

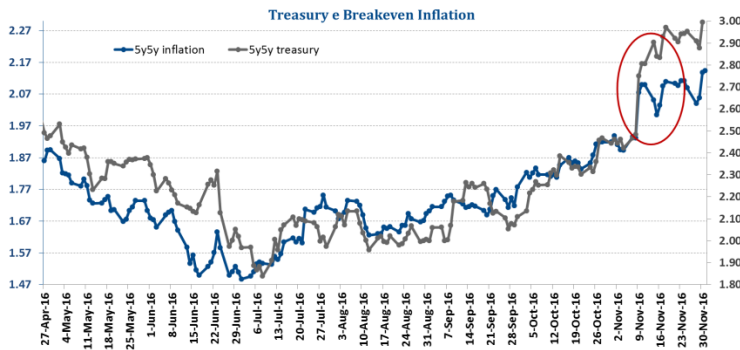
## Cenário

---

### **Uma grande surpresa**

Sem dúvida, o mundo acordou na manhã de 4ª feira, 9 de Novembro, com uma grande surpresa. Donald J. Trump, surpreendendo as previsões do mercado e as pesquisas eleitorais, foi eleito presidente dos Estados Unidos. Apesar da campanha com discurso agressivo, principalmente em relação às questões imigratórias, militares e comerciais, o candidato do Partido Republicano apresentou um tom mais moderado no discurso de posse. Além da vitória de Trump, o Partido Republicano garantiu controle do Congresso com maioria no Senado e na Câmara.

A reação do mercado americano à vitória Republicana foi positiva. As principais bolsas dos EUA apresentaram alta, o dólar apreciou frente às outras moedas e ocorreu um movimento significativo de aumento nas taxas de juros de 10 anos dos títulos do governo norte americano. A *treasury* de 10 anos, que se encontrava ao redor de 1,9% a.a. antes das eleições, no dia seguinte do resultado precificava juros de 2,1% a.a., chegando a patamar próximo a 2,5% a.a. ainda em novembro. Decompondo a variação ocorrida nesta taxa nominal de juros, pode-se dizer que a primeira parte desse movimento foi devido a maior inflação esperada, enquanto que apenas em um segundo momento ocorreu aumento da taxa de juros real, ambos causados por piora na perspectiva fiscal. Este movimento pode ser claramente observado na parte mais longa da curva de juros. Comparando a variação da taxa média dos últimos 5 anos da taxa de juros de 10 anos - equivalente à taxa futura para os próximos 5 anos daqui a 5 anos - com a variação das expectativas de inflação daqui a 5 anos para os próximos 5 anos, pode-se observar claramente o primeiro movimento inflacionário.



Fonte: Bloomberg / Elaboração: Mauá Capital

Estas oscilações de mercado sinalizando taxas de juros americanas mais altas, maior incerteza e fortalecimento do dólar frente às outras moedas ocorreram devido à perspectiva de política fiscal mais expansionista nos Estados Unidos.

As principais propostas de Trump se baseavam nos seguintes princípios:

- Reduzir o desemprego para os americanos, com ênfase em bloquear a evasão de empregos e indústrias nos Estados Unidos para a China e o México;
- Aumentar impostos para quem não empregar preferencialmente americanos, chegando a afirmar que “obrigaria” a Apple a fabricar seus produtos nos Estados Unidos;
- Melhorar a infraestrutura do País com gastos públicos;
- Alterar de maneira significativa o *Affordable Healthcare Act* (Obamacare);
- Expulsar todos os imigrantes ilegais que já estão nos EUA (com foco “naqueles que tenham problema com a lei”).

Os resultados dessas prováveis escolhas de política econômica são: mais inflação e um pouco mais de crescimento, estímulo de demanda no curto prazo e uma percepção de menor controle fiscal. Com isso,

acreditamos que o Federal Reserve irá realizar uma alta de juros de 0,25% este ano e até 3 altas em 2017.

Enquanto isso, no Brasil, o COPOM reduziu a SELIC pela segunda reunião consecutiva em 0,25%, e fixou a taxa em 13,75%. No entanto, a sinalização em seu comunicado foi clara na direção de aceleração do movimento na reunião subsequente. A única ressalva do COPOM condicionando a aceleração foi em relação ao cenário externo quando mencionou:

*“O aumento da volatilidade dos preços de ativos indica o possível fim do interregno benigno para economias emergentes. Há elevada probabilidade de retomada do processo de normalização das condições monetárias nos EUA no curto prazo e incertezas quanto ao rumo de sua política econômica”.*

Vale ressaltar que a parte mais importante da decisão do COPOM, por sua vez, se refere à menção inédita da atividade podendo ser pior que o esperado, sugerindo uma aceleração no ritmo de queda de juros.

