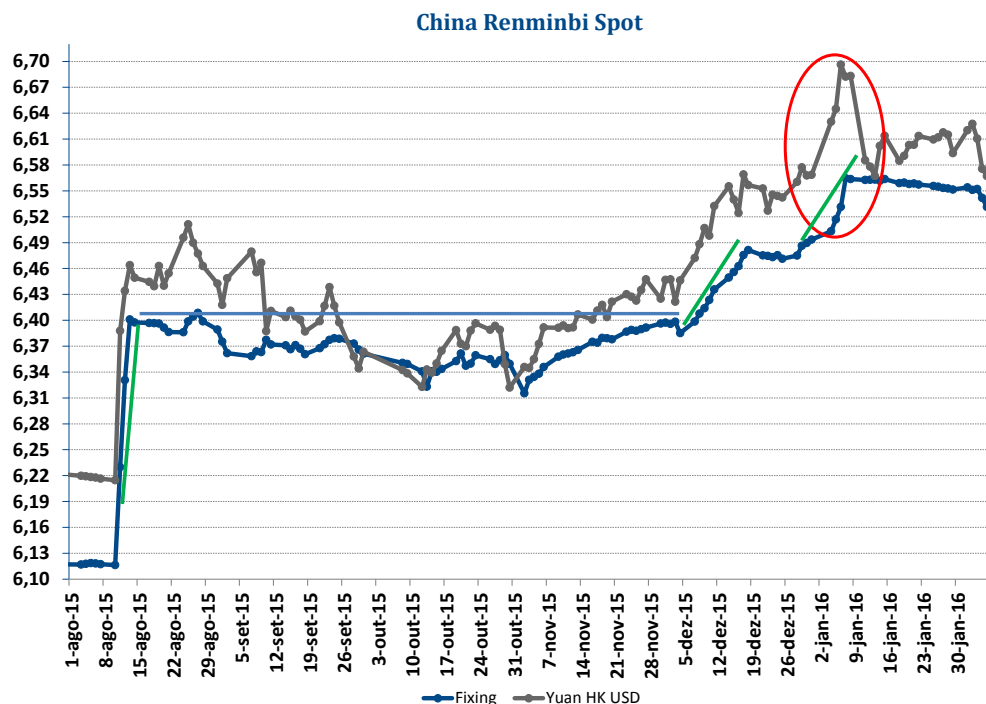


Cenário

DEUS EX-MACHINA e Keynes: “... What would you do Sir?”

Janeiro foi surpreendente em termos econômicos e em notícias relacionadas à política monetária. Iniciamos o mês preparados para a continuidade do processo de alta de juros nos Estados Unidos em março e, no Brasil, a grande maioria dos economistas e o mercado financeiro acreditavam em pelo menos +100 pontos base de alta nos juros básicos nas primeiras reuniões do Copom de 2016. O desenrolar do mês provaria que essas convicções mudariam radicalmente.

Primeiramente, no início do mês, as bolsas começaram a cair de maneira acelerada, à taxa de câmbio na China se depreciou em cerca de -1,5% e o Governo Chinês decidiu por uma interferência no câmbio, dado o desconforto com o descolamento de mais de 0,5% entre o YUAN em Hong Kong e na China.



“Dois YUAN” são negociados pelo mercado, um na China, fixado pelo *Bank of China* e denominado *fixing* no gráfico acima e um em Hong Kong, considerado câmbio offshore e denominado *Yuan HK USD* no referido gráfico. Esse segundo tem mais liquidez e a sua diferença em relação ao Yuan na China é a expectativa do mercado em relação a sua depreciação ou apreciação. Como o gráfico mostra, a maior distância entre os dois ocorreu no início de janeiro, momento em que a depreciação do YUAN chegou a acumular cerca de 6% em relação ao USD desde agosto de 2015. Esse foi um dos estopins do stress de janeiro.

Em meados do mês, tínhamos então um quadro no qual as bolsas caíam em média -11% e o petróleo -21%. Recessão global era uma expressão que já aparecia em alguns relatórios e o mundo estava em compasso de espera sobre como os bancos centrais do mundo reagiriam. No Brasil, o Copom iria se reunir nos dias 20 e 21, o Banco Central Europeu (ECB) tinha um pronunciamento marcado para o dia 21, o Banco Central Americano (FED) tinha o FOMC no dia 27 e, por último, o Banco do Japão (BoJ) tinha reunião agendada para dia 8.

