



NO RUMO CERTO



Sumário

Reavaliando a Rota, mas Mantendo o Rumo	2
Dificuldades Políticas e a Reavaliação do Trâmite da Reforma da 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.



Reavaliando a Rota, mas Mantendo o Rumo

- Desde a nossa última carta, tivemos novas decepções nos dados de atividade na Zona do Euro, a postergação do acordo comercial entre EUA e China e da resolução do *Brexit* e problemas idiossincráticos em algumas economias emergentes.
- Esses acontecimentos nos deixam mais cautelosos. Contudo, ainda acreditamos que o risco de recessão seja pequeno e que os estímulos chineses devem ajudar a estabilizar a economia global nos próximos meses. A surpresa positiva nos PMIs chineses de março corrobora essa visão.
- Adicionalmente, seguimos positivos com a economia americana e esperamos uma desaceleração apenas gradual em 2019. A postura mais *dovish* do FOMC também deve servir de suporte.

O cenário global se mostrou mais desafiador do que o imaginado ao longo do mês de março, com novas decepções nos dados de atividade global e Zona do Euro. Também tivemos mais uma postergação das negociações entre EUA e China para um acordo comercial e a novela do *Brexit* segue em aberto. Por fim, em meio a esse cenário de incerteza, tivemos problemas idiossincráticos em algumas economias emergentes, como Turquia, África do Sul, Argentina e o próprio Brasil.

Esses acontecimentos deixam claro a fragilidade do mercado no momento atual do ciclo e nos deixam mais cautelosos. Contudo, ainda acreditamos que o risco de recessão da economia global seja pequeno e que os estímulos monetários e fiscais chineses devem contribuir para a estabilização da economia global nos próximos meses.

A surpresa positiva nos PMIs chineses de março sugere que o pior em termos de desaceleração está para trás (gráfico 1). Especificamente, as aberturas dos indicadores mostram que a melhora foi puxada por novos pedidos de exportação, o que deve ter impactos positivos sobre o comércio global, preços de *commodities* e, por consequência, economias emergentes. O foco segue sobre os dados de crédito e investimento, que devem seguir acelerando.

Uma estabilização da economia chinesa e do comércio global também devem ter desdobramentos positivos para a economia europeia, uma vez que a queda na demanda externa foi a principal causa da desaceleração do ano passado (gráfico 2). Entretanto, a sequência de dados negativos que vem desde janeiro de 2018 sugere cautela adicional.

Dada essa falta de visibilidade, o Banco Central Europeu deve seguir com um discurso *dovish* por hora, conforme observamos na reunião de março. Nesse ponto, vale destacar que a fraqueza recente se concentra no setor manufatureiro, em especial o setor exportador alemão (gráfico 3), enquanto o setor de serviços já vem apresentando retomada.

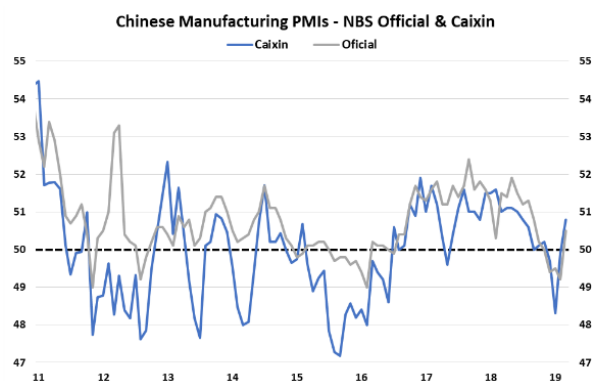


Gráfico 1: Surpresa positiva nos PMIs chineses em março (Fonte: Caixin e NBS)

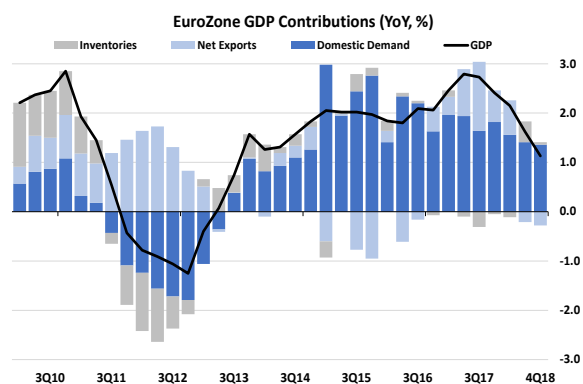


Gráfico 2: Queda nas exportações líquidas levaram à desaceleração da Zona do Euro em 2018 (Fonte: Eurostat)

Por fim, seguimos positivos com a economia americana e esperamos uma desaceleração apenas gradual do PIB em 2019. Apesar das distorções geradas pelo *shutdown*, o crescimento do primeiro trimestre deve ficar entre 1.5-2.0%, com os indicadores de confiança terminando o período num ritmo sólido. Acreditamos que a fraqueza nos dados de mercado de trabalho em fevereiro deve se mostrar temporária e que a inversão da curva de juros (com a taxa de 10 anos ficando abaixo da taxa de 3 meses pela primeira vez desde a crise) não sinaliza um aumento significativo do risco de recessão no curto prazo.

