



A HORA E A VEZ DA REFORMA DA PREVIDÊNCIA

GARDE

Sumário

Cortes preventivos e trégua na guerra comercial	2
Previdência: Não mais questão de “se”, mas uma questão de “quando”	4
Performance D’Artagnan	6
Performance Aramis Previdência	7
Performance Athos Long Biased	8

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.



Cortes Preventivos e Trégua na Guerra Comercial

- A postura mais acomodatória assumida pelo *Federal Reserve* (Fed) veio acompanhada de um tom otimista em relação à economia, apesar do aumento dos riscos. Esperamos dois cortes já no segundo semestre, provavelmente em julho e setembro.
- Essa mudança na postura do Fed deve ter implicações sobre os outros bancos centrais, aumentando a chance de uma nova rodada de flexibilização monetária ao redor do mundo.
- Adicionalmente, a trégua na guerra comercial anunciada na reunião do G20 afastou temporariamente o risco de novas tarifas.
- Em suma, os acontecimentos desde a nossa última carta apontam para um interregno benigno. Contudo, os riscos ligados à desaceleração da economia global e a uma nova escalada na guerra comercial devem permanecer no radar.

Em sua reunião de junho, o *Federal Reserve* assumiu uma postura acomodatória, com as projeções dos membros para a taxa de juros apontando para cortes nas próximas reuniões (tabela 1). Essa mudança, contudo, veio acompanhada de um tom ainda otimista em relação à economia, apesar do aumento dos riscos relacionados ao comércio global e inflação baixa. Acreditamos que o FOMC esteja iniciando um ciclo de cortes preventivos, como destacado por Richard Clarida (vice-presidente do Fed) em abril, com o intuito de prolongar a expansão econômica e garantir a convergência da inflação. A retomada do ritmo forte de contratações no último relatório de mercado de trabalho corrobora essa visão. Esperamos dois cortes na taxa básica no segundo semestre, nas reuniões de julho e setembro.

Vale destacar, no entanto, que historicamente o Fed não teve sucesso na implementação de um *soft landing* (convergência do crescimento para o potencial, sem gerar uma recessão), e que o ponto atual do ciclo americano, com desemprego no nível mais baixo desde a década de 1960, dificulta ainda mais a situação atual. Portanto, o manejo de política monetária nos próximos meses será especialmente relevante.

Essa mudança na postura do Fed também deve ter implicações para os outros bancos centrais, aumentando a chance de mais uma guinada de política monetária acomodatória pelo mundo.

Nessa linha, já tivemos cortes em alguns bancos centrais (como Austrália, Nova Zelândia, Rússia e Chile) e uma postura mais acomodatória por outros.

% Rate	2019		2020		2021		Longer Term	
	Mar	Jun	Mar	Jun	Mar	Jun	Mar	Jun
3.625	-	-	-	-	1	-	-	-
3.500	-	-	-	-	-	-	1	-
3.375	-	-	1	-	1	-	-	-
3.250	-	-	-	-	-	-	1	2
3.125	-	-	2	1	1	1	-	-
3.000	-	-	-	-	-	-	4	2
2.875	2	-	3	-	4	1	-	-
2.750	-	-	-	-	-	-	4	3
2.625	4	1	4	2	5	3	-	-
2.500	-	-	-	-	-	-	6	8
2.375	11	8	7	5	5	5	-	1
2.250	-	-	-	-	-	-	-	-
2.125	-	1	-	2	-	2	-	-
2.000	-	-	-	-	-	-	-	-
1.875	-	7	-	7	-	5	-	-
1.750	-	-	-	-	-	-	-	-
1.625	-	-	-	-	-	-	-	-
1.500	-	-	-	-	-	-	-	-

Tabela 1: Membros do FOMC revisaram expectativas para baixo
(Fonte: *Federal Reserve*)

Até mesmo o Banco Central Europeu (BCE), que possui pouco espaço para estimular a economia, anunciou que pode implementar cortes novamente (mesmo com a taxa de depósitos já em -0.40% - gráfico 1) e até voltar com o *Quantitative Easing* (que terminou na virada do ano).

Na reunião do G20 tivemos o anúncio de uma trégua na guerra comercial entre China e EUA, com o governo americano postergando por tempo indeterminado o aumento de tarifas no restante de importações provenientes da China. Adicionalmente, o presidente americano Donald Trump também deu sinal verde para empresas americanas voltarem a comprar produtos da gigante chinesa Huawei, em um gesto de boa vontade. Os detalhes de um acordo ainda não foram anunciados e a reação dessa trégua dentro dos EUA ainda é uma incógnita. Contudo, acreditamos que os incentivos políticos de ambos os lados devem levar a um arrefecimento do risco de uma nova escalada, pelo menos no curto prazo.

