

Estratégia Macro

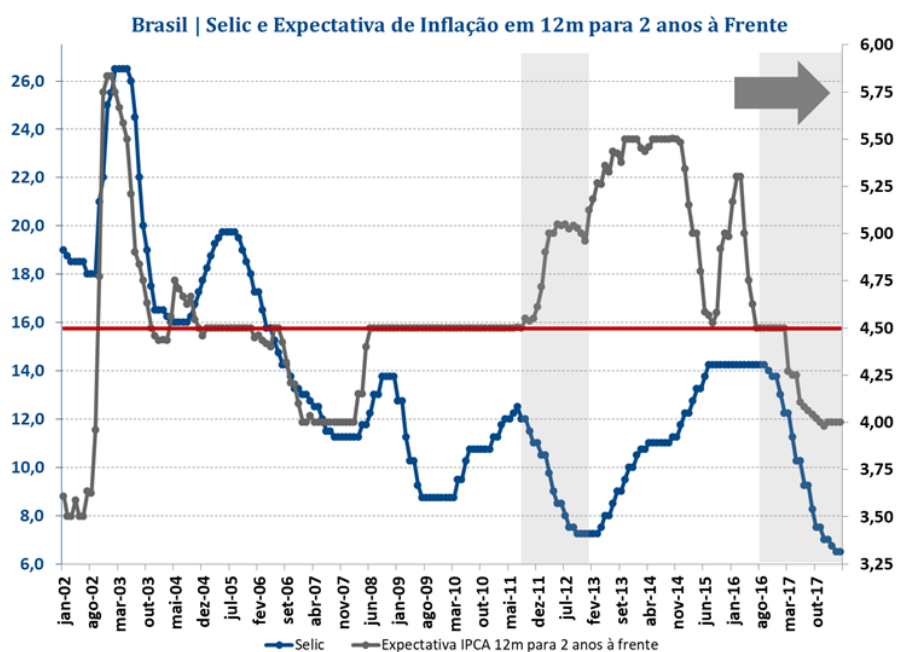
Os fundos da estratégia macro da Mauá Capital obtiveram desempenho acima do CDI no mês de março. A boa performance foi resultado, principalmente, das nossas posições em juros Brasil e inflação.

Chegando ao final do Ciclo de afrouxamento monetário

Após 18 meses de queda de juros, 12 reuniões, o Banco Central deve parar o processo de afrouxamento monetário no próximo Copom. Como chegamos até aqui, e o que esperar adiante, será o foco desta carta.

Quando Ilan Goldfajn assumiu a presidência do Banco Central, em 9 de Junho de 2016, a expectativa de inflação para 2 anos a frente era de 4,6% , e o mercado futuro de juros, para o mesmo período era de 12,6 %, o que significava um juro real de 8%. A inflação em 12 meses acumulava 8,84% e, apesar da queda de produto desde 2013 ter sido de 7%, a inflação média no mesmo período foi de 8%.

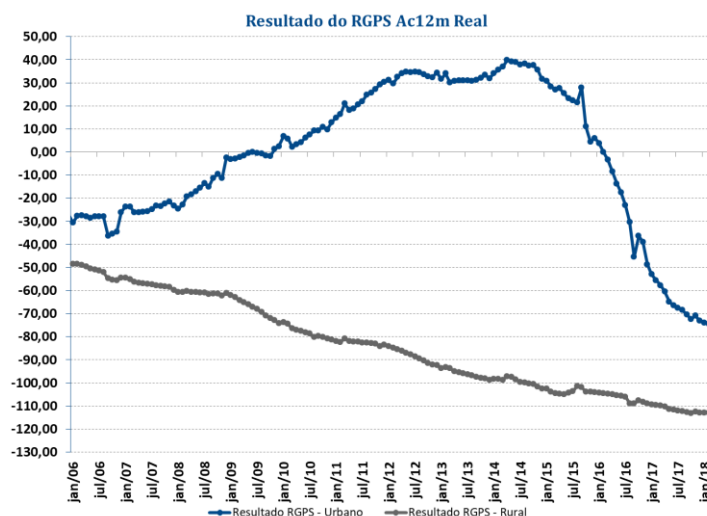
Em outubro, o Banco Central iniciou o processo de afrouxamento monetário. Caindo de um juro real de 7,7% para 2,5% em 12 meses, uma queda de 5,2%. Nesse processo a estimativa de crescimento do produto em 2018 foi de 1,6% para 2,8%, e a expectativa de inflação do mesmo ano caiu de 5% para 3,5%.



