



## ALÉM DO QUE OS OLHOS PODEM VER

**GARDE**

### Sumário

A Revolução Silenciosa das Reformas	2
Acordo Parcial e Novos Estímulos	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)



## A Revolução Silenciosa das Reformas

- Desde 2016, o Brasil tem passado por uma extensa e profunda agenda reformista, com foco não só nas reformas fiscais, mas também em reformas microeconômicas.
- Um grande efeito das reformas é a queda da taxa de juros estrutural da economia, com reflexos benignos na própria sustentabilidade fiscal.
- Além das mudanças estruturais, a inflação abaixo da meta faz com que ciclicamente a taxa de juros deva cair ainda mais. O espaço para novos estímulos monetários e os dados de atividade mais fortes na margem, fizeram com que revisássemos o PIB de 2020 de 2,0% para 2,5%.
- Por fim, ainda que riscos sobre o cenário ainda estejam presentes, especialmente por uma possível falta de crescimento econômico, insustentabilidade do teto de gastos ou mesmo uma piora aguda do cenário internacional, acreditamos que a economia brasileira ainda deverá mostrar os efeitos benignos de médio prazo dessa redução estrutural de taxa de juros neutra.

A economia brasileira tem passado por grandes transformações nos últimos anos, especialmente por conta de um extenso e profundo ciclo de reformas, sejam fiscais ou microeconômicas, de tal maneira que nesta Carta discutiremos seus efeitos de curto e médio prazo. Primeiramente, vale nomear grande parte da agenda adotada desde o governo Temer em 2016 e que em grande medida tem continuado nesse primeiro ano de mandato do governo Bolsonaro (Figura 1).

Em linhas gerais, o grande efeito dessa extensa lista de reformas deverá se dar na queda da taxa de juros estrutural da economia e nossos modelos, com todas suas limitações, já identificam essa mudança de regime, com as taxas de juros reais de equilíbrio convergindo para 3% ou menos, recentemente (Gráfico 1).

	Medidas	Status
Governo Temer (selecionadas)	Redução da meta de inflação	Aprovada
	Teto de gastos públicos	Aprovada
	Criação da TLP	Aprovada
	Reforma Trabalhista	Aprovada
	Lei da Terceirização	Aprovada
	Mudança na Orientação de Bancos Públicos	Aprovada
	Antecipação de Pagamentos de Bancos Públicos ao Tesouro	Aprovada
	Redução de subsídios (ex.: PSI)	Aprovada
	Cadastro Positivo	Aprovada
	Capital estrangeiro nas companhias aéreas	Aprovada
Governo Bolsonaro	MP das Fraudes	Aprovada
	MP da Liberdade Econômica	Aprovada
	Nova Lei das Teles	Aprovada
	Cessão Onerosa . Abertura de espaço no teto	Aprovado
	Reforma da Previdência	Aprovada em 1o turno no Senado
	Cessão Onerosa . Distribuição	Aprovado no Senado. Na CCJ da 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	Na PEC Paralela da Previdência
	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
PEC da Regra de Ouro	Em andamento (CCJC)	

Figura 1: Fonte: Garde

Destacando as principais reformas que contribuem para esse efeito baixista, chama a atenção o teto de gastos, que a princípio garante uma política fiscal responsável e contracionista e redução das distorções causadas pelos bancos públicos e subsídios da taxa de juros (política parafiscal).

Vale ressaltar que a redução da taxa de juros neutra tem um efeito positivo sobre a própria dinâmica da dívida (gráfico 2), e estimamos que em 10 anos essa economia pela reprecificação de 100bps a menos de juros neutro equivale quase a mesma economia da reforma da previdência aprovada no primeiro turno do Senado (estimamos benefícios de R\$550 bilhões em 10 anos, no contexto da economia de R\$800 bilhões da reforma da previdência). Ou seja, as reformas impactam os juros que, em um ciclo virtuoso, melhoram ainda mais a sustentabilidade fiscal. Vale ressaltar mais uma vez que o teto de gastos é imprescindível como âncora fiscal e que apesar da reforma da previdência ser condição necessária para manutenção do teto, não é condição suficiente. Dessa maneira, novas medidas devem ser tomadas para endereçar os outros gastos obrigatórios (em especial, os gastos com pessoal) e manter a viabilidade política do teto.

