



Sumário

Três Canais para o Dólar Fraco	2
Pax Brasiliensis	4
Rentabilidades	6

DISCLAIMER

A Garde Asset Management Gestão de Recursos Ltda. ("Garde Asset Management"), a Garde RF & Previdência Gestão de Recursos Ltda. ("Garde RF & Previdência") e a Garde Equity Gestão de Recursos Ltda ("Garde Equity"), e em conjunto com a Garde Asset Management e a Garde RF & Previdência, "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.



Três Canais para o Dólar Fraco

- A má gestão da crise do COVID-19 nos Estados Unidos está levando a uma desaceleração da atividade no curto prazo. A atenuação do diferencial de crescimento entre o país e o resto do mundo pode ser importante para a continuidade da janela de dólar fraco.
- Em especial, a Europa se destaca no lado positivo – tanto no controle da epidemia quanto pela aprovação do fundo fiscal de recuperação, sinalização importante para a coesão do bloco.
- Outra fonte de fraqueza da moeda norte-americana é a ameaça ao status do dólar como reserva global, devido à magnitude das medidas fiscais tomadas para combater a crise.
- Do lado das eleições, tanto Joe Biden quanto Donald Trump representam mais gastos líquidos num eventual mandato em 2021. Entretanto, o *mix* de políticas do candidato Democrata parece mais benéfico às moedas globais, em especial as emergentes.
- O risco nesse cenário reside num possível movimento de aversão ao risco decorrente de um caráter mais progressivo de sua plataforma, que mire mais impostos e regulações de mercado.

Na carta passada, argumentamos que víamos duas forças em conflito no cenário para o dólar global: contribuindo para a moeda forte, o diferencial de crescimento pró-EUA, dada a dificuldade de outros países em lidar com as medidas de restrição impostas pelo combate ao COVID-19; em prol do dólar mais fraco, o aumento da liquidez global devido à forte expansão do balanço de ativos do Fed – força que tende a se sobrepor, como mostramos.

O que vimos em julho foi o arrefecimento do primeiro vetor, devido principalmente à má gestão da crise do coronavírus. Estados como Flórida, Texas, Arizona e Califórnia se depararam com um aumento vertiginoso no número de casos, desencadeando uma rodada de pausas ou mesmo voltas atrás nos processos de reabertura. Isso se refletiu nos dados de mobilidade, consumo e mercado de trabalho por todo o país. Um crescimento mais alinhado entre os EUA e as outras regiões – pelo menos no curto prazo – materializou-se então como um segundo canal importante de dólar fraco (gráfico 1).

Esse movimento foi mais visível nas economias desenvolvidas, onde a Europa merece destaque. A despeito de um custo inicial maior (em termos de atividade), o controle da epidemia foi mais bem sucedido na região, garantindo uma retomada mais estável até o momento.

Em termos estruturais, também tivemos um grande evento no mês: a aprovação do fundo fiscal de recuperação europeu (“Next Generation EU”). Apesar de conter um pacote relevante para o combate à crise principalmente na periferia (EUR750bi divididos em transferências diretas e empréstimos a juros baixos), sua principal característica é a sinalização em direção a uma maior integração fiscal entre seus 28 membros. Em contrapartida, os Estados Unidos seguem debatendo mais uma rodada de estímulos fiscais no país, mas a distância entre as ideias Republicana e Democrata pode levar a um hiato na renovação dos USD600 adicionais de seguro desemprego. Esse é o principal risco a ser monitorado no Curto Prazo, visto que pode gerar mais um abalo negativo nos dados de consumo e renda.



Gráfico 1. Fonte Bloomberg, JP Morgan

O aumento relevante no déficit fiscal americano em resposta à crise suscitou o debate acerca de um terceiro canal de enfraquecimento do dólar: o aumento dos *déficits gêmeos* no país (gráfico 2) e a consequente ameaça ao status da moeda como *reserva de valor global*. Tal argumento ganhou força também com a boa performance do ouro nos últimos meses, atingindo máximas históricas de preço.

Em relação às eleições americanas, acreditamos que tanto Joe Biden quanto Donald Trump pressionarão por um aumento líquido no déficit público em 2021, caso eleitos, pois irão se deparar com uma economia ainda em processo de recuperação. Com a economia longe do pleno emprego, tal política não pressionaria as taxas de juros – que seguirão baixas por um bom tempo –, evitando a repetição do *tapering* visto ao fim de 2018 graças aos estímulos advindos do corte de impostos de Trump.