Carta Mensal

Março 2018

Sendo que, 24 meses à frente, o aumento da confiança foi maior ainda. Intenso movimento que ocorreu, apesar de não contarmos com uma reforma fiscal, em meio a um cenário de contas públicas ainda muito ruim. Pois bem, sucessivas quedas nas expectativas e na inflação corrente fizeram a taxa Selic chegar ao menor valor nominal, e a taxa de longo prazo a um de seus menores valores.



Fonte e Elaboração: Mauá Capital

O Banco Central planejava encerrar o ciclo de corte em janeiro se, e somente se, a inflação viesse conforme o esperado. Não foi, e ele reagiu. No Relatório de Inflação de Dezembro de 2017, o Banco Central esperava inflação de 1,37% para o primeiro semestre de 2018, 4,2% para o final 2018 e 4,2 % para 2019. Após a inflação efetiva no primeiro trimestre ter sido cerca de 0,5%, menor do que o esperado, ele precisava corrigir esta queda. Mas como já havia mudado o ritmo de variação de juros básicos pra 25 bps, a solução salomônica se apresentou pela preferência de dividir os 50 bps em 2 reuniões, fazendo 25 bps em março e quase que prometendo 25 bps em abril, conforme demonstrado no trecho abaixo, retirado da Ata do mês de março:

"(...) Houve consenso que a evolução da conjuntura, do cenário básico e do balanço de riscos (...) foi tornando clara, ao longo do tempo, a necessidade de um ajuste da política monetária em relação ao movimento que havia sido sinalizado como mais provável na reunião anterior. Parte desse ajuste pôde ser implementado pela redução da taxa Selic para 6,5% a.a., (que já estava refletida nas projeções de analistas e na estrutura a termo das taxas de juros). Entretanto, os membros do Copom concluíram pela necessidade de tornar a política monetária um pouco mais estimulativa. (...). Nesse contexto, um estímulo monetário adicional mitigaria esse risco. (...) O Copom decidiu, portanto, sinalizar que, para a próxima reunião, uma flexibilização monetária moderada adicional se mostra adequada sob a ótica atual. (...) debater os passos seguintes à próxima reunião, tendo em mente o horizonte relevante para a condução da política monetária àquela altura, que já estará majoritariamente concentrado no ano-calendário de 2019. Tendo em vista o cenário básico do Copom, o balanço de riscos e as defasagens e incertezas associadas ao processo de transmissão da política monetária, o Comitê concluiu que, àquela altura, deverá se mostrar apropriado interromper o processo de flexibilização monetária. (...)

Carta Mensal

Março 2018

Desta forma, acreditamos que na próxima reunião, o Banco Central provavelmente irá parar esse processo de cortes, tendo em conta que não haverá grandes surpresas na inflação projetada para o segundo trimestre. A situação atual não parece ser o caso de uma queda estrutural na inflação, na nossa visão.

Acreditamos que, após encerrado o ciclo de cortes, iniciaremos um período onde os juros permanecerão no mesmo patamar, sucedido por um movimento de normalização, dado nível estimativo atual. Entendimento semelhante ao do Banco Central de que “as atuais taxas de juros ex ante têm efeito estimulativo sobre a economia”. Acreditamos que os juros irão subir, a partir de abril de 2019, 175 bps, movimento distribuído em uma alta inicial de 25bps seguida de outras três de 50bps. Mas o caminho ainda é muito longo e incerto, com uma agenda de eleições presidenciais cujo resultado pode significar muito mais juros, ou um pouco menos que esse 8%. Enquanto o cenário doméstico for movido por fatores políticos, focaremos nossas atenções onde vetores macroeconômicos prevaleçam.

Internacional

Em relação ao cenário externo, o crescimento global permanece firme, ancorado na aceleração da produção manufatureira iniciada no segundo semestre de 2016. Os dados observados no primeiro trimestre deste ano continuam indicando uma visão de atividade econômica global robusta, principalmente nas economias dos EUA e China. No entanto, pesquisas de sentimento para o mês de fevereiro e março deste ano, na Europa e em alguns países da Ásia, indicam sinais de desaceleração no crescimento atual. Sinais que não foram suficientes para causar revisões significativas de PIB para este ano nas respectivas economias.

Já os Estados Unidos vem crescendo em linha com a nossa expectativa e com o consenso do mercado, o FED elevou os juros em 25 bps na reunião de março. Os membros do board revisaram para cima mais uma vez suas expectativas, a mediana agora projeta crescimento de 2,7% a.a. em 2018, crescimento de 2,4% em 2019 e 2% em 2020 (eram respectivamente 2,5% 2,1% e 2,0% anteriormente). Com relação às projeções de inflação, o FED manteve as projeções para o núcleo do PCE em 1,9% e 2% para 2018 e 2019, mas revisou 2020 de 2% para 2,1%.