Apesar dessa melhora em termos de liquidez promovida pelas autoridades monetárias e redução dos riscos comerciais, ainda observamos uma deterioração nos dados globais, com o PMI Global caindo para baixo de 50 pontos pela primeira vez desde 2015 (gráfico 2). Será importante acompanhar os desenvolvimentos nos próximos meses para verificar se essa melhora na percepção de risco vai se traduzir em uma retomada dos dados de atividade.

Em suma, uma nova rodada de estímulos por parte dos bancos centrais (encabeçados pelo próprio Fed) e o arrefecimento dos riscos de guerra comercial apontam para um interregno benigno para economias emergentes e ativos de risco em geral.

Nesse sentido, posições compradas em moedas e aplicadas em taxas de juros de países com histórias idiossincráticas positivas devem oferecer bons retornos. Contudo, os riscos ligados à desaceleração da economia global e a uma nova escalada na guerra comercial devem permanecer no radar.

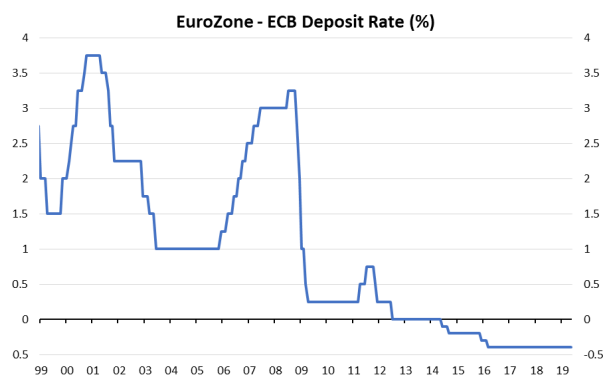


Gráfico 1: Taxa de juros já é negativa na Zona do Euro (Fonte: ECB)

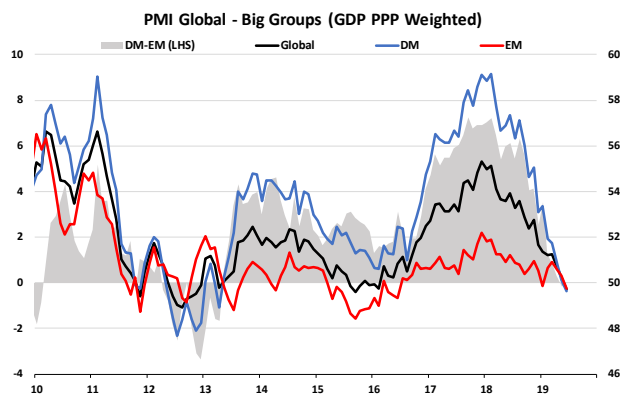


Gráfico 2: PMI Global caindo para patamar de contração (Fonte: Diversas)

Previdência: Não mais questão de “se”, mas uma questão de “quando”

- Reforma da previdência avança no Congresso e poderá ser aprovada na Câmara antes do recesso;
- Atividade econômica segue fraca, em linha com nossa projeção de crescimento de 0,7% de PIB para este ano;
- Cenário de inflação segue benigno e expectativas começaram a cair, revelando espaço para o corte de, ao menos, 100 pontos na taxa Selic no segundo semestre;
- Efeitos da queda do diferencial de juros segue impactando o balanço de pagamentos e o mercado cambial brasileiro.

No cenário político, seguimos otimistas com a aprovação da reforma da previdência, que se tornou não mais uma questão de “se” vai ser aprovada, mas sim uma questão de “como” e “quando”. Nesse sentido, o “como” tem nos surpreendido positivamente com a construção de uma reforma ainda mais robusta, devendo totalizar uma economia ao redor de R\$ 800 bilhões ao fim do processo. No entanto, o “quando” segue como a maior indefinição do cenário, mas recentemente as indicações caminharam para a votação na Câmara aconteça antes do recesso parlamentar. A despeito do cronograma de votação, vale ressaltar que o pano de fundo segue muito positivo com a provável aprovação da reforma.

No lado econômico, mantemos nossa visão de atividade ainda fraca no curto prazo (gráfico 3), o que tem sido reforçado pelos dados do segundo trimestre divulgados até agora. Essa fraqueza dos dados reforça nossa expectativa de 0,7% de PIB para este ano. Vale lembrar, no entanto, que essa projeção incorpora uma recuperação gradual da atividade com a melhora da confiança pós reforma da previdência (gráfico 4), além do efeito defasado da melhora das condições financeiras e da recuperação do crédito que já está ocorrendo.