A postura ainda mais *dovish* assumida pelo FOMC na reunião de março, deixando de esperar altas na taxa de juros este ano (gráfico 4) e confirmando o fim da redução do balanço de forma ordenada, também devem servir de suporte para a economia dos EUA este ano. Na nossa visão, o FOMC deve manter esse discurso até que pressões inflacionárias comecem a aparecer de maneira mais evidente, o que não deve ocorrer por ora.

Em suma, apesar da aversão a risco observada em março, fundamentada em dados piores, acreditamos que nosso cenário relativamente benigno segue correto. Com a economia chinesa estabilizando, teremos implicações positivas para o comércio global, economias emergentes e para a Zona do Euro. Essa convergência do crescimento global, com a economia americana desacelerando de forma gradual para o potencial e bancos centrais mais cautelosos deve se mostrar positiva para economias emergentes.



Gráfico 3: PMI manufatureiro alemão no pior nível em 6 anos (Fonte: Markit)

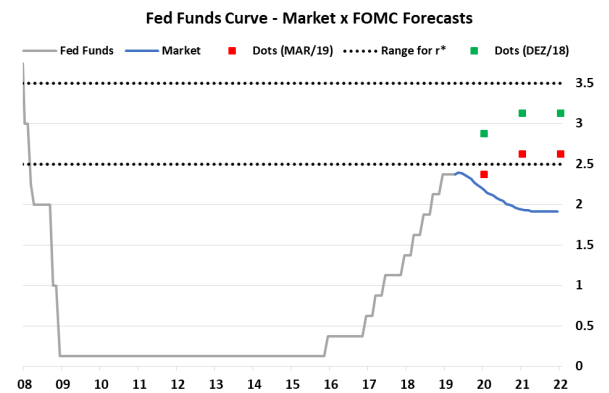


Gráfico 4: FOMC agora não vê mais altas de juros este ano (Fonte: Bloomberg, Federal Reserve)

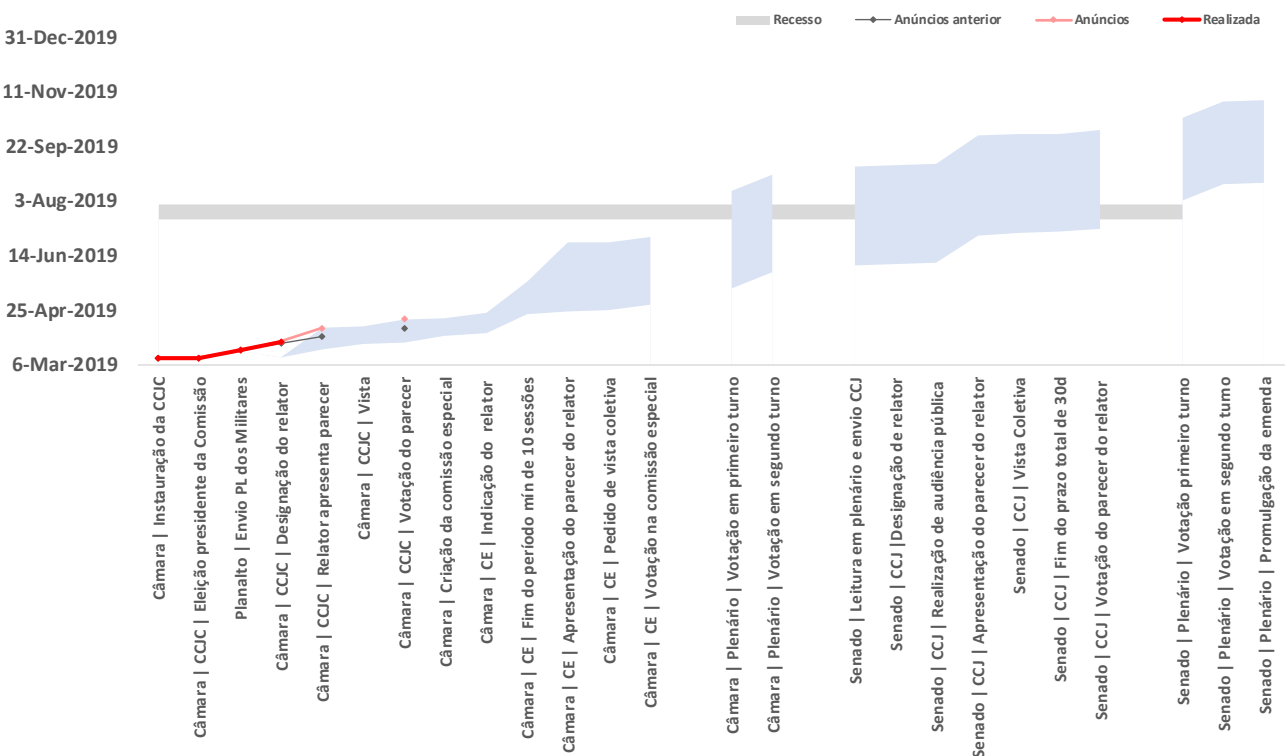
Dificuldades Políticas e a Reavaliação do Trâmite da Reforma da Previdência