Digno de nota foi a revisão para a Federal Funds Rate. A mediana dos membros do FOMC continua com 3 altas pra 2018, mas a análise detalhada dos votos indica que os membros votantes já tem em sua mediana 4 altas. Para 2019 houve uma elevação de 2 para 3 altas, o que elevou em uma alta o nível acumulado de juros. Desta forma, o consenso do comitê segue convergindo gradualmente para nosso cenário central. Este cenário reflete crescimento robusto da economia americana, as condições mais apertadas do mercado de trabalho e a transitoriedade dos choques de inflação ocorridos ao longo dos últimos meses.

Ainda sobre a inflação americana, o núcleo do deflator do consumo privado (PCE), subiu 0,23% no mês de fevereiro, a variação mensal mais forte para o índice desde 2007. Apesar do crescimento de 1,6% na comparação interanual, o núcleo apresenta variação anualizada nos últimos três meses de 2,8%. Nossa visão é de que esta aceleração recente do núcleo não se deve aos itens mais sensíveis ao ciclo econômico – itens os

Carta Mensal

Março 2018

quais acreditamos que irão acelerar de maneira gradual ao longo dos próximos anos - mas sim ao movimento de fatores específicos, como as contas de vestuário e serviços médicos. Em linha com esse processo, acreditamos que a aceleração da variação interanual do núcleo para 1,9% na leitura de março seja o mais provável, dado o efeito base da saída dos reajustes de serviços de internet realizados em março do ano passado. Isto pode sugerir uma convergência do PCE para a meta desejada de 2% mais rápida do que a esperada pelo Federal Reserve.

Perspectivas e Riscos

Apesar do crescimento global robusto dos últimos trimestres, a perspectiva em relação ao cenário econômico atual nos parece bastante incerta, dada o recente aumento da tensão comercial entre os Estados Unidos e a China, cenário em que os ativos devem ter um maior prêmio de risco. A postura do governo americano no mês de março, na nossa visão, foi de colocar na pauta a promessa de campanha do Trump em retaliar as relações comerciais com a China.

Em uma breve retrospectiva, o mês de março foi guiado pelos seguintes eventos: no dia primeiro o presidente anunciou a imposição de tarifas sobre o aço e alumínio, seguido do comentário do Trump de que guerras comerciais são boas e fáceis de vencer. Cinco dias depois, Gary Cohn, principal assessor econômico do Trump, renunciou ao cargo e um dos principais motivos foi por discordar da imposição das tarifas. Diversos países (dentre eles a China) se posicionaram rapidamente contra a medida ao alegar que estas tarifas infringiam regras da OMC. No entanto, apesar do esforço chinês por negociações, Trump anunciou tarifas adicionais sobre a China de US\$ 50 bilhões. Surpreendente, isso fez o país asiático responder às tarifas americanas na mesma proporção e escala, de maneira a agravar o nível do confronto.

Neste momento de grande incerteza sobre o decorrer do cenário, membros da equipe do Trump ao tentar acalmar os receios do mercado em relação aos impactos sobre a economia americana, sinalizaram pela preferência por negociações. No entanto, Donald Trump deu a palavra final e surpreendeu novamente ao anunciar US\$100 bilhões adicionais. Dado o escalamento das tensões, acreditamos que apesar da incerteza em relação aos montantes exatos, ambos os países vão aplicar as tarifas anunciadas. E, apenas após a efetivação desta retórica, devem iniciar-se as negociações até um acordo final em que certamente Trump tenha alguma vitória, de maneira a edificar mais uma proposta de sua campanha.

Ainda no mês de março, consideramos muito simbólica a visita secreta a Pequim do ditador norte coreano Kim Jong-un. Acreditamos que esta visita ao presidente chinês Xi Jinping revela um estreitamento das relações diplomáticas entre China e Coreia do Norte. Esta movimentação somada à aproximação entre Seul e Pyongyang, facilitada pelos Jogos Olímpicos de Inverno, e a o encontro entre Kim e Trump, pode representar uma redução do risco geopolítico global. Um caminho de negociação sobre o programa nuclear da Coreia do Norte e uma redução nas tensões Geopolíticas.