*“(…) atividade econômica aquém do esperado no curto prazo, o que induziu reduções das projeções para o PIB em 2016 e 2017. A evidência disponível sinaliza que a retomada da atividade econômica pode ser mais demorada e gradual que a antecipada previamente”*

*“a atividade econômica mais fraca e o elevado nível de ociosidade na economia podem produzir desinflação mais rápida que a refletida nas projeções do COPOM”*

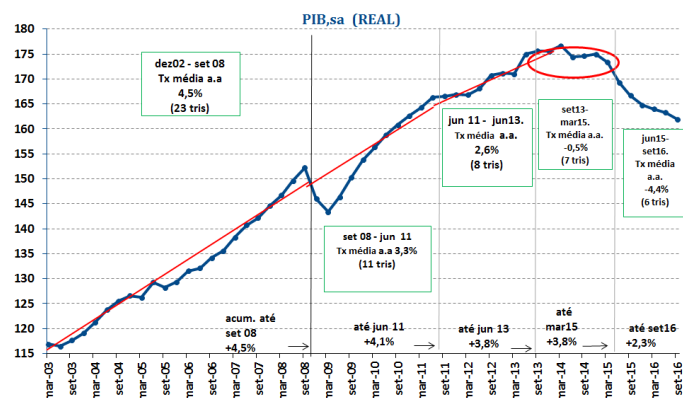
*“(…) o COPOM destaca que o ritmo de desinflação nas suas projeções pode se intensificar caso a*

recuperação da atividade econômica seja mais demorada e gradual que a antecipada (...)"

Não foi à toa que o Banco Central mudou sua comunicação em relação à atividade. As expectativas de PIB para 2016 e 2017 da pesquisa Focus do Banco Central sofreu um ajuste importante desde o início de outubro. Para 2016, a expectativa passou de queda de 3,14% para queda ainda maior de 3,42% e para 2017, a alta de 1,3% foi reduzida para número mais modesto de 0,88%. Esses ajustes foram em razão tanto dos dados correntes do quarto trimestre de 2016 - mais fracos, como também pelo resultado efetivo do PIB do terceiro trimestre, pior que o esperado, principalmente na sua composição. Neste sentido, as surpresas negativas mencionadas proporcionaram carregamento estatístico mais intenso para 2017.

O resultado do PIB do 3º trimestre contraiu 0,8%, o 10º trimestre consecutivo de queda, acumulando -8,3% desde o início da recessão. Em relação à desagregação, todos os componentes da demanda doméstica caíram em relação ao segundo trimestre. Mais uma vez, a contração de 3,1% da formação bruta de capital fixo chamou a atenção, com isso a

taxa de participação do investimento alcançou 16,1% do PIB, a menor da série.



Fonte: IBGE / Elaboração: Mauá Capital

Em suma, vivemos a pior recessão da história no Brasil e sem perspectiva de melhora à vista. Nos EUA, apesar da surpresa com o novo presidente – volátil, a política monetária, conforme guiada pelo FED, não deve ser alterada. Cristalizam-se, assim, as condições para aceleração da queda de taxa de juros pelo Banco Central do Brasil. Neste sentido, acreditamos que o COPOM corte a SELIC em 0,50% em janeiro, com grande probabilidade de aceleração do passo logo em seguida.

