



## AUMENTA O RISCO DE UMA RECESSÃO GLOBAL

**GARDE**

### Sumário

Guerra Comercial, Bancos Centrais e o Ciclo Econômico	2
A Depreciação Cambial Não Muda Nossa Visão Benigna do Cenário Doméstico	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](http://www.garde.com.br).



## Guerra Comercial, Bancos Centrais e o Ciclo Econômico

- A escalada rápida na guerra comercial levou a uma reprecificação nas curvas de juros (com taxas testando níveis ainda mais baixos), queda nas bolsas globais e o fortalecimento do dólar de forma geral.
- Esse novo choque de confiança deve ter efeito negativo sobre o crescimento global, aumentando o risco de uma recessão e levando os bancos centrais a implementarem mais medidas de estímulos.
- A grande dúvida é se o choque comercial será suficiente para empurrar a economia global para uma recessão ou se as autoridades conseguirão evitar esse cenário negativo. Ainda trabalhamos com um cenário de desaceleração da economia mundial, evitando no curto prazo um cenário recessivo.
- Também em agosto, tivemos uma surpresa nas eleições primárias na Argentina, o que contribuiu para a performance ruim de ativos emergentes.

O mês ficou marcado pela escalada rápida das tensões comerciais, primeiro com o presidente Trump (que anunciou unilateralmente 10% de tarifas em US\$300bi de produtos chineses), depois com a resposta do governo chinês (retaliando com tarifas sobre produtos agrícolas e petróleo). Com isso, tivemos uma reprecificação das curvas de juros globais, com taxas testando níveis ainda mais baixos (gráfico 1), queda nas bolsas e o fortalecimento do dólar de forma geral. Apesar da retomada das negociações entre as duas partes, esse ambiente de incerteza deve persistir por mais tempo.

Esses novos choques devem impactar o comércio global, prejudicando o setor manufatureiro, que já está fragilizado pelas rodadas anteriores de tarifas. E essa deterioração adicional, por sua vez, contribui para o aumento do risco de uma recessão global. Nesse contexto, acreditamos que teremos uma resposta efetiva das autoridades do lado monetário (Fed, ECB, PBoC e outros bancos centrais, inclusive em países emergentes) e até mesmo do lado fiscal (na China e mesmo na Alemanha).

No caso dos EUA, acreditamos que o Fed deve seguir com o ciclo de cortes iniciado na sua última reunião. A queda recente do ISM para patamar de contração (gráfico 2) e a queda no ritmo de geração de vagas, indicam que o país não está isolado dos efeitos da guerra comercial e deve se mostrar suficiente para convencer os membros mais *hawks* dentro do comitê da necessidade de mais estímulos.

Esperamos mais um corte já na reunião do dia 18 de setembro, com uma probabilidade alta de mais dois cortes ainda em 2019. Atualmente, dada a divergência de opiniões dentro do comitê, acreditamos que a probabilidade de um corte de 0,50% ainda seja pequena.

No caso europeu, o maior grau de abertura comercial deixa a economia mais fragilizada, como fica claro pelo desempenho recente do PIB alemão. Dessa maneira, acreditamos que o ECB deve corroborar as expectativas do mercado e entregar um pacote robusto, com cortes de juros, mudança na sinalização e a volta do programa de compra de ativos. Discussões sobre estímulos fiscais também estão começando a ganhar corpo na região, em especial na Alemanha (onde há espaço e necessidade).

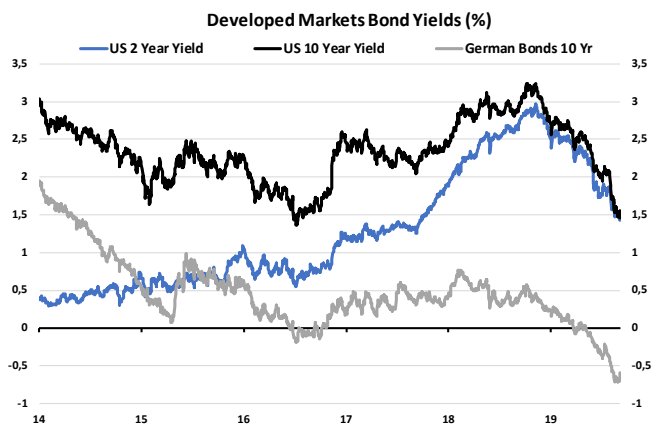


Gráfico 1: Taxas de juros testando níveis ainda mais baixos (Fonte: Bloomberg)

Também esperamos uma resposta mais concreta do governo chinês (conforme sinalizado recentemente), na forma de estímulos monetários, aumento de gastos públicos com infraestrutura e cortes de impostos. Outros países devem seguir a mesma linha, enquanto o crescimento global ainda não apresenta uma retomada, num movimento que deve manter as taxas de juros globais a em níveis historicamente baixos.