Outro benefício para uma queda mais rápida da dívida nos próximos anos seria uma reavaliação do crescimento do PIB potencial, que por sua vez pode ser beneficiado positivamente por possíveis ganhos de produtividade advindos da agenda de reformas microeconômicas e pela substituição do setor público pelo setor privado (o que já vemos ocorrendo no setor de crédito, por exemplo) como vetor de crescimento.

Além das mudanças estruturais exploradas acima, temos ainda que a inflação significativamente abaixo da meta permite que, conjuntamente, tenhamos cortes adicionais na taxa de juros. Dado esse espaço para novos estímulos monetários e, também, dados de atividade melhores no 3º trimestre, revisamos nossa projeção de PIB para 2020 de 2,0% para 2,5%.

Dessa maneira, acreditamos que a economia brasileira já está operando em um novo regime, com juros estruturais significativamente abaixo do que vimos nos últimos anos, em patamares mais razoáveis.

A resultante dessa mudança estrutural deve ter como pano de fundo uma mudança da alocação de recursos pelos agentes, com o desenvolvimento do mercado de capitais e de crédito, além de termos uma provável reavaliação de ativos. Vale dizer que a transição do curto prazo em que vivemos as dores da desintoxicação do modelo antigo de crescimento (baseado na interferência direta ou indireta do setor público e juros altos) para um novo modelo liderado pelo setor privado e com baixas taxas de juros, deverá resultar em maior eficiência e produtividade na economia no médio e longo prazo.

Por fim, devemos nos atentar aos riscos desse cenário mais alvissareiro que expomos nesta Carta, sendo que o principal deles é justamente uma demora de retomada de crescimento que possa aumentar o risco político de reversão dessa agenda reformista seja no atual governo ou na próxima eleição para presidente. Nesse sentido, ficamos especialmente atentos a uma eventual piora do cenário global que possa representar um maior empecilho à aceleração de crescimento que estamos prevendo. Por fim, a sustentabilidade do teto de gastos deve tomar uma atenção especial, uma vez que representa uma âncora para nosso cenário de recuperação da sustentabilidade fiscal da economia brasileira.

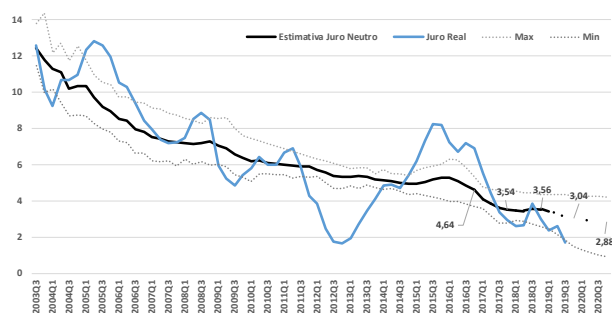


Gráfico 1: Evolução da Taxa de Juro Real (Fonte: Garde)

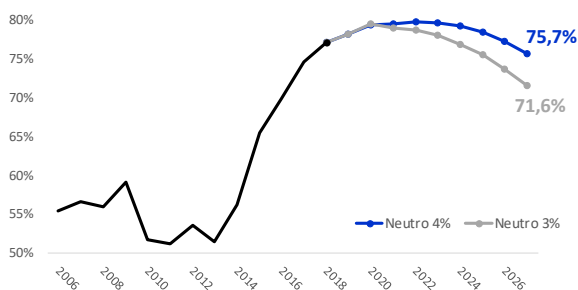


Gráfico 2: Dívida Bruta do Governo Geral: Cenários (% PIB) (Fonte: BC e Garde)