## Estratégias dos Fundos Macro (Novembro)

	Posição	Racional	Resultado	Comentários adicionais
Estratégias	Juros	Estratégia composta por posições via futuros e opções em juros nominais e estratégias de arbitragem na curva de juros. A estratégia busca principalmente se beneficiar das oscilações de precificação em termos das próximas reuniões do COPOM, além dos impactos das variáveis de inflação, atividade e câmbio no mercado de juros. Posições em juros na parte lo	Durante o mês, mantivemos posições no combo de Política Monetária e na parte longa da curva de juros. No combo de Política Monetária, iniciamos o mês com posições relativamente neutralizadas para redução no Copom de novembro de 25bps ou 50bps. No entanto, tivemos neste mês dois movimentos distintos que fizeram com que tivéssemos que ajustar nosso combo de forma relevante. Inicialmente, com a eleição de Trump nos Estados Unidos e a apreciação do US\$/R\$, o mercado começou a flertar com uma possível pausa no ciclo de queda das taxas de juros. Apesar de entendermos que esta possibilidade era muito pequena, a perda que geraria para nosso combo era maior do que gostaríamos. E neste sentido, de acordo com o nosso estilo de gestão, "compramos seguro", protegendo o portfólio para este cenário. E mais para o final do mês, com a divulgação de dados de atividade piores do que o esperado, o mercado começou a flertar com a aceleração do ciclo de queda. E dependendo da aceleração, como nosso resultado seria aquém do esperado também, "compramos seguro" novamente. Desta forma, o resultado ficou aquém do que gostaríamos no mês mas "comprar seguro" quando necessário é parte importante do nosso processo de investimento e tem se mostrado eficiente ao longo do tempo. Em relação a Risco Brasil, tivemos resultado positivo de pequena posição tática na parte longa da curva Resultado positivo no mês, impactado principalmente pelo desempenho da estratégia direcional aplicada em inflação implícita para o ano de 2016. Em função da divulgação do IPCA de outubro e IPCA-15 de novembro abaixo da expectativa do mercado, e da mudança para Bandeira Verde na conta energia elétrica, a inflação projetada pelo mercado cedeu. Já a posição em FRA de inflação na parte longa da curva obteve resultado negativo em função do risk-off Trump.	Com a redução de 25bps na SELIC na reunião de novembro, com base nos comunicados do Banco Central, os dados mais fracos de inflação no curto prazo e a atividade econômica muito mais fraca do que o esperado, acreditamos que o Copom deverá acelerar o passo de flexibilização monetária, de modo que ampliamos nossas posições e a focamos na busca de melhores pay-offs em caso de queda de 50bps na próxima reunião, com possível aceleração subsequente do ritmo.
	Inflação Brasil	Ao longo do mês, mantivemos estratégias que buscavam se apropriar de uma menor inflação do que a esperada pelo mercado no ano de 2016 e posições em FRA de inflação na parte longa da curva.	Resultados positivos em função do desempenho da estratégia direcional aplicada em inflação implícita para o ano de 2016. Em função da divulgação do IPCA de outubro e IPCA-15 de novembro abaixo da expectativa do mercado, e da mudança para Bandeira Verde na conta energia elétrica, a inflação projetada pelo mercado cedeu. Já a posição em FRA de inflação na parte longa da curva obteve resultado negativo em função do risk-off Trump.	Ao longo do mês, com a convergência da inflação implícita de 2016 para o nosso cenário, praticamente zeramos nossa posição nesta estratégia.
	Câmbio / Cupom Cambial	Em moedas, posicionamento tático via futuros e opções no mercado de USD vs BRL, e opções em MXN vs. USD. Em cupom cambial, posições direcional e de inclinação.	Em moedas, mantivemos no mês um cenário construtivo para Brasil, que foi traduzido em estrutura de opções long BRL x short USD, a qual obteve resultado marginalmente positivo. No mercado externo, tivemos resultado negativo de pequena posição tática em opções long MXN x short USD (eleição Trump) e em cupom cambial, o resultado positivo da trava na parte curta da curva não foi suficiente para compensar a performance negativa na estratégia direcional na parte intermediária da curva.	Em moedas, zeramos a posição em opções long MXN x short USD.
	Bolsa Brasil	Posição tática em opções de IBOV com objetivo de proteção das demais posições.	Resultado positivo da posição tática em opções em IBOV com viés vendido em função dos desdobramentos da eleição Trump. Ainda mantemos a posição mas em tamanho menor.	

## Performance dos Fundos Macro (Novembro)

	NOVEMBRO DE 2016										
	PL Médio (12m)	Mês	%CDI	6m	%CDI	Ano	%CDI	12m	%CDI	24m	%CDI
ABSOLUTO	R\$ 53,4 mi	0,40%	38%	7,76%	114%	18,98%	149%	19,75%	140%	36,88%	127%
MACRO	R\$ 199,8 mi	0,04%	4%	8,44%	124%	24,98%	196%	25,34%	180%	43,01%	148%
	Mês	IMA-B + X%	6m	IMA-B + X%	Ano	IMA-B + X%	12m	IMA-B + X%	24m	IMA-B + X%	
IPCA HEDGE	R\$ 87 mi	-2,45%	-1,23%	7,07%	0,94%	28,71%	7,42%	29,63%	6,66%	38,62%	8,36%

**Mauá Capital**

R. Joaquim Floriano, 413  
16º andar  
Itaim Bibi, São Paulo – SP, Brasil, 04534-011  
Tel: + 55 11 2102-0700 / Fax: + 55 11 2102-0700

**Para informações adicionais, favor contatar:**

**Relacionamento com Investidores**  
Tel: + 55 11 2102-0741  
Email: [mktasset@mauacapital.com](mailto:mktasset@mauacapital.com)

**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.