Ademais, acreditamos que o *mix* de políticas indicado pelo candidato Democrata seria mais benéfico às moedas globais. Primeiramente, a reversão de parte do TCJA (*Tax Cuts and Jobs Act*) posto em prática pelo presidente Trump em 2017, com destaque para o aumento de impostos sobre as empresas de 21% para 28%, poderia atuar no sentido contrário dos fluxos de repatriação que deram um grande suporte ao dólar em 2018. Além disso, seu viés favorável ao livre comércio e organismos multilaterais, aliado a maior previsibilidade na condução de política externa, pode beneficiar, em especial, moedas emergentes. Vale ressaltar aqui que isso não significa diminuição nas tensões com a China, que é um tema bipartidário que deverá vigorar nos próximos anos. No entanto, é mais provável que as tensões sejam expressas em outros campos que não o das relações comerciais.

O principal risco nesse sentido viria de uma má recepção de suas propostas pelos mercados – em especial o acionário –, gerando um ambiente de *risk-off* que contaminasse outros ativos. Como mostra o Gráfico 3, cerca de 80% dos episódios de maior queda no S&P 500 foram coincidentes com períodos de valorização do dólar contra emergentes. Portanto, monitorar a sensibilidade de diferentes ativos ao desempenho dos candidatos à medida que nos aproximamos de 3 de novembro torna-se um exercício relevante.

Em tempo, vale também acompanhar as nomeações para cargos-chave, novamente com foco no candidato Democrata (já que Trump deve seguir com a mesma equipe), que pode dar mais clareza se sua plataforma irá seguir mais o lado conservador ou progressista do partido.

Em suma, seguimos vendo um cenário de dólar mais fraco, especialmente em relação a desenvolvidos, e de liquidez abundante, o que perfaz um bom pano de fundo para os mercados. No entanto, devemos estar atentos ao cenário político norte-americano no curto prazo, principalmente quanto às negociações quanto ao novo pacote de estímulo fiscal e o desenvolvimento das eleições.