## Acordo Parcial e Novos Estímulos

- Apesar dos incentivos para um acordo parcial entre EUA e China, a incerteza do componente político (exacerbado pelas investigações de abuso de autoridade pelo presidente Trump) segue muito elevada para termos uma visão concreta dos próximos passos. Questões estruturais devem manter o risco comercial presente no médio prazo.
- O impacto negativo da guerra comercial segue pressionando o crescimento global para baixo, levando Bancos Centrais a implementarem ainda mais estímulos, via cortes nas taxas de juros e até mesmo a volta da expansão dos balanços.
- Na nossa visão, os estímulos devem se mostrar suficientes para evitar um cenário de recessão nos próximos 12 meses, mas o crescimento global deve seguir pressionado.
- Esse cenário sugere manutenção das taxas de juros em níveis baixos, o que compensa parte do impacto negativo da desaceleração global sobre ativos de risco. O diferencial de crescimento entre EUA e o resto do mundo, contudo, ainda sugere manutenção do dólar em níveis elevados.

O pêndulo da guerra comercial voltou a pender para o lado positivo ao longo do mês, com o mercado otimista em relação às negociações marcadas para a segunda semana de outubro. Acreditamos que os dois lados têm incentivos para buscar um acordo, mas a incerteza do componente político (exacerbado pelas investigações de abuso de autoridade pelo presidente Trump) segue muito elevada para termos uma visão concreta dos próximos passos.

No médio prazo, contudo, seguimos cautelosos, dadas as divergências estruturais entre os dois lados. A questão central por detrás do conflito é o fato de o crescimento acelerado da China estar colocando em dúvida a hegemonia norte americana no mundo. Um acordo parcial em outubro não deve endereçar essa questão estrutural.

O impacto negativo dessa incerteza comercial deve permanecer no horizonte, contribuindo para a redução do comércio global e um crescimento global mais fraco (via queda nos setores manufatureiros), como vem ocorrendo desde o início de 2018 (gráfico 3). Conforme destacamos em cartas anteriores, estamos vendo uma resposta por parte dos governo e bancos centrais, que vem aumentando os estímulos para contrabalançar esse choque negativo no crescimento.

Nos EUA, o Fed entregou mais um corte de 0,25% na reunião de setembro, levando a taxa básica para 1,75-2,00%, numa reunião com dois votos dissidentes para cima (George e Rosengren votaram por manutenção) e um para baixo (Bullard votou por um corte de 0,50%). Apesar da divergência de opiniões dentro do comitê, com os membros mais *hawks* se tornando cada vez mais vocais, acreditamos que o Fed deve entregar um último corte na reunião de outubro. Adicionalmente, esperamos que o Fed retome o crescimento do seu balanço a partir de novembro, removendo um componente de aperto de condições financeiras que vinha impactando o mercado desde o final de 2017.

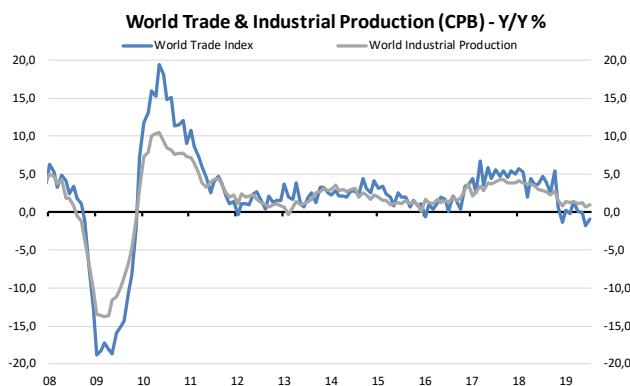


Gráfico 3: Guerra comercial derrubando a manufatura no mundo (Fonte: CPB)

Esses estímulos adicionais devem garantir suporte a economia americana em meio à guerra comercial, que também impactou o setor manufatureiro americano de forma negativa. A queda observada nos ISMs de manufatura e serviços em setembro sugere que os efeitos da guerra comercial podem estar se espalhando para outros setores (gráfico 4).