Em suma, os choques observados ao longo do mês de agosto contribuíram para um ambiente de incerteza, com impactos negativos sobre o crescimento. A grande dúvida é se isso será suficiente para empurrar a economia global para uma recessão ou se as autoridades conseguirão evitar esse cenário negativo. Com o desempenho robusto do consumo e do setor de serviços, ainda trabalhamos com um cenário de desaceleração da economia mundial, evitando no curto prazo um cenário recessivo.

Por fim, vale lembrar que, também em agosto, tivemos a surpresa nas eleições primárias na Argentina, com Alberto Fernandez (cuja vice é Cristina Kirchner) conseguindo mais de 47% dos votos (suficiente para uma vitória no 1º turno). Isso também contribuiu para a performance ruim dos ativos emergentes durante com mês, com o peso argentino se desvalorizando mais de 26% desde então (gráfico 3). Apesar de menos sistêmico do que a guerra comercial, esse evento na Argentina contribuiu para a persistência de um ambiente de incerteza global.

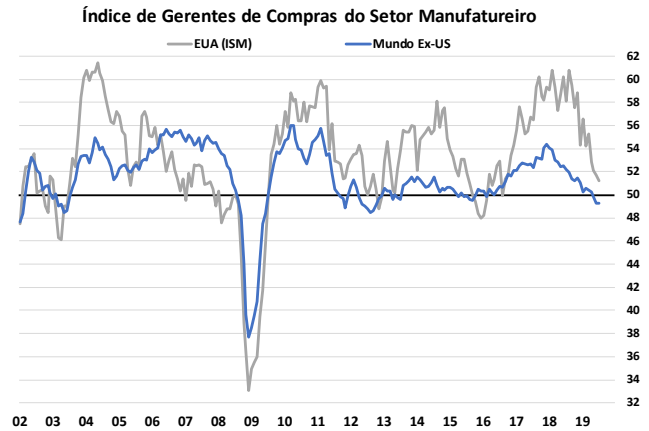


Gráfico 2: Manufatura deve sofrer mais (Fonte: Markit, ISM)



Gráfico 3: Peso argentino se desvalorizando depois das eleições primárias (Fonte: Bloomberg)

## A Depreciação Cambial Não Muda Nossa Visão Benigna do Cenário Doméstico

- A despeito dos diversos ruídos políticos, a agenda econômica do governo segue avançando e mantemos nosso otimismo com o cenário prospectivo;
- PIB do 2º trimestre foi melhor do que o esperado, mas dados mais recentes seguem reafirmando caráter gradual da retomada econômica;
- Depreciação da taxa de câmbio não deverá mudar viés acomodatório do Banco Central, uma vez que o repasse cambial segue contido e núcleos com comportamento favorável;
- Efeitos externos impactaram a taxa de câmbio, no entanto ainda esperamos que a cotação do BRL deva se acomodar abaixo de R\$/US\$ 4.

No lado político, mantemos a estratégia de separar os ruídos advindos do governo federal e a agenda econômica posta em prática pela equipe do ministro Paulo Guedes e que tem sido, em grande medida, bem recebida pelo Congresso Nacional. Nesse aspecto, além da aprovação de uma reforma da previdência melhor do que inicialmente esperada, reforçamos a extensa agenda econômica prospectiva que já começa a avançar no Congresso (figura 1). No mais, temos notado um aumento dos ruídos referentes às restrições impostas pelo Teto de Gastos. Ainda assim, vemos com bons olhos que essas restrições estejam suscitando, por parte do governo, discussões de como endereçar o crescimento dos gastos obrigatórios em detrimento a uma flexibilização do teto fiscal em si. Dessa maneira, mantemos nossa visão positiva para o cenário prospectivo.

