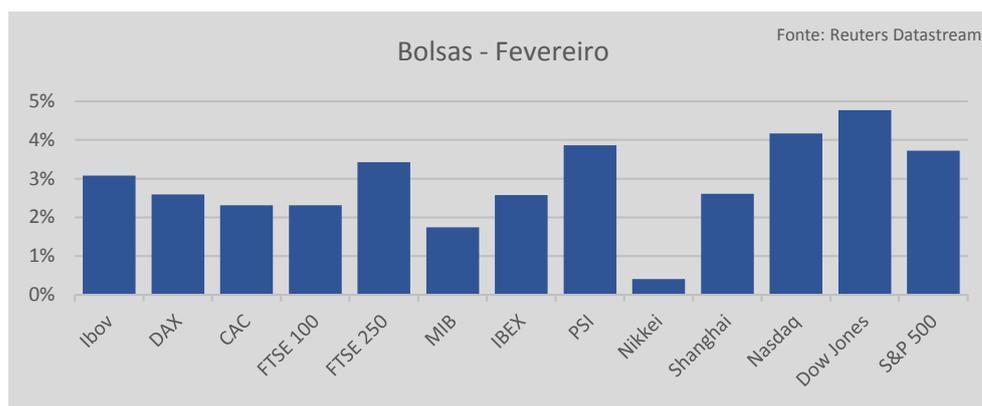


Prezados cotistas,

O clima positivo continuou prevalecendo sobre os mercados em fevereiro, com bolsas norte-americanas renovando máximas históricas repetidamente. Enquanto o Banco Central novamente protagonizou o mercado local com nova rodada de afrouxamento monetário, as atenções do cenário externo – antes voltadas exclusivamente para Donald Trump – foram direcionadas também ao Federal Reserve. Ainda que o desempenho dos ativos brasileiros não tenha se destacado como anteriormente, o movimento de valorização se estendeu e determinou o resultado positivo do fundo no mês. Em especial, nossa posição aplicada em juro local foi a maior vencedora no período, superando ganhos derivados da alta no Ibovespa e da apreciação do real contra o dólar.



No mercado acionário, enquanto as expectativas em torno de investimentos em infraestrutura, desregulamentação e reforma tributária de Donald Trump têm impulsionado a bolsa norte-americana, a brasileira continua se valorizando conforme riscos políticos que comprometam as reformas do novo governo não se materializem e o ciclo de corte de juros auxilie o processo de recuperação econômica. Apesar da alta pronunciada nos EUA ser questionável pela falta de evidência real dos benefícios da agenda do novo presidente, o movimento tende a continuar caso as especificações do programa atendam às expectativas criadas e os aspectos protecionistas e anti-imigração sejam conduzidos de maneira mais amena. Em paralelo, somam-se evidências de uma melhora mais disseminada da economia global que também tem contribuído para o otimismo generalizado, a julgar pelos indicadores de atividade recentes das principais nações desenvolvidas, especialmente na zona do euro. Neste sentido, as bolsas da região podem representar uma boa oportunidade posto que uma valorização acelerada pode vir a ocorrer caso os riscos políticos – ainda grandes – fiquem em segundo plano. De qualquer maneira, permanecemos mais confiantes com o mercado local por acreditarmos na recuperação do país, derivada da capacidade do executivo atual em promover medidas econômicas necessárias e alinhá-las com o legislativo concomitante ao comprometimento da autoridade monetária em continuar o processo de desinflação e de afrouxamento monetário crívelmente. Uma vez que estamos vivenciando a maior crise econômica da história do país e a sua recuperação ainda esteja no campo da expectativa, a bolsa brasileira tende a estender os ganhos e apresentar um movimento duradouro de valorização a longo prazo na medida que evidências reais aparecerem e começarem a refletir nos resultados corporativos. A retomada, *ceteris paribus*, ocorrerá de maneira não linear, considerando prováveis correções ao longo do caminho por diversos fatores de instabilidade que ainda permanecem (e.g. implicações políticas da Lava Jato e riscos do cenário externo), mas de forma que o argumento estrutural não seja afetado. Consequentemente, continuamos com nossa posição comprada no mercado acionário local.