Na Europa, o BCE entregou um pacote robusto de estímulos, com corte de 0,10% na taxa de depósitos para -0,50%a.a., retomada do programa de compra de ativos num ritmo mensal de €20b por tempo indeterminado (“*as long as necessary*” segundo o comunicado) e a implementação de um sistema de *tiering*, que diminui o custo das taxas negativas sobre os bancos. Aqui também tivemos divergência de opiniões dentro do comitê, com membros mais *hawks* se manifestando contra a volta do *Quantitative Easing*.

A situação da economia europeia é pior do que a norte americana, devido à maior dependência do comércio global e a maior participação da manufatura no PIB, mas esse estímulo adicional deve garantir suporte para a demanda doméstica, que vem sendo o único motor de crescimento nos últimos 12 meses. Discussões em torno de estímulos fiscais na Europa estão começando a ganhar corpo, com pacotes sendo anunciados pelos governos da Holanda e da Alemanha (mesmo que pequenos). Seguimos monitorando esses desenvolvimentos, mas não esperamos nenhum estímulo significativo por hora.

Por fim, na China, a decepção nos dados de atividade de agosto, com o crescimento da produção industrial atingindo o nível mais baixo desde a crise de 2008, aumentou a pressão sobre o governo. Até o momento, os esforços têm sido relativamente contidos, com os impulsos de crédito (gráfico 5) e fiscal (gráfico 6) menores do que períodos anteriores. Entretanto, acreditamos que o governo tem espaço suficiente para estimular a economia e evitar uma queda do crescimento para baixo de 6%.

Em suma, o choque negativo da guerra comercial segue impactando o crescimento mundial, mas a resposta dos bancos centrais e governos (via cortes de juros e a agora a volta do QE) deve se mostrar suficiente para evitar um cenário de recessão nos próximos 12 meses.

Esse cenário sugere manutenção das taxas de juros em níveis baixos, o que compensa parte do impacto negativo da desaceleração global sobre ativos de risco. O diferencial de crescimento entre EUA e o resto do mundo, contudo, ainda sugere manutenção do dólar em níveis elevados.

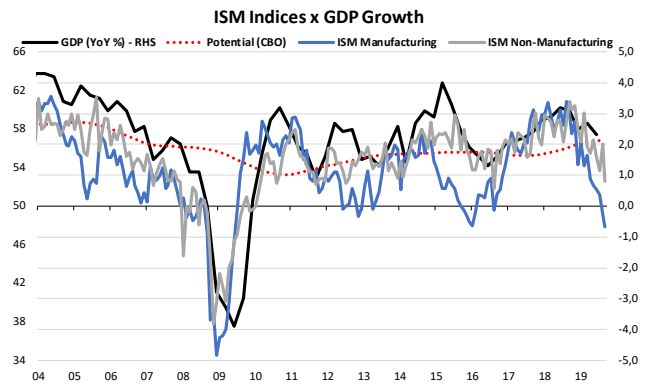


Gráfico 4: ISM atingindo o pior nível desde a crise de 2008 (Fonte: ISM Institute)

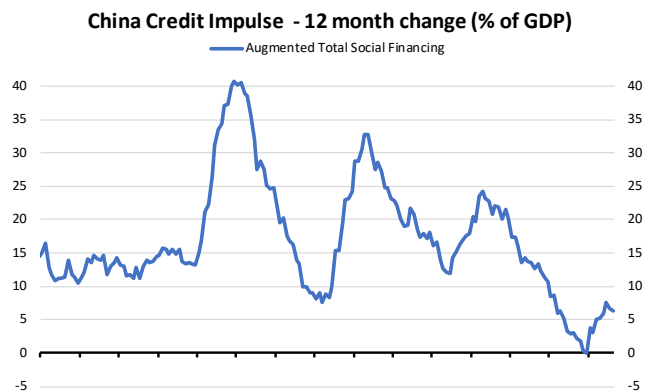


Gráfico 5: Impulso de crédito relativamente contínuo na China (Fonte: NBS, Garde)