Do lado econômico, tivemos uma boa surpresa vinda da divulgação do PIB do segundo trimestre (gráfico 4) que, além de ter sido mais forte do que esperávamos (0,4% QoQ contra projetado de 0,2% QoQ), também mostrou uma composição mais favorável, principalmente no que diz respeito à evolução mais consistente dos investimentos. Por outro lado, os dados para o 3º trimestre têm reduzido o otimismo causado pelos dados do trimestre anterior, principalmente quando olhamos para a evolução anêmica da produção industrial indústria. Desta maneira, acreditamos que essa desaceleração notada no 3º trimestre corrobora nossa visão de retomada gradual da atividade e reforça nossa projeção de PIB de 0,8% em 2019 e 2,0% em 2020.

Figura 1: Fonte: Garde

Medidas	Andamento
Cadastro Positivo	Aprovada
Capital estrangeiro nas companhias aéreas	Aprovada
MP das Fraudes	Aprovada
MP da Liberdade Econômica	Aprovada
Reforma da previdência	Aprovada na Câmara. A ser votada na CCJ do Senado
Cessão Onerosa	PEC Aprovada no Senado. Enviada para a Câmara
Agenda BC+ e BC#	Em andamento
Privatizações e concessões	Em andamento
MP do Saneamento	Em andamento
MP do FGTS	Enviada ao Congresso
Reforma da Previdência dos E&M	Mudar via Senado. Está no parecer do relator
Independência do BC	Em andamento
Simplificação Tributária	MP ou Lei Ordinária
Reforma Tributária	Comissão Especial
Reforma Administrativa	Lei Ordinária
Abertura Comercial	Em andamento
Nova Regulação do Mercado de Gás	Em andamento
Nova Lei das Teles	Em andamento

A despeito da depreciação cambial vista recentemente, seguimos muito otimistas com a evolução da inflação. Esse otimismo, mesmo num ambiente de depreciação cambial, reflete uma redução da taxa de repasse cambial ocorrida nos últimos anos (gráfico 5) e os baixos níveis da inflação subjacente, refletindo um hiato ainda muito aberto. Dessa maneira, nossa projeção para o IPCA de 2019 e 2020 segue abaixo do mercado, com ambos anos em 3,4% (gráfico 6). Acreditamos que o BC deverá continuar o processo de flexibilização monetária, chegando em 4,5% de Selic, condicional à estabilização da cotação da taxa de câmbio ao redor de R\$/US\$ 4,00.

A taxa de câmbio tomou dois choques ao longo do último mês, o primeiro vindo do movimento de dólar forte no mundo, oriundo do recrudescimento da guerra comercial e o segundo por um efeito contágio das eleições na Argentina. No entanto, nossos modelos (gráfico 7) indicam certo exagero nesse movimento que deverá se dissipar ao longo do tempo e, portanto, mantemos nossa projeção de final de ano em R\$/US\$ 3,90.

PIB (% QoQ anualizado)