Em relação à inflação, seguimos vendo a descompressão dos choques de alimentação e combustíveis que deverá ser acompanhada de melhora adicional na inflação subjacente (núcleos e serviços).

Essa dinâmica de curto prazo aliada ao ambiente de atividade fraca e hiato aberto deverá permitir que o processo de revisão baixista nas projeções do mercado continue. Vale lembrar que mantemos nossa expectativa de inflação em 3.50% tanto para 2019 quanto para 2020.

Índice de difusão da atividade: 156 indicadores

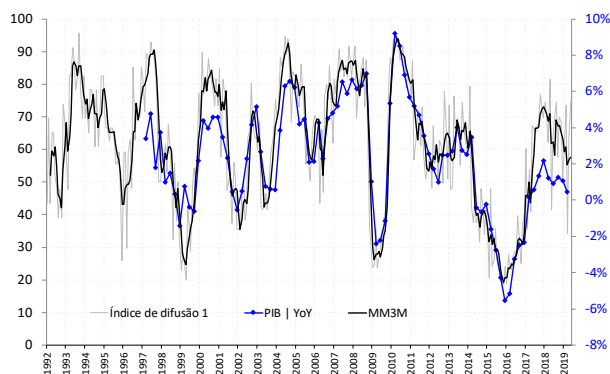


Gráfico 3: Atividade ainda fraca no curto prazo.

Elaboração Garde - Fonte: Diversas

Nossos modelos proprietários e os modelos do Banco Central já mostram espaço para corte de pelo menos 100 pontos na Selic (gráfico 5) – com dois cortes de 50bps a partir de julho, após a votação da reforma da previdência na Câmara dos Deputados. No entanto, a depender da evolução da economia, antevemos a possibilidade da continuidade de um ajuste fino na Selic com mais dois cortes de 25. Neste cenário alternativo, veríamos uma taxa final da Selic em 5.0%.

Do lado das contas externas, seguimos vendo efeitos da queda do diferencial de juros sobre nosso balanço de pagamentos e mercado de câmbio. O movimento mais emblemático desse processo vem da baixa taxa de rolagem dos empréstimos e títulos no exterior (gráfico 6), o que revela que as empresas estão amortizando suas dívidas externas e trocando por endividamento doméstico. Esse movimento, ainda que pressione a taxa de câmbio no curto-prazo, traz consequências positivas no médio e longo prazo para nosso balanço de pagamentos, o que reforça a robustez das nossas contas externas.

Este cenário construtivo em que a reforma da previdência é aprovada, possibilitando redução de taxa básica de juros e retomada gradual da atividade econômica com inflação baixa, possibilita a continuidade da apreciação da bolsa e do câmbio, com algum espaço para queda na curva de juros.

Evolução do PIB

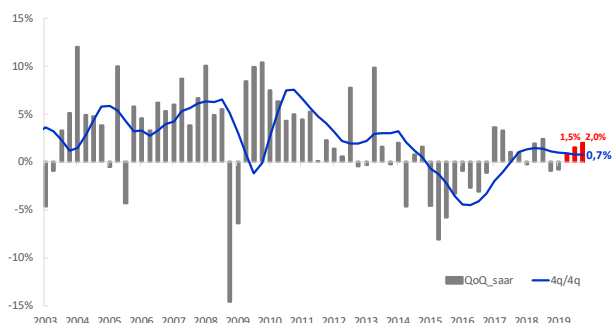


Gráfico 4: Fonte: IBGE

Taylor Rule Brazil



Gráfico 5: Modelos proprietários mostram espaço para corte de pelo menos 100 bps. Fonte: BCB