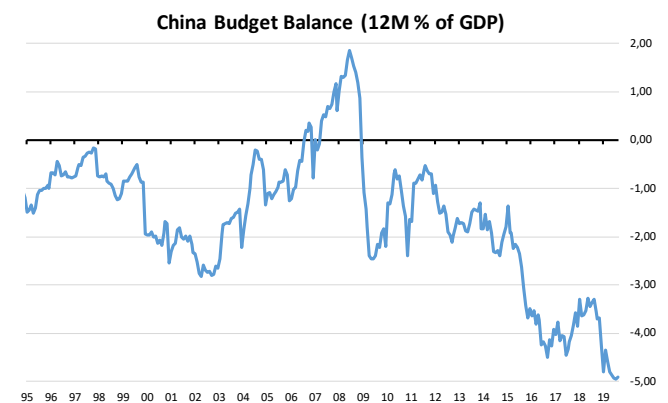
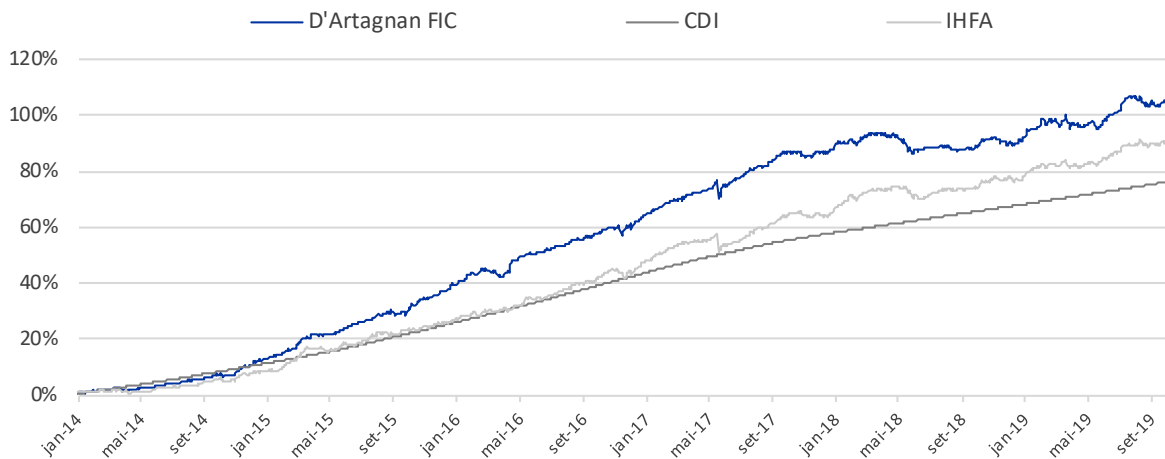


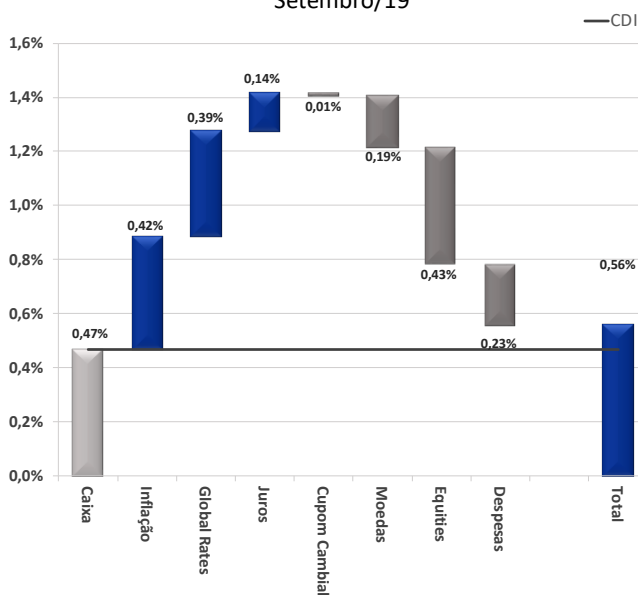
Gráfico 6: Expansão fiscal menor do que em períodos anteriores (Fonte: NBS)