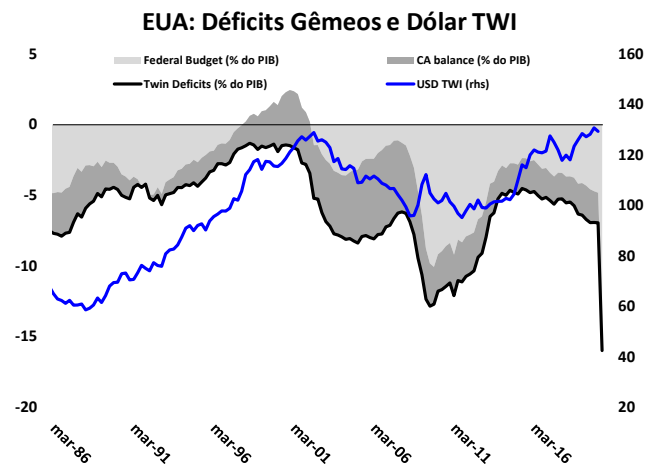


Gráfico 2. Fonte Bloomberg, US Treasury

S&P 500 bear markets e performance de moedas EM

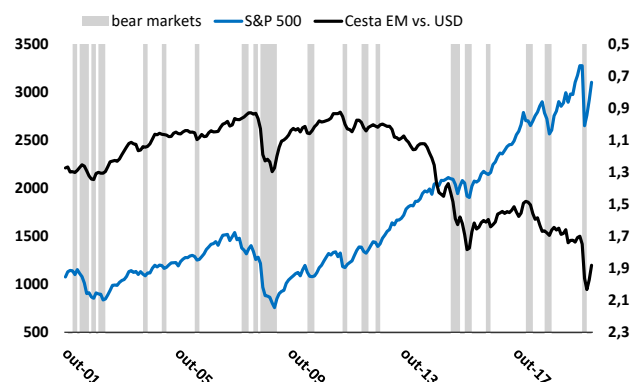


Gráfico 3. Fonte Bloomberg

Pax Brasiliensis

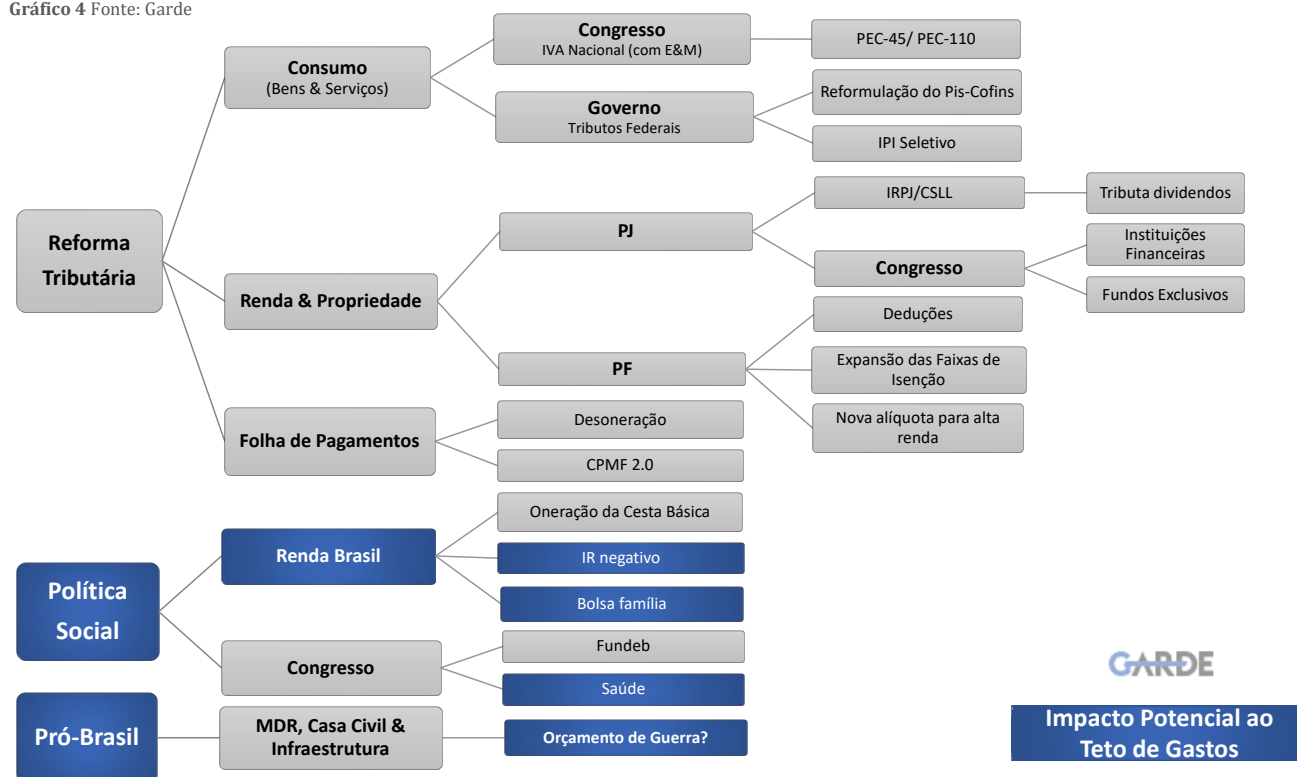
- O interregno benigno político continua, mas permanecem os riscos em relação a trajetória fiscal conforme a pressão sobre o teto de gastos aumenta.
- Nossa visão mais construtiva com a recuperação da atividade foi confirmada pelos dados mais recentes. Ainda assim, o setor de serviços, mais impactado pela pandemia, deverá continuar no radar e sujeito a possíveis surpresas negativas.
- A inflação corrente surpreendeu para baixo mostrando um quadro ainda mais deflacionário do que imaginávamos. Seguimos otimistas com a inflação prospectiva rodando em níveis extremamente baixos e prevemos o IPCA para 2021 em 2,4%.
- No setor externo, apesar da contínua melhora das transações correntes e moderação dos fluxos de saída de investimento estrangeiros em portfólio, o fluxo cambial seguiu negativo, contrariando nossas expectativas.

A *Pax Romana* foi o período que durou cerca de 2 séculos (entre 26 a.C. e 180 d.C.) marcado pela paz e prosperidade do Império Romano e que sucedeu um período de muitas rebeliões, guerras civis e conspirações. De certa maneira, a política brasileira está vivendo a sua própria versão da *Pax Romana*, após meses de embates políticos entre o Executivo e os outros poderes.