No mercado cambial, pronunciamentos *hawkish* de diversos membros do Federal Reserve durante o mês – posteriormente confirmados pela presidente Janet Yellen – acabaram por tornar consensual a expectativa de alta dos juros norte-americanos em março, e consequentemente desencadearam um movimento de apreciação global do dólar. Apesar dos três apertos monetários previstos para esse ano poderem se concretizar caso a inflação mostre sinais mais contundentes de aceleração, a incerteza a respeito das consequências econômicas da agenda de Trump inviabilizam uma antecipação do tamanho e da duração das atuações do banco central norte-americano para os próximos anos. O dólar pode continuar ganhando força perante as demais economias desenvolvidas, contudo, especialmente considerando a postura *dovish* dos bancos centrais europeu, japonês e

inglês que ainda não sinalizaram uma intenção de retirar as políticas monetárias expansionistas em vigor. Aqui, mantemos uma atenção especial ao euro considerando que, apesar da ascensão de figuras políticas separatistas com eleições próximas e um dissenso entre credores com relação as próximas rodadas de socorro à Grécia continuarem acrescentando riscos políticos que atuam como força depreciadora, por outro lado o aquecimento na atividade e na inflação recentemente observados agem na direção oposta. Finalmente, destacamos como, ao contrário do consenso de desvalorização do real noticiado neste começo de ano, estávamos e ainda estamos convencidos de que (i) o momento de recuperação vivenciado pelo país, (ii) novas emissões de dívida corporativa no exterior pelo menor custo de crédito, (iii) a perspectiva de IPOs e maior participação estrangeira no mercado de ações brasileiro e (iv) o potencial ciclo de recuperação no preço de commodities promoverão um movimento de apreciação contra o dólar, sendo argumentos suficientes para superar o efeito depreciador da perspectiva de normalização da política monetária nos EUA. Desta maneira, nossa única posição em câmbio permanece comprada na apreciação do Real contra o dólar, reconhecendo que volatilidades no curto prazo podem ocorrer com eventuais aberturas na taxa de juros norte-americana.

No mercado de títulos governamentais, a queda nos juros brasileiros continua sendo destaque. Apesar dos indicadores de atividade fracos, a queda forte da inflação e a constante redução das expectativas – inclusive para abaixo da meta – terem dado condição para o Bacen promover um corte de 100bps, a autoridade optou por outra redução na mesma magnitude da reunião passada, de 75bps. O maior destaque, contudo, recaiu sobre o comunicado que acompanhou a decisão, em que ao contrário do anterior, explicitou a possibilidade de aceleração do ritmo de corte de juros. Neste sentido, a ata do Copom serviu para elaborar as condições necessárias para tal, além de expressar que uma eventual aceleração não necessariamente representa que o ciclo de corte de juros seria estendido – sendo apenas antecipado. Adiante, o Copom atualizou as suas projeções de inflação para os próximos anos, de tal maneira que se assumirmos um juro real historicamente razoável para o país, o juro nominal sob o cenário descrito poderia encerrar o ano substancialmente abaixo do precificado atualmente. Nossa perspectiva permanece a de que, mesmo reconhecendo que uma intensificação seria benéfica no curto prazo para nossa posição, o argumento estrutural para o ciclo de afrouxamento monetário está cada vez mais fortalecido. Uma trajetória fiscal sustentável é o principal condicionador deste ciclo a longo prazo, e são os fatores que atuam em prol dela que merecem maior atenção. Aqui, enfatizamos três eventos neste mês que representaram avanços importantes nessa frente: (i) a formalização da proposta de recuperação dos Estados, cujas contrapartidas foram adequadamente rígidas e estão pendentes de aprovação parlamentar; (ii) os dados fiscais de janeiro, que superaram com folga as expectativas e fortaleceram a capacidade de cumprimento da meta nesse ano; e (iii) a ofensiva do governo para aprovar a reforma da Previdência da maneira desejada. Se os esforços forem eficazes em garantir a aprovação desta última sem que emendas desfigurem a proposta inicial, por ser a mais essencial para a sustentabilidade fiscal do país, acreditamos que o mercado tenderia a antecipar uma provável redução na meta de inflação e mudança de rating soberano, contribuindo para uma queda maior nos juros futuros. Como consequência, permanecemos com a maior posição do fundo aplicada em juros locais, ressaltando que as condições para recuperação do Brasil e consequente diminuição do risco-país estão postas.