Fluxos de Empréstimos e Títulos no exterior

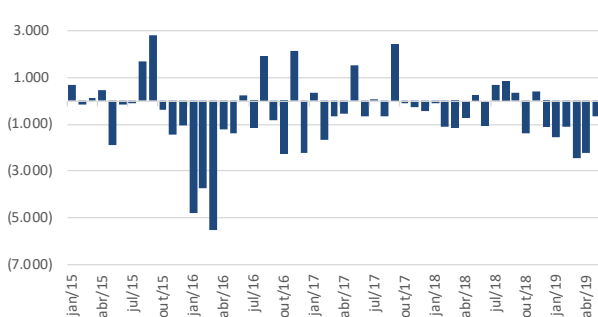
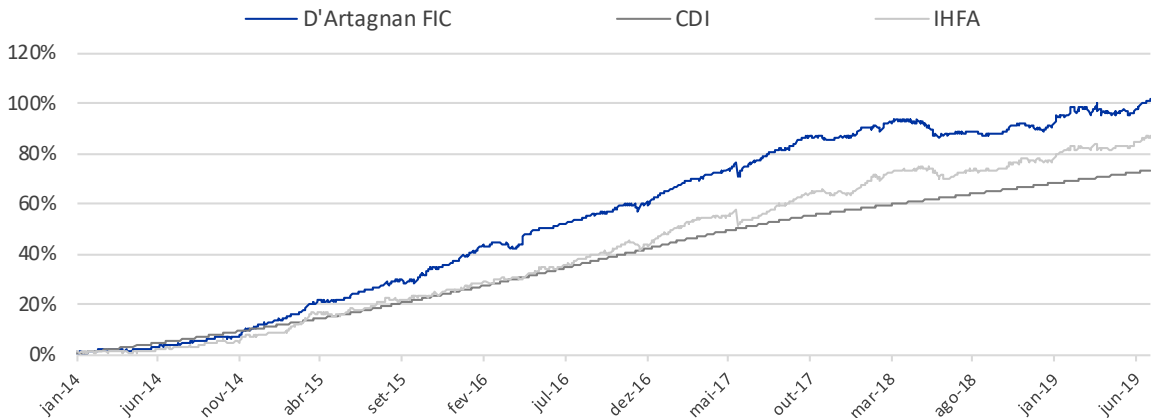
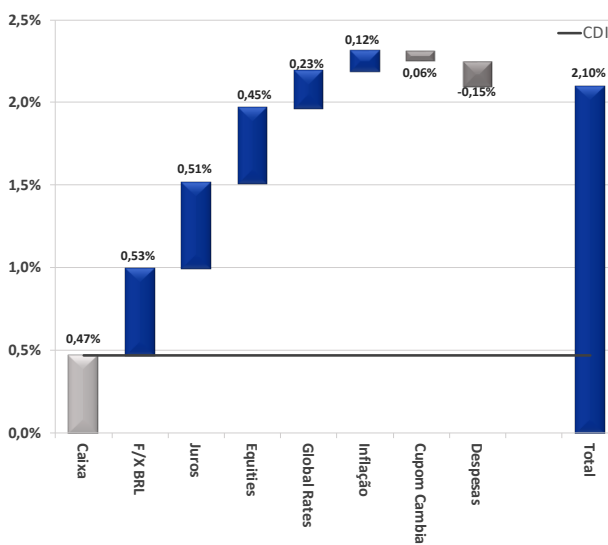


Gráfico 6: Baixa taxa de rolagem dos empréstimos e títulos no exterior. Fonte: BCB



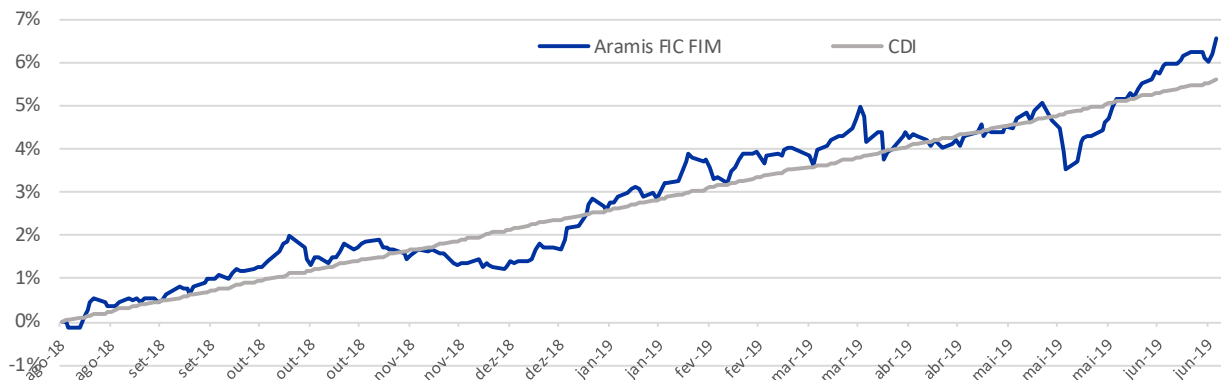
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2019	3,49	-0,13	-1,09	0,33	0,41	2,10	-	-	-	-	-	-	5,15
% CDI	643	-	-	65	76	447	-	-	-	-	-	-	168
IHFA	2,61	-0,23	-0,20	0,52	0,93	1,51	-	-	-	-	-	-	4,80
2018	1,33	0,72	0,76	-0,78	-2,97	0,93	0,11	-0,51	0,64	1,61	-1,08	1,11	1,78
% CDI	227	155	143	-	-	179	21	-	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 – Junho/19