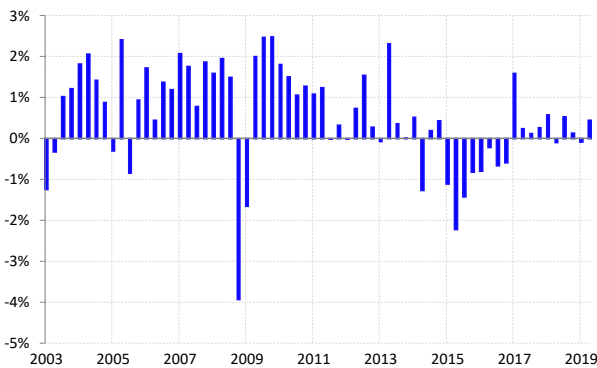


Gráfico 4: Fonte: IBGE

IPCA YoY

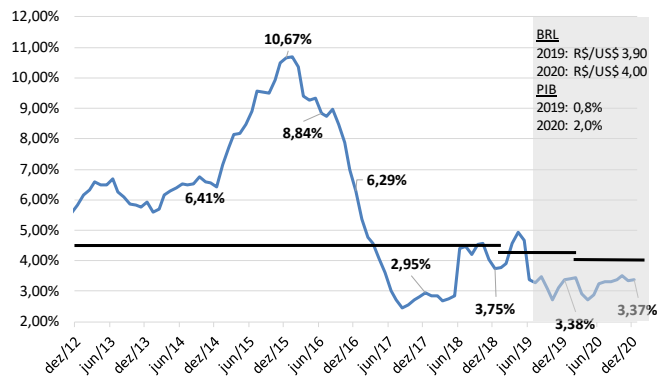


Gráfico 6: Fonte: IBGE e Garde

Repasse da taxa de câmbio para o IPCA

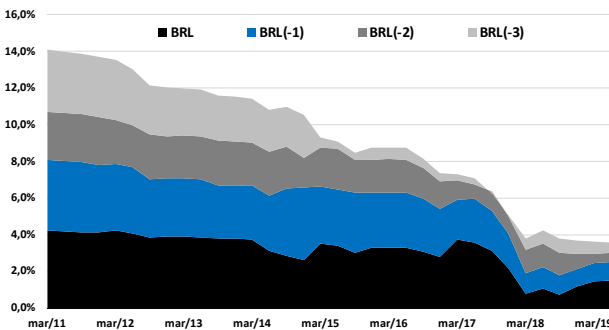


Gráfico 5: Fonte: Garde

Modelo BRL - vs EM e ARS

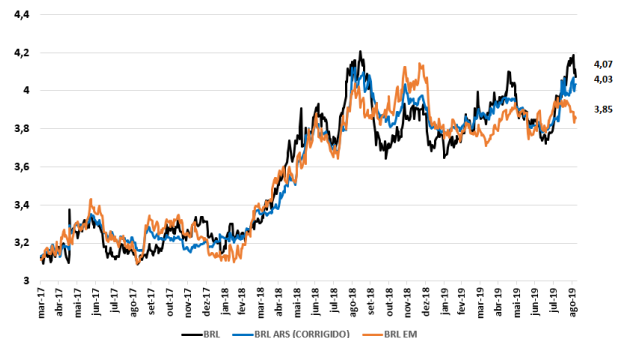
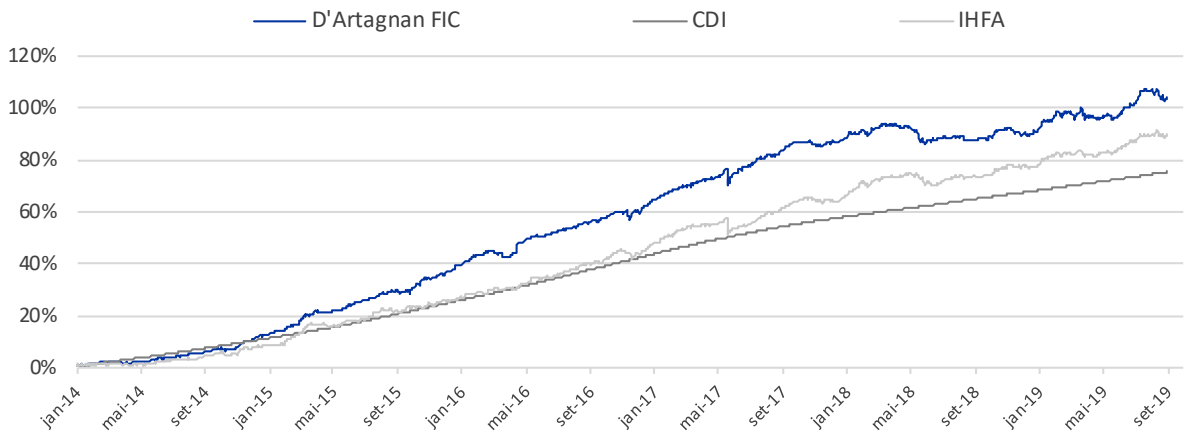
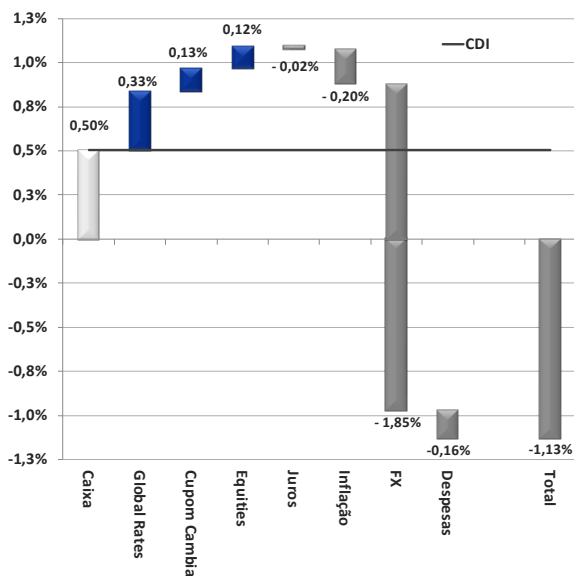


