

## SUMÁRIO

### MUNDO

Segue como a principal fonte de preocupação.

### MERCADO

Após forte apreciação em janeiro, começamos a ver volatilidade.

### BRASIL

Boas perspectivas, porém, toda a atenção voltada para a reforma da previdência.

## *Realidade Virtual*

*"Abençoado é o homem que nada espera, pois ele nunca se decepcionará."  
(Alexander Pope)*

O mês de fevereiro foi marcado pela continuidade do processo de recuperação do preço dos ativos de risco, após um mês de dezembro bastante desafiador. Na carta de janeiro já tratamos mais a fundo a respeito do cenário econômico global no final de 2018 e começo deste ano. Assim, seremos mais breves na análise do cenário internacional, e dar um enfoque um pouco maior no que diz respeito ao cenário local.

### Internacional

Nos EUA, os dados econômicos mostram um quadro de crescimento ainda saudável, porém com sinais um pouco mais mistos. Já vemos indícios de arrefecimento da economia em alguns setores, tais como o setor imobiliário e o setor de automóveis, mas no geral a economia ainda parece estar em um patamar de crescimento razoável, mesmo que mais brando do que aquele verificado ao longo de 2018. A inflação continua baixa e controlada, a despeito do acúmulo de pressões provenientes do mercado de trabalho.



O grande destaque no cenário, e talvez um dos grandes pilares de sustentação dos ativos de risco neste início de ano, ficou por conta da sinalização, por parte do FED, de uma pausa indefinida no ciclo de aumento dos juros americanos. O FED vem sinalizando, inclusive, uma possível pausa no processo de redução de seu balanço.

Na China, a economia ainda se mostra fragilizada, com amplos sinais de desaceleração adicional do crescimento. Contudo, o governo chinês optou por adotar uma postura mais agressiva, anunciando diversas medidas, monetárias, fiscais e creditícias, com o intuito de estabilizar a economia e evitar uma desaceleração adicional do crescimento. Podemos dizer que este foi o segundo pilar de sustentação da melhora do humor global em relação aos ativos de risco neste começo de 2019.

Finalmente, das principais economias do mundo, a situação da Europa é a que mais preocupa. Os dados econômicos mostram sinais inequívocos de baixo crescimento, com alguns países à beira de uma recessão (isso se já não estão no meio de uma, dado que só saberemos ex-post). O mês de fevereiro trouxe mais evidências nessa direção.

Em linhas gerais, continuamos a ver o cenário externo com imensa cautela.

### Brasil

No Brasil, após um início de ano de imenso otimismo por parte dos ativos locais e dos analistas/economistas, a realidade começa a se impor de maneira mais assertiva. Vale reforçarmos que somos otimistas e entusiastas do cenário para o

país, mas entendemos que existe um longo caminho para ser percorrido e precisamos estar atentos a eventuais alterações de rota.

Do lado positivo, a inflação do país continua baixa e controlada. Vemos alguns sinais incipientes de aceleração em alguns setores, mas nada que altere o ambiente construtivo de inflação para o país. Nossas contas externas seguem robustas e a situação fiscal de curto-prazo não parece ser um problema, a despeito dos enormes desafios de longo-prazo.

Do lado negativo, o crescimento mostra sinais cada vez mais evidentes de fragilidade, ou de ausência de ímpeto. Iniciamos o ano com o mercado esperando um PIB acima de 2,5% para 2019 e já migramos para expectativas abaixo de 2%. A crise na nossa vizinha Argentina ajuda este ambiente mais desafiador, mas existem outras questões locais, mais estruturais, que explicam de maneira mais específica este desafio.

Apenas para citar alguns exemplos, o mercado de trabalho se recupera de maneira mais gradual do que o esperado e com uma qualidade pior do se esperava; a produção industrial parece estar estagnada; o crédito mostra sinais pontuais de piora; entre outros exemplos.

No tocante às reformas e o lado político, acreditamos que estamos dentro do cronograma proposto para a Reforma da Previdência, a mais urgente e importante para o país no curto-prazo.

O governo apresentou sua proposta para a Reforma da Previdência. O texto base é bastante duro e abrangente, com uma economia esperada superior a R\$1 trilhão em 10 anos. Agora, está aberta a temporada de negociações.

Vale ressaltar que em um país democrático e republicano o diálogo com o congresso e a sociedade é fundamental. Assim, faz parte do processo, e é totalmente esperado, que parte do texto inicial sofra alterações. O desafio do gestor, neste caso, é entender o quanto da reforma já foi precificado vis-à-vis o que será de fato aprovado. Isso é muito mais uma arte do que uma ciência, mas será tema fundamental para os mercados locais nos próximos meses.

O tempo para a aprovação da reforma não nos preocupa, contando que tenhamos alguma sinalização que uma reforma razoável seja aprovada no final do processo. O governo parece estar em uma curva de aprendizado no que diz respeito à articulação política. O risco para o país continua a ser de implementação da reforma, dado que o governo já mostrou, por diversas vezes, o comprometimento com o avanço econômico do país. O risco externo, amplamente comentado neste fórum nos últimos meses, também não pode ser descartado.

Finalmente, não podemos deixar de comentar o título da carta deste mês. A despeito de mantermos uma visão positiva e construtiva para o Brasil, a grande verdade é que o otimismo se baseia em uma expectativa, uma melhora estrutural na perspectiva de fundamentos. Por ora, vemos uma situação cíclica positiva da economia, mas estrutural ainda desafiadora. A realidade ainda é desafiadora, mesmo que os mercados tenham precificado uma “realidade virtual” mais positiva. Não discordamos desta perspectiva, mas precisamos ter os pés no chão para a realidade de fato.

### **Temas de Investimento**

No mês passado promovemos diversas alterações nas nossas recomendações de alocação. Por ora, acreditamos que estamos com alocações alinhadas com nosso cenário base. Assim, não faremos alterações relevantes de recomendação este mês.

A única exceção é o mercado de crédito que chamamos de high grade, que são os papéis com menos risco de crédito. O fechamento do spread de crédito nesses papéis foi muito relevante nos últimos meses, fazendo com que os retornos dessa classe tenham sido bem acima da média (e que possivelmente fiquem abaixo da média daqui pra frente). Nossa recomendação é pautada em preço e posicionamento técnico do mercado (muita demanda para pouca oferta), mas ainda gostamos de crédito em geral, especialmente mais high yield.

BRASIL	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
CRÉDITO HIGH YIELD					●
CRÉDITO HIGH GRADE			●		
RENDA FIXA PÓS		●			
RENDA FIXA PRÉ			●		
RENDA FIXA IPCA			●		
MULTIMERCADO			●		
AÇÕES				●	
MERCADO IMOBILIÁRIO			●		

  

GLOBAL	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
AÇÕES EUA		●			
AÇÕES EUROPA		●			
AÇÕES JAPÃO		●			
AÇÕES EMERGENTES			●		
CRÉDITO INVESTMENT GRADE		●			
CRÉDITO HIGH YIELD			●		
CRÉDITO EMERGENTES				●	
TÍTULOS SOBERANOS		●			
RENDA FIXA (LIVRE)			●		
COMMODITIES				●	
HEDGE FUNDS				●	
REAL ESTATE			●		

  

MOEDAS	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
USD (Dólar x Cesta)		●			
EUR (Euro x Dólar)			●		
JPY (Iene x Dólar)				●	
BRL (Real x Dólar)				●	

Estamos acompanhando de perto essa classe de ativos, que pode voltar a ficar bem interessante com novas emissões que devem ocorrer em um futuro próximo, com a melhora das perspectivas para o país.