- Dificuldades na articulação política deverão levar a uma tramitação mais lenta e uma maior diluição da reforma da previdência;
- Atividade segue com sinais de fraqueza e queda mais recente dos índices de confiança refletem aumento das incertezas políticas e dificultam uma recuperação mais consistente;
- Cenário de inflação segue benigno a despeito das pressões de curto-prazo. No entanto, o Banco Central tem sido claro na impossibilidade da discussão de novos cortes nas taxas de juros no curto prazo, uma vez que as incertezas seguem elevadas em relação à tramitação da reforma da previdência.
- Setor externo segue com bons fundamentos e revisamos a projeção de saldo comercial de US\$47 para US\$53 bilhões. Por outro lado, os fluxos financeiros seguem voláteis, refletindo as incertezas políticas.

O mês de março revelou uma grande dificuldade do governo na articulação política, culminando em um clima bélico entre o executivo e legislativo e postergando o primeiro passo do trâmite da reforma da previdência no Congresso que era a formação da CCJ (Comissão de Constituição e Justiça). Mais recentemente, já notamos movimento de pacificação na relação entre os dois poderes e acreditamos que a aprovação na CCJ deva ocorrer sem grandes sobressaltos.

Ainda assim, acreditamos que as dificuldades na articulação do governo permanecerão no decorrer da tramitação, o que tem sido reforçado pelos movimentos pendulares do presidente em relação ao Congresso. Ainda assim, as condições básicas para a reforma da previdência continuam presentes (apoio da opinião pública e conscientização da classe política) e reforçamos nossa expectativa de aprovação da reforma neste ano.

Gráfico 5 Expectativa de tramitação da reforma da previdência no Congresso Fonte: Garde



No entanto, readequamos nossas expectativas e esperamos uma tramitação mais longa e com maior diluição, isto é, postergamos a aprovação da reforma da previdência para meados de agosto, após o recesso parlamentar, e antevemos uma economia nos próximos 10 anos de cerca de R\$ 650 bilhões.

Os dados de atividade econômica seguem dando sinais de fraqueza, o que tem suscitado revisões baixistas para o PIB esperado neste ano, de tal forma que nossa projeção agora está em 1.8% de crescimento. Vale lembrar que esta projeção ainda incorpora um crescimento forte para o segundo semestre, quando esperamos que boa parte das incertezas políticas já tenha se dissipado assim como os efeitos dos choques nas condições financeiras do ano passado. Mais recentemente, no entanto, chama a atenção que os primeiros sinais dos índices de confiança relativos a março não têm sido animadores (gráfico 6), com quedas generalizadas na margem provavelmente em reação à piora do ambiente político.

Do lado da inflação, seguimos otimistas com o cenário prospectivo a despeito de pressões pontuais de alimentação e combustíveis que têm perdurado mais do que esperado. Nosso otimismo segue baseado no comportamento favorável da inflação subjacente que assim deve permanecer em reação à fraqueza da atividade que temos visto recentemente.

Em relação à política monetária, a autoridade monetária deixou claro a necessidade de mais tempo para que haja redução das incertezas em relação à tramitação da reforma da previdência e possamos ter um melhor diagnóstico em relação à debilidade da recuperação econômica, conforme discutimos com mais detalhes na nossa última Carta Mensal.

Ainda, tanto as projeções dos modelos do BC como as expectativas de mercado encontram-se em grande medida ancoradas e não mostram espaço para a discussão de cortes no curto prazo.

Portanto, nosso cenário base é de manutenção da taxa de juros em 6.5% até o final de 2019. No entanto, no segundo semestre, com a aprovação da reforma da previdência e o questionamento sobre uma recuperação da atividade mais gradual, podemos reviver o debate sobre a possibilidade de uma flexibilização monetária adicional.

Por fim, seguimos sendo surpreendidos positivamente com a evolução da balança comercial o nos levou a revisar nossa estimativa de saldo para US\$ 53 bilhões neste ano e para 1.2% de déficit em conta corrente. Essas novas projeções reforçam os bons fundamentos das contas externas, ainda que os fluxos financeiros se mantenham voláteis com as incertezas relacionadas à reforma da previdência.