Gráfico 7: Fonte: Bloomberg e Garde



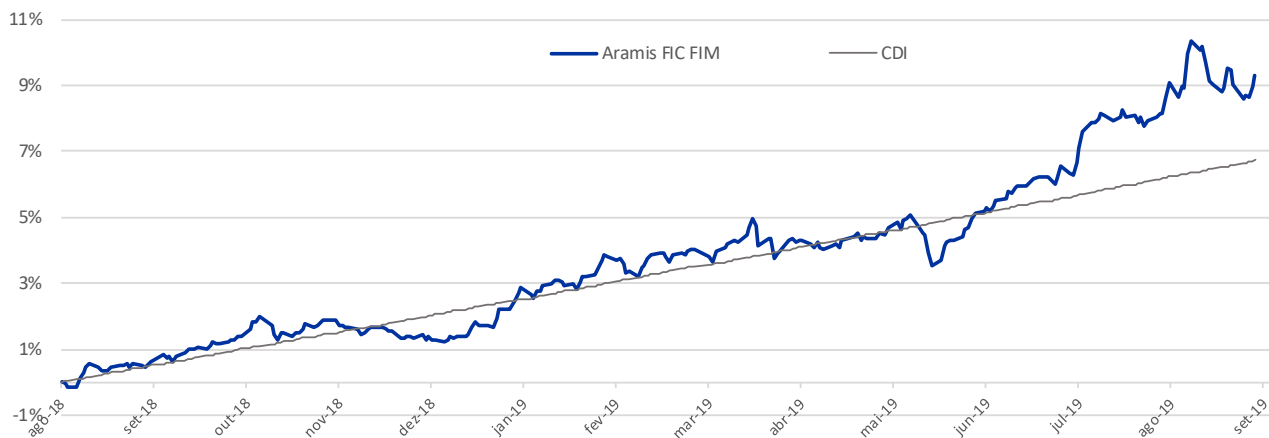
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
<b>2019</b>	<b>3,49</b>	<b>-0,13</b>	<b>-1,09</b>	<b>0,33</b>	<b>0,41</b>	<b>2,10</b>	<b>2,25</b>	<b>-1,13</b>	-	-	-	-	<b>6,30</b>
% CDI	643	-	-	65	76	447	396	-	-	-	-	-	151
IHFA <sup>2</sup>	2,61	-0,23	-0,20	0,52	0,93	1,51	0,85	0,52	-	-	-	-	6,67
<b>2018</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 – Agosto/19



	Fundo	% CDI	IHFA
<b>12 Meses</b>	<b>8,88</b>	141	9,06
<b>24 Meses</b>	<b>11,15</b>	82	17,86
<b>36 Meses</b>	<b>30,99</b>	113	35,73
<b>48 Meses</b>	<b>56,81</b>	125	55,68
<b>60 Meses</b>	<b>92,66</b>	147	82,28
<b>Acum. Fdo.<sup>3</sup></b>	<b>103,93</b>	138	90,04