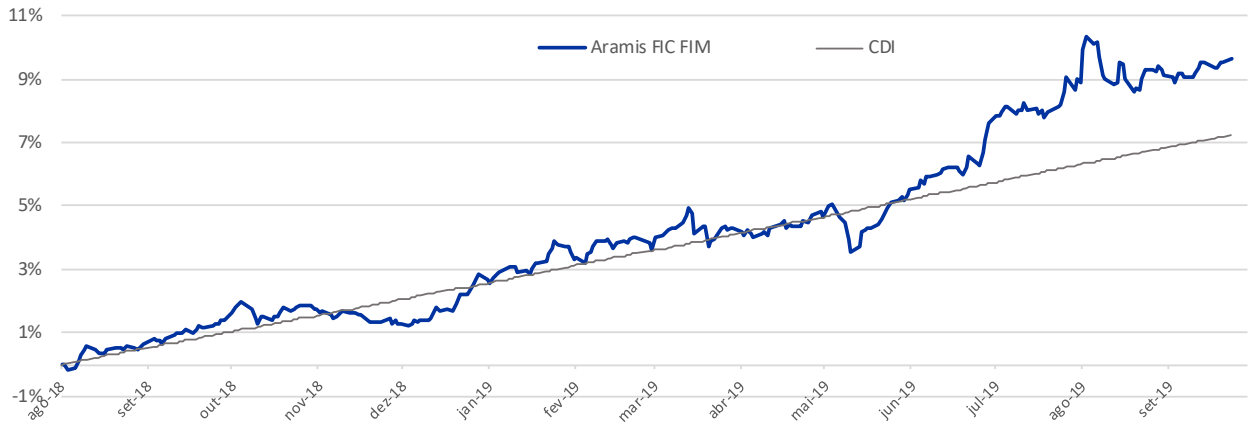
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
<b>2019</b>	<b>3,49</b>	<b>-0,13</b>	<b>-1,09</b>	<b>0,33</b>	<b>0,41</b>	<b>2,10</b>	<b>2,25</b>	<b>-1,13</b>	<b>0,56</b>	-	-	-	<b>6,89</b>
% CDI	643	-	-	65	76	447	396	-	120	-	-	-	148
IHFA <sup>2</sup>	2,61	-0,23	-0,20	0,52	0,93	1,51	0,85	0,52	0,46	-	-	-	7,16
<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

Setembro/19



	Fundo	% CDI	IHFA
<b>12 Meses</b>	<b>8,63</b>	137	9,48
<b>24 Meses</b>	<b>9,72</b>	73	16,49
<b>36 Meses</b>	<b>30,13</b>	114	34,34
<b>48 Meses</b>	<b>56,63</b>	128	55,17
<b>60 Meses</b>	<b>91,37</b>	146	80,12
<b>Acum. Fdo.<sup>3</sup></b>	<b>105,06</b>	138	90,91