Pois bem, no dia 19 de janeiro o FMI publicou uma atualização regular de projeções do seu "World Economic Outlook". Como a projeção anterior datava de outubro/15, estava defasada, em especial para o Brasil, que tinha apenas queda de -1% no PIB para 2016. Nesta atualização o FMI revisou sua projeção para o PIB brasileiro para uma queda de -3,5% em 2016. Nada demais, senão fosse o "DEUS EX MACHINA"

Às 9:04 da manhã do dia 19 de janeiro, o Banco Central do Brasil (BCB) solta uma nota qualificando como "significativas" as revisões das projeções feitas pelo FMI. Destaca que a revisão foi justificada por "fatores não econômicos" e termina dizendo que "o presidente Tombini ressalta que todas as informações econômicas relevantes e disponíveis até a reunião do Copom são consideradas nas decisões do colegiado". As interpretações naquele momento se dividiram entre uma sinalização de alta de +0,25% ou de manutenção da taxa Selic. Mas com certeza, descartava a possibilidade (até então muito alta) de elevação de +0,50%.

Houve questionamento e controvérsia sobre o porquê da reação a essa projeção. Mas é importante ter em mente que os bancos centrais do mundo se reúnem regularmente e hoje, com o benefício da análise retrospectiva, sabemos que os bancos centrais estavam de fato muito preocupados com uma desaceleração global. Mesmo que tenha sido a "gota d'água" no processo de convencimento interno do BCB, o importante a se notar é que uma vez convencido de que não deveria subir juros naquela reunião, tornara-se importante sinalizar a diferença de opinião o mais rápido possível porque comunicação é um instrumento de política monetária importantíssimo e, sem sombra de dúvidas, as expectativas não contemplavam uma não alta naquele momento.

O calendário dos bancos centrais foi como um dominó e um banco central após o outro demonstrou preocupação com o cenário internacional (China e commodities), sinalizando ou agindo na direção de alívio monetário em relação ao que se esperava:

- ✓ No dia 20 de janeiro as bolsas ainda caíam -13% no mês e o petróleo caía -23,5%, um pouco pior do que em meados do mês. O Copom decidiu manter as taxas de juros e citou o cenário internacional como motivo de preocupação no cenário de riscos.
- ✓ No dia 21, o ECB se reuniu e seu presidente mencionou que o colegiado pretendia considerar novas medidas de estímulo na

próxima reunião de março, onde divulgará projeções atualizadas.

- ✓ No dia 27, o FED manteve a taxa de juros inalterada, mas disse que o comitê está monitorando atentamente os desenvolvimentos econômicos e financeiros e avaliando suas implicações para o mercado de trabalho, para a inflação e para o balanço de riscos do cenário. Todos entenderam que precisaria o cenário melhorar para que o FED pudesse realizar uma nova alta de juros no mês de março.
- ✓ No dia 28, o Banco Central Japonês decidiu, como uma nova medida expansionista, colocar a taxa marginal de juros em valor negativo.

Em outras palavras, parece claro que houve um esforço coordenado na busca de evitar uma nova onda de contaminação financeira, onde ações e títulos de dívida já negociam com preços estressados. Mas por outro lado, estas iniciativas ainda são paliativas e o cenário deve permanecer complexo e volátil.

Concluindo, apenas o tempo poderá dizer se o BCB fez bem ou não em abortar a alta de juros que parecia contratada. Mas é fato que os dados e a conjuntura mudaram ao longo de janeiro. Apesar disso, as expectativas de inflação do Focus para 2016, em janeiro, subiu +39 pontos, de 6,87% para 7,26%. E para 2017, a alta foi ainda mais forte, +60 pontos atingindo 5,8%. Pode se questionar o

porquê da demora, mas temos a forte convicção que era melhor avisar no exato momento que se tomou a decisão e não esperar a reunião do Copom. Afinal, como diz uma citação famosa de John Maynard Keynes, *"When the facts change, I change my mind. What do you do sir?"*. Ninguém pode ser refém do passado. Mas ser preciso e cuidadoso no momento de explicar a mudança de decisão pode fazer toda a diferença.

¹ Um breve desvio para dar referência a expressão do título. "DEUS EX MACHINA". Literalmente "Deus vindo da máquina". A expressão foi usada pela primeira vez no teatro romano quando algo similar a um guindaste (*machina*) trazia o "deus" do céu ou do alto. Essa pessoa ou coisa aparecia ou era introduzida em uma situação súbita e inesperada, e fornecia uma solução artificial ou controversa, para uma dificuldade que parecia insolúvel. Foi usada desde o ano 500 AC por Sófocles e Eurípedes.

