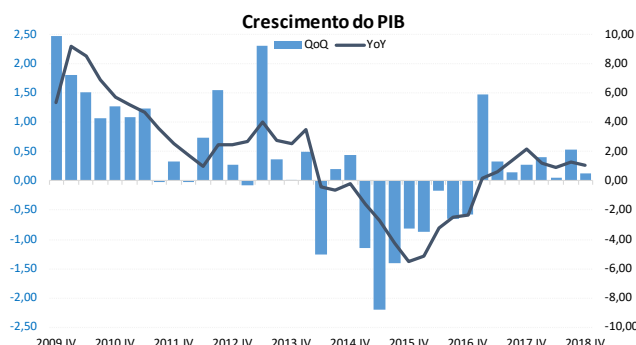


Gráfico 5 Fonte: IBGE

Nesse aspecto, vale examinar o cenário de inflação cujas pressões pontuais ajudam a postergar esse debate de novos cortes. Basicamente, vimos uma alta na inflação de serviços subjacente no começo do ano o que poderia em si representar uma ameaça para o bom cenário de inflação. No entanto, a última divulgação do IPCA e nossas projeções indicam que ao longo dos próximos meses essas pressões devem se dissipar (gráfico 6), refletindo um mercado de trabalho ainda fraco. Portanto, mantemos nossa visão de um bom cenário de inflação, o que deverá ser visto nas próximas divulgações do IPCA.

Ainda assim, mantemos a visão de que o BC deva permanecer com o juro constante ao longo do ano, mas admitimos que a discussão de possíveis cortes pode ocorrer no segundo semestre quando a autoridade monetária deverá ter maior clareza sobre a evolução da reforma da previdência, da retração dos choques inflacionários e melhor avaliação sobre a natureza da fraqueza da atividade.

Por fim, o setor externo segue sem grandes novidades, mostrando boa evolução no saldo comercial e certa volatilidade nos fluxos financeiros, o que deverá permanecer até um encaminhamento mais claro da reforma da previdência.

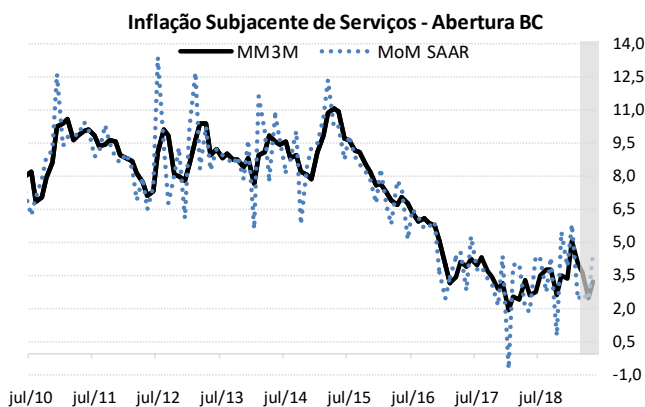
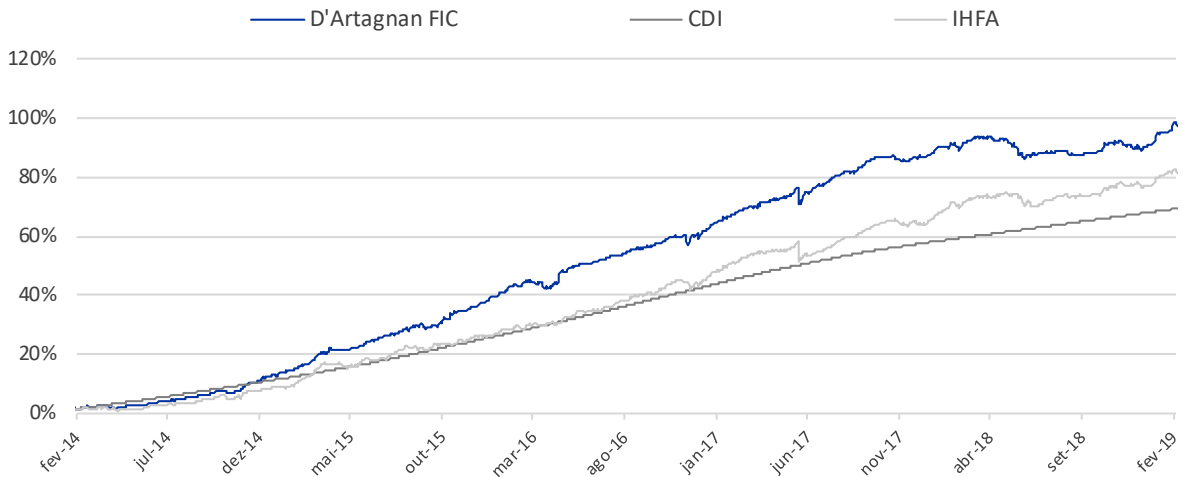
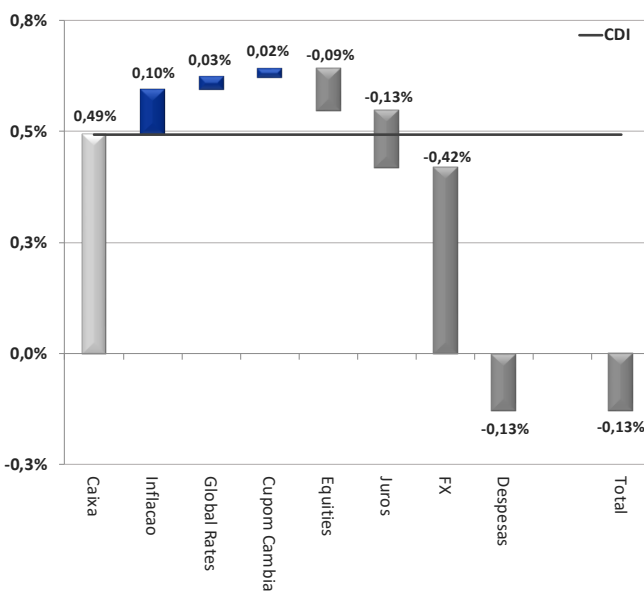


Gráfico 6 Fonte: IBGE, Garde



	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
<b>2019</b>	<b>3,49</b>	<b>-0,13</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	<b>3,36</b>
% CDI	643	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	323
IHFA	2,61	-0,23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,38
<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 – Fevereiro/19



	Fundo	% CDI	IHFA
<b>12 Meses</b>	<b>3,08</b>	48	5,61
<b>24 Meses</b>	<b>16,90</b>	106	18,73
<b>36 Meses</b>	<b>36,99</b>	115	40,12
<b>48 Meses</b>	<b>68,48</b>	137	61,23
<b>60 Meses</b>	<b>94,45</b>	142	80,35
<b>Acum. Fdo</b>	<b>98,29</b>	140	82,38