	Fundo	% CDI	IHFA
12 Meses	7,26	114	9,66
24 Meses	13,58	95	20,90
36 Meses	32,79	113	37,88
48 Meses	60,19	128	58,04
60 Meses	93,96	146	82,41
Acum. Fdo.³	101,73	138	87,46

1 Data início fundo: 06/12/2013
Rentabilidade até 28/06/2019

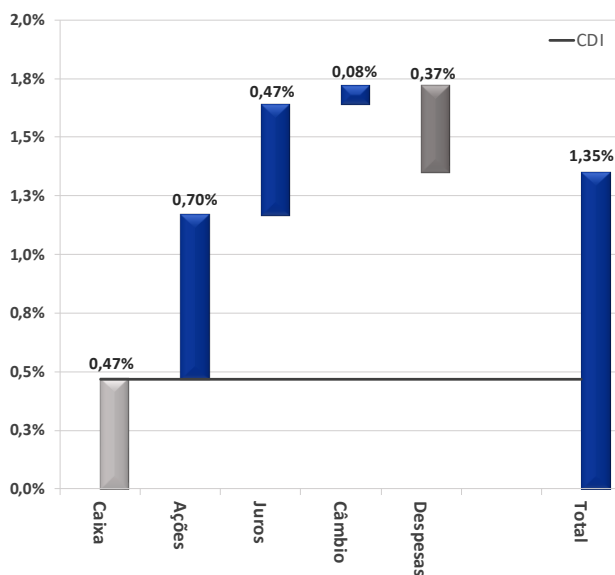


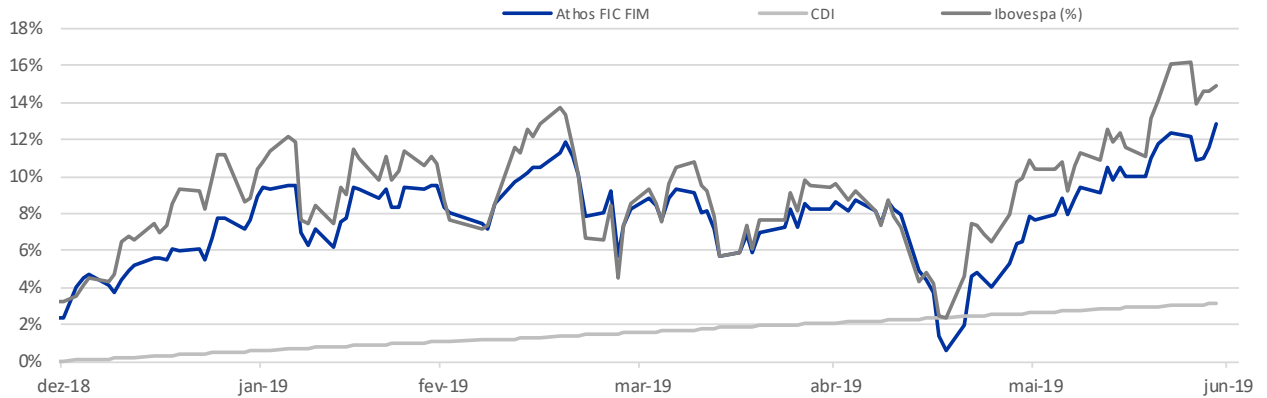
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2019	1,65	0,12	-0,03	0,54	0,58	1,35	-	-	-	-	-	-	4,27
% CDI	304	24	-	104	107	289	-	-	-	-	-	-	139
2018	-	-	-	-	-	-	-	0,56	0,60	0,65	-0,48	0,85	2,20
% CDI	-	-	-	-	-	-	-	134	128	120	-	173	90

	Fundo	CDI
Acum. Fdo. ²	6,56	117

1 Data início fundo: 08/08/2018
Rentabilidade até 28/06/2019

Atribuição de Performance – Junho/19





	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum. Fdo. ¹
2019	6,86	-0,95	-0,14	0,39	-0,92	4,81	-	-	-	-	-	-	10,20	12,81
% CDI	1.264	-192	-29	75	-169	1.026	-	-	-	-	-	-	332	407
Ibovespa (%)	10,82	-1,86	-0,18	0,98	0,70	4,06	-	-	-	-	-	-	14,88	18,60

¹ Data início fundo: 26/12/2018
Rentabilidade até 28/06/2019

Atribuição de Performance – Junho/19