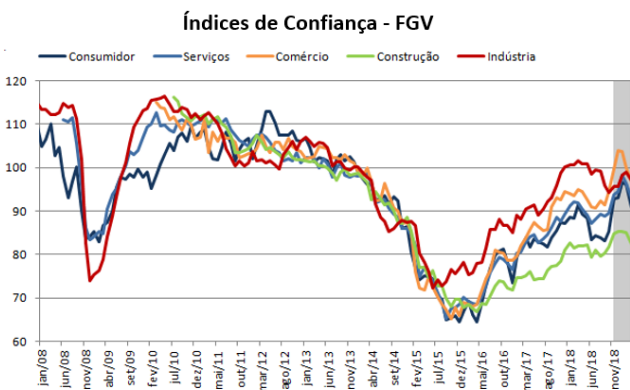
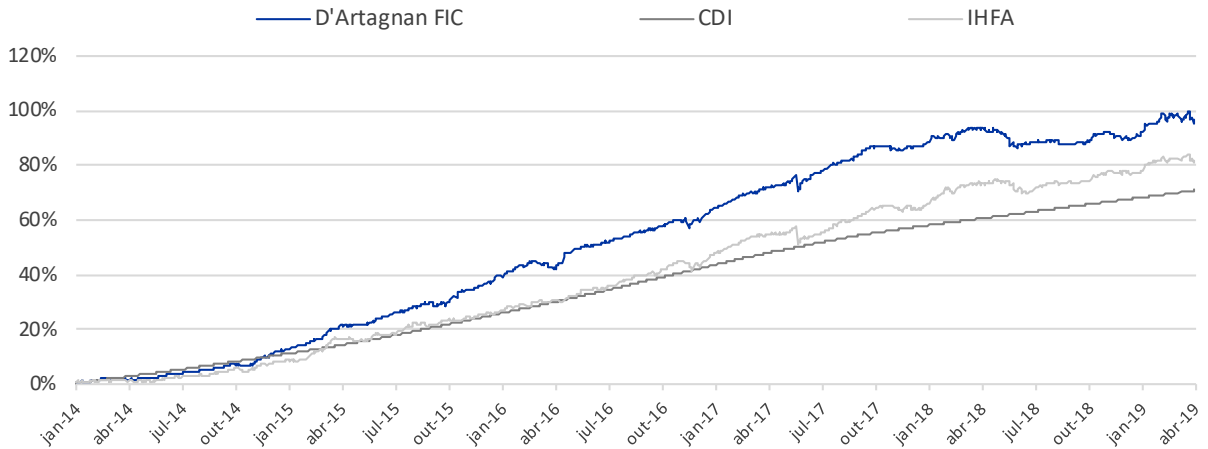
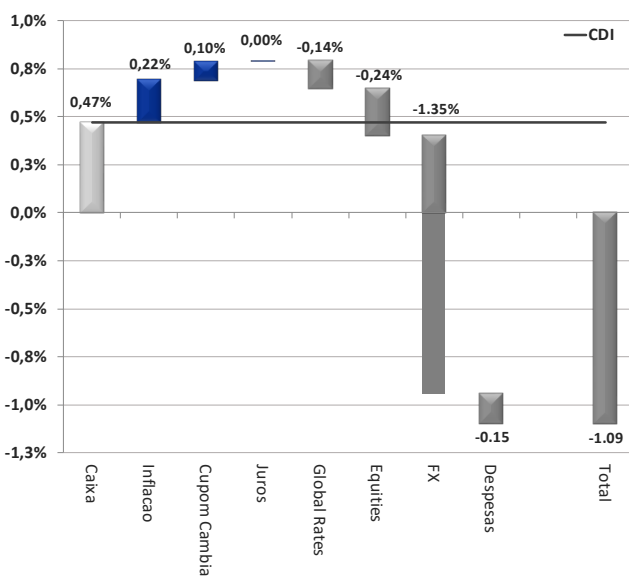


Gráfico 6 Fonte: FGV



	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2019	3,49	-0,13	-1,09	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,23
% CDI	643	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	147
IHFA	2,61	-0,23	-0,35	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,02
2018	1,33	0,72	0,76	-0,78	-2,97	0,93	0,11	-0,51	0,64	1,61	-1,08	1,11	1,78
% 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
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	-	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	-	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 – Março/19



	Fundo	% CDI	IHFA
12 Meses	1,19	19	4,99
24 Meses	14,13	92	17,38
36 Meses	37,62	120	38,72
48 Meses	61,22	124	56,05
60 Meses	93,57	142	79,97
Acum. Fdo.¹	96,12	136	81,74