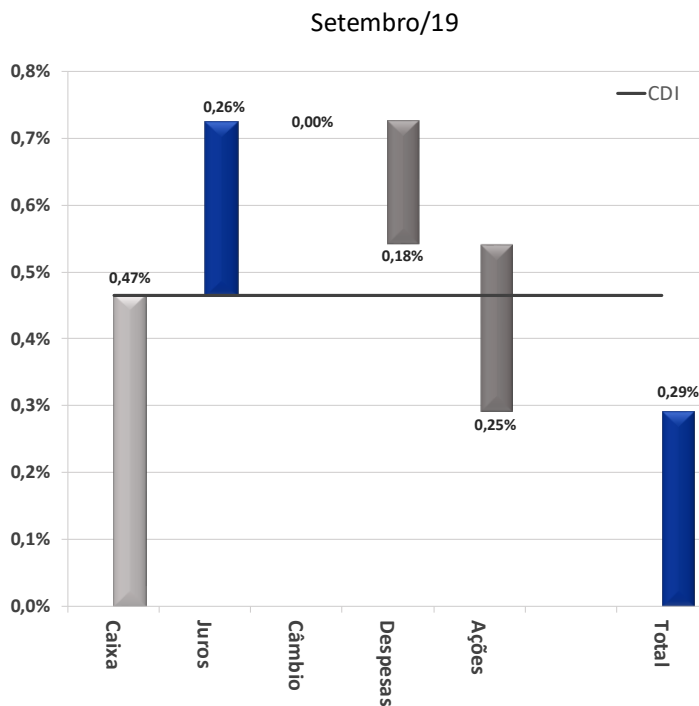
1 Data início fundo: 06/12/2013  
Rentabilidade até 30/09/2019

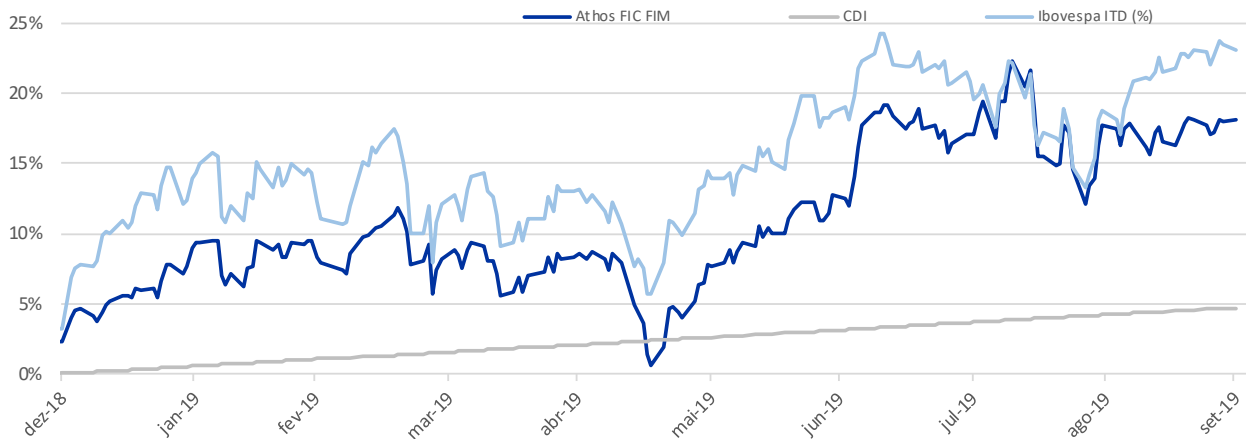


	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
<b>2019</b>	<b>1,65</b>	<b>0,12</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,54</b>	<b>0,58</b>	<b>1,35</b>	<b>1,51</b>	<b>1,04</b>	<b>0,29</b>	-	-	-	<b>7,26</b>
% CDI	304	24	-	104	107	289	267	207	63	-	-	-	156
<b>2018</b>	-	-	-	-	-	-	-	<b>0,56</b>	<b>0,60</b>	<b>0,65</b>	<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>8,36</b>	133
<b>Acum. Fdo.<sup>2</sup></b>	<b>9,62</b>	133

<sup>1</sup> Data início fundo: 08/08/2018  
Rentabilidade até 30/09/2019





	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>0,37</b>	-	-	-	<b>15,39</b>	<b>18,13</b>
% CDI	1.264	-192	-29	75	-169	1.026	659	111	80	-	-	-	330	382
Ibovespa (%)	10,82	-1,86	-0,18	0,98	0,70	4,06	0,84	-0,67	3,57	-	-	-	19,18	23,03

1 Data início fundo: 26/12/2018  
Rentabilidade até 30/09/2019

### Setembro/19