Desde os tempos antigos a expressão tem sido aplicada para um salvador inesperado ou um evento improvável que traz ordem ao caos. Por exemplo, a cavalaria chegando na última hora. A noção de DEUS EX MACHINA também pode ser aplicada a uma revelação dentro de uma história vivida por um personagem, que envolva realizações pessoais complicadas, às vezes perigosas ou mundanas e, porventura, sequência de eventos aparentemente não relacionados que conduzem ao ponto da história em que tudo é conectado por algum conceito profundo. Essa intervenção inesperada e oportuna visa dar sentido à história no lugar de um evento mais consistente com a trama.

Estratégias dos Fundos Macro (Janeiro)

	Posição	Racional	Resultado	Comentários adicionais
Estratégias	Juros Brasil	<p>Estratégia composta por posições via futuros e opções em juros nominais e estratégia em inclinação da curva de juros curta. A estratégia busca preponderantemente se beneficiar das oscilações de precificação do ciclo de aperto monetário, além dos impactos das variáveis de inflação, atividade e câmbio no mercado de juros.</p>	<p>Os destaques do mês de janeiro ficou por conta de nossas estratégias relacionadas à política monetária, com resultados relevantes em grande parte de nossas posições. Desde Novembro carregávamos posições no mercado de juros que buscavam explorar o tamanho do potencial do ciclo de alta da SELIC, que seria iniciado em janeiro. Dado o noticiário e postura do próprio BC, o mercado já desde os primeiros dias do mês passou a reduzir sua expectativa quanto ao tamanho do ciclo da SELIC, trazendo resultados positivos especialmente para nossa estratégia de inclinação na parte curta da curva. Posteriormente, com a decisão do Banco Central de não elevar a taxa SELIC, tivemos resultados bastante positivos também em nossa posições direcionais, opções e também na estratégia de inclinação.</p>	<p>Entramos em fevereiro com posição direcional reduzida, posição de inclinação aumentada e com aumento também em nossa estrutura de opções de IDI.</p>
	Valor Relativo	<p>A operação busca se apropriar de potenciais distorções entre os mercados de juros Brasil e câmbio (BRL)</p>	<p>Estratégia de valor relativo entre câmbio, juros e Cupom Cambial, com pequena contribuição negativa para o portfólio.</p>	
	Câmbio / Cupom Cambial	<p>Posicionamento tático no mercado de USD vs BRL e posição no mercado de cupom cambial.</p>	<p>Desde dezembro/15 carregávamos no portfólio posição no mercado de opções de BRLUSD que se apropriava de ganhos em uma depreciação cambial de média intensidade, e especialmente, de uma volatilidade reduzida no mercado de câmbio. Desta forma, com ajuda do recesso do congresso, e apesar da elevação de volatilidade no mercado internacional (BRL teve performance relativa de destaque), tivemos resultado bastante positivo na estratégia. No mercado de cupom cambial, tivemos resultado positivo na nossa estratégia aplicada em cupom cambial curto</p>	<p>Entramos em fevereiro com posição no mercado de opções também focada em um <i>range</i> do BRLUSD.</p>
	Inflação Brasil	<p>Posicionamento focada especialmente em fatores "micro" da inflação, visto que entendemos que em sua composição, especialmente nos itens de alimentação e administrados, a inflação apresenta possibilidade de breve arrefecimento em 2016.</p>	<p>No início deste mês de janeiro, iniciamos a montagem de posição vendida na inflação implícita do ano de 2016. Vale ressaltar que não temos um view estrutural (médio/longo-prazo) de mudança no patamar de inflação, mas apresentamos somente um questionamento técnico da inflação deste ano. Adicionando-se a isso, entendemos que a possibilidade de alocar risco na estratégia a uma inflação implícita de 2016 próxima de 9%, apresenta assimetria favorável para o fundo.</p>	

Mauá Capital

R. Joaquim Floriano, 413
16º andar
Itaim Bibi, São Paulo – SP, Brasil, 04534-011
www.mauacapital.com

Para informações adicionais, favor contatar:

Relacionamento com Investidores
Email: mktasset@mauacapital.com
Tel: + 55 11 2102-0700

Disclaimer

As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. LEIA O [PROSPECTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO] ANTES DE INVESTIR.