Estratégias dos Fundos Macro

	Posição	Racional	Resultado
Estratégias	Juros - Brasil	Estratégia composta por posições via futuros e opções na parte curta de juros nominais, além de arbitragem na parte intermediária da curva de juros nominal. A estratégia busca, principalmente, se beneficiar das oscilações de precificação em relação as próximas reuniões do COPOM, além dos impactos das variáveis de inflação, atividade e câmbio no mercado de juros.	Resultado positivo na estratégia, impactado pelo combo de posições na parte curta da curva de juros. A posição foi beneficiada por dados do COPOM mais "dovish", que confirmaram um novo corte na taxa de juros e trouxeram a possibilidade de um corte adicional. Já a posição aplicada em juros na parte intermediária da curva obteve resultado negativo, mas não o suficiente para neutralizar os demais ganhos.
	Inflação - Brasil	Ao longo do mês, mantivemos uma pequena posição direcional em inflação na parte curta da curva.	Resultado positivo na posição aplicada na parte intermediária da curva de juros real.
	Moedas - Brasil	Posição em futuros e opções com viés long BRL vs. short USD.	Resultado marginalmente negativo na estratégia, impactado, principalmente, pelo combo de posições em BRL vs. USD.
	Bolsa - Brasil	Posição em futuros com viés long IBOV, além de outros trades táticos no mercado de renda variável.	Resultado negativo na estratégia de bolsa Brasil, em função da posição em futuros com viés long IBOV e de alguns trades táticos no mercado de renda variável.
	Moedas - Internacional	Pequenas posições táticas vendidas, principalmente, em AUD e CLP.	Resultado marginalmente positivo na estratégia, impactado pela posição vendida em AUD e posição vendida em COP. A pequena posição vendida em CLP obteve resultado negativo, mas não o suficiente para comprometer o resultado das demais posições.
	Juros - Internacional	Combo de posições que se beneficiam da continuidade do processo de normalização da taxa de juros nos Estados Unidos. Nosso call está baseado na possibilidade de um aperto maior do que está precificado na curva. Posição aplicada na curva de juros chilenos. Posição aplicada na parte curta da curva de juros colombiano e juros mexicano.	Resultado negativo no combo de posições tomadas na parte curta da curva de Fed Funds, que busca antecipar o ciclo de aumento da taxa de juros nos Estados Unidos pelo FED, impactado, principalmente, pelos conflitos gerados com as políticas protecionistas do Trump e dos acontecidos com o setor de tecnologia. As posições aplicadas na parte curta da curva de juros mexicano, chileno e colombiano obtiveram resultados positivos, mas não o suficiente para compensar as demais perdas.
	Bolsas - Internacional	Pequenas posições táticas em bolsas de países emergentes e desenvolvidos.	Resultado negativo na estratégia de bolsas internacionais.
	Valor relativo / hedge / outras posições	Posições, principalmente, em bolsa e câmbio local, e juros americanos.	Resultado positivo nos hedges da carteira, visando proteger o portfólio em caso de movimentos políticos e econômicos domésticos e internacionais.

Performance dos Fundos Macro

	MARÇO DE 2018										
	Mês	%CDI	Ano	%CDI	12m	%CDI	24m	%CDI	PL Atual	PL Médio (12m)	Status
ABSOLUTO	0,56%	105%	4,07%	256%	11,83%	141%	34,26%	147%	R\$ 273,3 mi	R\$ 193,3 mi	Aberto
MACRO	0,63%	119%	5,94%	373%	14,76%	175%	43,66%	187%	R\$ 1430,8 mi	R\$ 1199,3 mi	Aberto
	Mês	IMA - B + X%	Ano	IMA - B + X%	12m	IMA - B + X%	24m	IMA - B + X%			
IPCA HEDGE	1,37%	0,44%	8,77%	3,83%	17,53%	6,80%	51,73%	17,12%	R\$ 30,1 mi	R\$ 91,2 mi	Aberto
	Mês	%Bench	Ano	%Bench	12m	%Bench	24m	%Bench			
INSTITUCIONAL	0,71%	134%	2,40%	151%	9,78%	116%	28,84%	124%	R\$ 140,4 mi	R\$ 52,0 mi	Aberto

Mauá Capital

Rua Renato Paes de Barros, 955
 15º andar
 Itaim Bibi, São Paulo – SP, Brasil, 04530-001
 Tel: + 55 11 2102-0700 / Fax: + 55 11 2102-0703

Para informações adicionais, favor contatar:

Relacionamento com Investidores
 Tel: + 55 11 2102-0740
 Email: mktasset@mauacapital.com

Disclaimer

As informações contidas neste material são de caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento de investimentos, não devendo ser utilizadas com este propósito. Nenhuma informação contida neste material constitui uma solicitação, oferta ou recomendação para compra ou venda de quotas de fundos de investimento, ou de quaisquer outros valores mobiliários. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída (quando houver). Para avaliação da performance dos fundos de investimento, é recomendável uma análise de períodos de, no mínimo, 12 (doze) meses. Leia o Formulário de informações complementares, Lâmina de Informações Essenciais e o Regulamento antes de investir. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito – FGC. 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. O grupo Mauá Capital, seus administradores, sócios e funcionários isentam-se de responsabilidade sobre quaisquer danos resultantes direta ou indiretamente da utilização das informações contidas neste material.