A manutenção da atitude mais pacífica do presidente Bolsonaro tem ajudado a manter a temperatura baixa em Brasília, o que permite que tenhamos uma agenda legislativa mais previsível e racional. Essa pacificação, ainda que possivelmente temporária, já mostra resultado, com a aprovação da importantíssima Lei do Saneamento Básico.

A Agenda Econômica no Congresso

Gráfico 4 Fonte: Garde



Essa nova fase pacífica do governo ajuda, porém não nos parece suficiente por si só, para que avancemos nos enormes desafios fiscais à frente. O maior desafio ainda estará por vir e demandará uma grande articulação, principalmente por parte do Ministério da Economia, e deverá girar em torno do Orçamento Federal para 2021. As demandas por mais gastos sociais (Renda Brasil) e mais investimentos públicos (Pró-Brasil) se avolumam tanto dentro do Congresso como dentro do próprio governo, mas em grande medida vão de encontro à manutenção do Teto de Gastos. Se por um lado o Ministério da Economia reforça sua visão de que esses gastos têm que caber dentro dos limites constitucionais do teto, existe um crescente movimento para algum tipo de flexibilização do teto para acomodar novos gastos. Dada a situação fiscal nada confortável que o país herdou da pandemia, acreditamos que a discussão do orçamento que o governo deverá mandar no final deste mês é um ponto crucial de risco para o cenário.

Paralelamente à agenda fiscal, porém não dissociada dela, temos a intensificação do debate relacionado à reforma tributária, que coincide com o envio da proposta do governo para a simplificação do PIS/Cofins em um imposto único de valor agregado (CBS). No entanto, acreditamos que essa primeira proposta do governo deverá ser incorporada dentro das discussões que já estão postas no Congresso e que por serem mais complexas deverão tomar ainda mais tempo para seu andamento. Ainda, a insistência do governo na sugestão de um imposto sobre transações semelhante à CPMF deverá impedir que algum desenvolvimento significativo seja alcançado em pouco tempo.

Em relação à atividade, de maneira geral, os indicadores divulgados confirmaram nosso cenário menos pessimista para o PIB neste ano (-4,8%) e levaram a uma reavaliação do mercado em relação às suas projeções (gráfico 5). Apesar de mantermos nossa visão mais construtiva, adicionamos um elemento de cautela por conta do setor de serviços, cujos dados divulgados até agora mostraram um cenário bem pior do que os bons números divulgados para indústria e varejo.

Dada a participação importante de serviços no PIB e a falta de dados relacionados a diversos itens que compõe esse setor no PIB, admitimos um risco maior na divulgação dos dados tanto da PMS (Pesquisa Mensal de Serviços) de julho como do próprio PIB do segundo trimestre.¹

Do lado da inflação, a divulgação do IPCA-15 de julho surpreendeu fortemente para baixo, o que reacendeu a discussão para cortes adicionais da taxa de juros. Ainda que por si só um número da inflação corrente não deva ser levado como guia para a política monetária, o espalhamento das surpresas por diversos itens e comportamento baixista das medidas de inflação subjacente reafirmam um cenário de inflação muito tranquilo à frente. Mantemos nossa visão de inflação para 2021 bem abaixo da meta (2,4%), o que indicaria espaço adicional para cortes na taxa Selic. Dessa maneira, acreditamos que o BC deva cortar a taxa de juros em 25bps e deixar em aberto a condução da política monetária à frente.

Por fim, apesar da contínua melhora do saldo em transações correntes e a moderação dos fluxos de saída de investimento estrangeiro em portfólio, a melhora esperada para o fluxo cambial não ocorreu conforme projetávamos. Temos notado novamente o movimento de menor contratação de câmbio para exportação à despeito da melhora da balança comercial e uma saída de pagamentos de empréstimos externos, o que levanta novamente a questão do impacto do juro baixo sobre os fluxos de capitais no país. Sendo assim, reavaliamos nosso otimismo com o mercado de câmbio no país, ligando o sinal de alerta em relação à administração do passivo externo das empresas brasileiras.