1 Data início fundo: 06/12/2013  
Rentabilidade até 30/08/2019

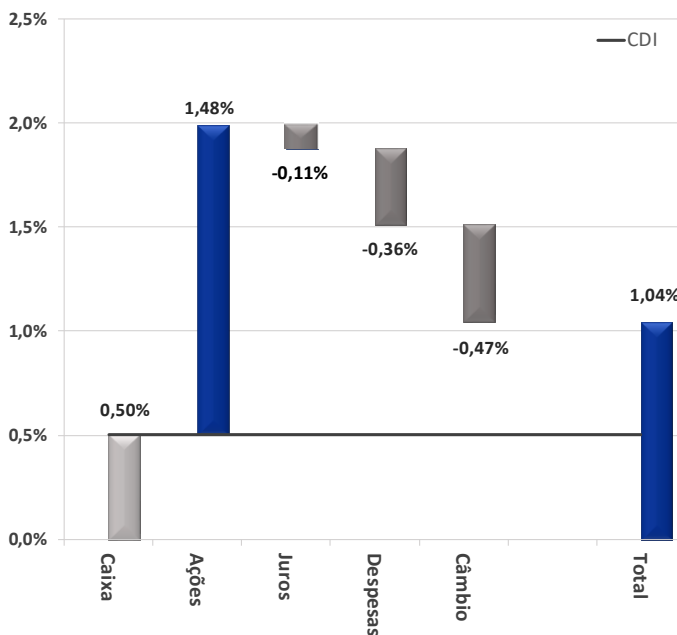


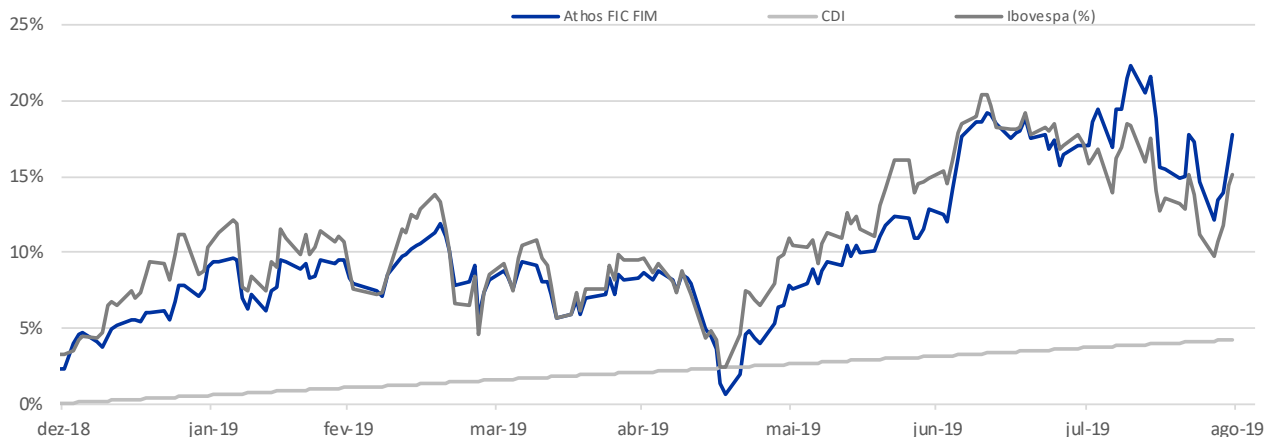
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
<b>2019</b>	<b>1,65</b>	<b>0,12</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,54</b>	<b>0,58</b>	<b>1,35</b>	<b>1,51</b>	<b>1,04</b>	-	-	-	-	<b>6,95</b>
% CDI	304	24	-	104	107	289	267	207	-	-	-	-	166
<b>2018</b>	-	-	-	-	-	-	-	<b>0,56</b>	<b>0,60</b>	<b>0,65</b>	<b>-0,48</b>	<b>0,85</b>	<b>2,20</b>
% CDI	-	-	-	-	-	-	-	134	128	120	-	173	90

	Fundo	CDI
<b>12 meses</b>	<b>8,81</b>	140
<b>Acum. Fdo.<sup>2</sup></b>	<b>9,31</b>	138

<sup>1</sup> Data início fundo: 08/08/2018  
Rentabilidade até 30/08/2019

### Atribuição de Performance – Agosto/19





	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	ITD
<b>2019</b>	<b>6,86</b>	<b>-0,95</b>	<b>-0,14</b>	<b>0,39</b>	<b>-0,92</b>	<b>4,81</b>	<b>3,74</b>	<b>0,56</b>	-	-	-	-	<b>14,96</b>	<b>17,69</b>
% CDI	1.264	-192	-29	75	-169	1.026	659	111	-	-	-	-	358	415
Ibovespa (%)	10,82	-1,86	-0,18	0,98	0,70	4,06	0,84	-0,67	-	-	-	-	15,07	18,79

*1 Data início fundo: 26/12/2018  
Rentabilidade até 30/08/2019*

### Atribuição de Performance – Agosto/19