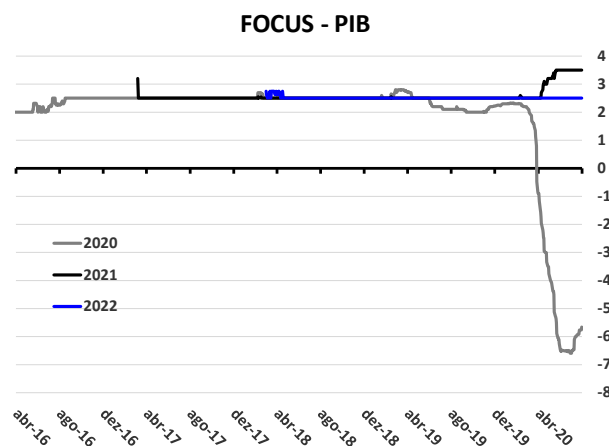


Gráfico 5 Fonte: BC

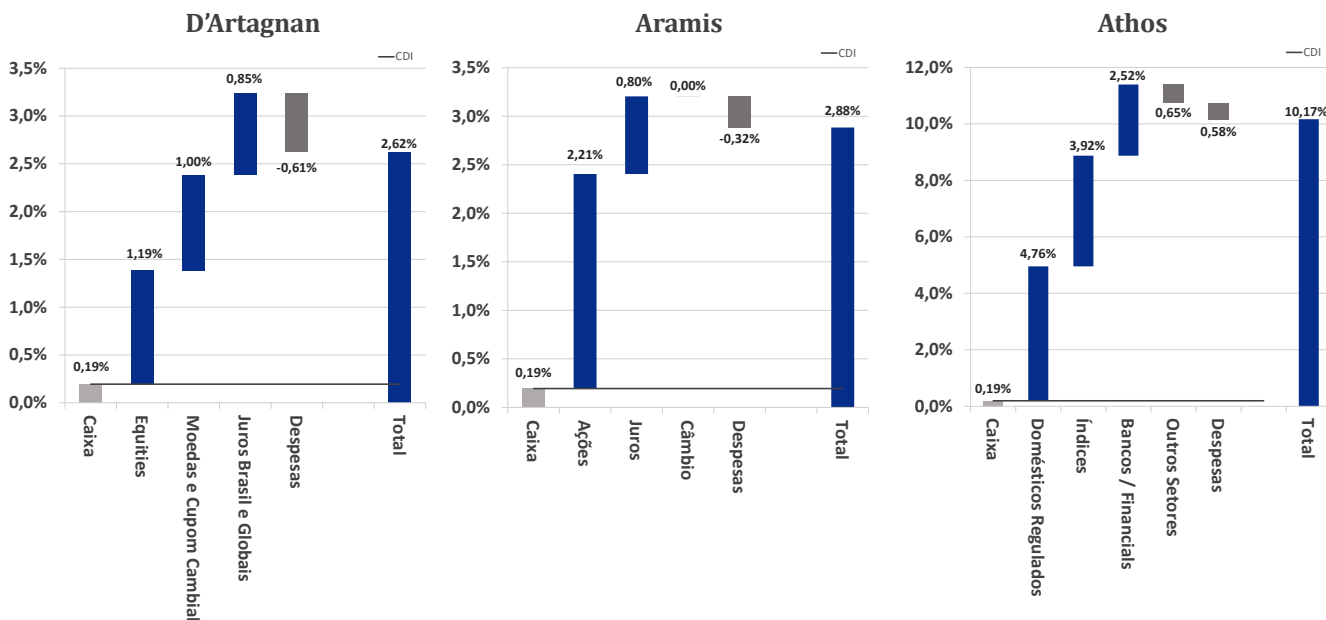
¹ A PMS e o PIB serão divulgados no dia 13 de agosto e 1º de setembro, respectivamente.

FUNDOS (%)	MÊS	ANO	12M	24M	36M	48M	60M
D'Artagnan Multimercado	2,62	3,66	7,04	17,10	21,97	43,42	71,74
Athos Long Biased	10,17	0,39	16,27	-	-	-	-
Aramis Previdência	2,88	-0,10	5,22	-	-	-	-

Indicadores	MÊS	ANO	12M	24M	36M	48M	60M
CDI (%)	0,19	1,96	4,23	10,85	18,71	33,58	52,29
Bovespa (%)	8,27	-11,01	1,08	29,91	56,12	79,58	102,33

Rentabilidade até 31/07/2020

Atribuição de Performance - Julho/20



Outros setores: Arbitragem, Consumo Doméstico, Tecnologia, Commodities e Outros