

## Cenário

---

**"The Boys Are Back In Town"** – Thin Lizzy

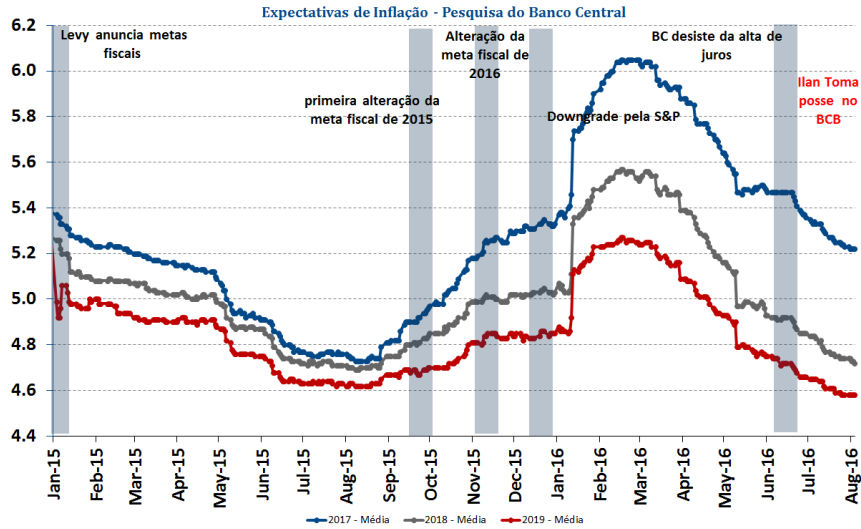
***Guess who just got back today  
Them wild-eyed boys that had been away  
Haven't changed that much to say  
But man, I still think them cats are crazy***

Assim como a letra desse *hit single* da banda *Thin Lizzy*, já é possível comemorar que os garotos estão de volta à cidade. Após assumir no começo de junho, a nova diretoria do Banco Central, que contempla dois *PhDs* de Princeton, professores da PUC e um "tesoureiro" do mercado financeiro, volta a ter a formação clássica que mescla Academia e Mercado.

Num claro esforço de melhorar a comunicação com o mercado, o Banco Central:

- Estendeu o número de parágrafos do comunicado, diminuindo a importância relativa da ATA em relação ao dia da decisão.
- Antecipou em dois dias (de quinta-feira pós-Copom para terça-feira) a divulgação da ATA, reduzindo o número de parágrafos e divulgando as projeções do modelo em todas as reuniões (antes só era possível conhecer as projeções a cada 90 dias, nos relatórios de Inflação trimestrais).

A percepção dos agentes de mercado em relação à formação do compromisso com as metas de inflação em 2017 é que HOJE ainda estão sob o efeito de TRAÇÃO da política monetária. Dentro do horizonte relevante, leia-se de 6 a 18 meses. O impacto das mudanças feitas pelo BCB pode ser verificado nas expectativas de inflação.



Fonte: Banco Central do Brasil / Elaboração: Mauá Capital

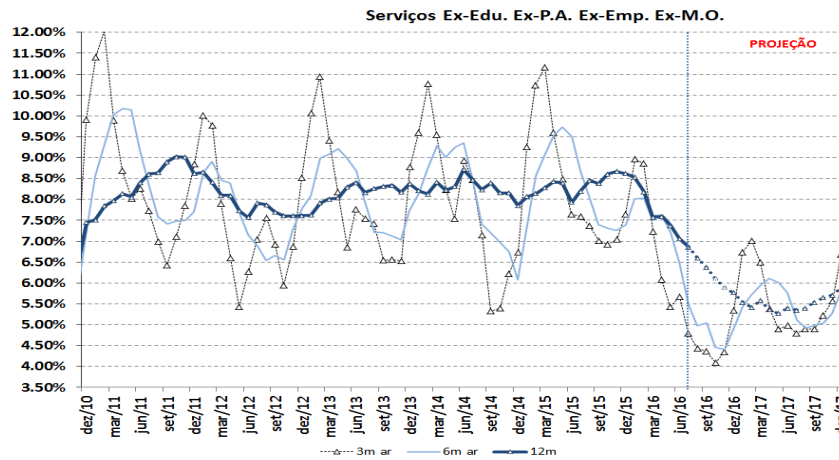
Após a posse do Ilan, as expectativas para 2017, que estavam estáveis ao redor de 5,5%, agora estão em torno de 5,2% e as expectativas de 2018 e 2019 continuaram o processo de queda em direção à meta de 4,5%. Ainda é possível aperfeiçoar a comunicação. Mas os garotos acabaram de chegar. Esse aspecto deve melhorar com o tempo.

Apesar disso, a inflação insiste em ficar alta no curto prazo. O IPCA de julho mostrou que a inflação segue bastante resistente. A alta de 0,52% no mês, bem acima da média de 0,23% observada entre 2006 a 2015, foi a terceira maior variação da série para meses de julho. Esta surpresa trouxe dúvidas ao mercado quanto à possibilidade de desinflação consistente ainda este ano.

Acreditamos que sim. Vale lembrar que os choques de alimentação recentes foram muito frequentes, o *El Niño* especialmente forte contribuiu para altas em produtos *in natura*, quebra de safra de feijão, queda na produção de matrizes leiteiras e abate de aves por conta do custo elevado do milho.

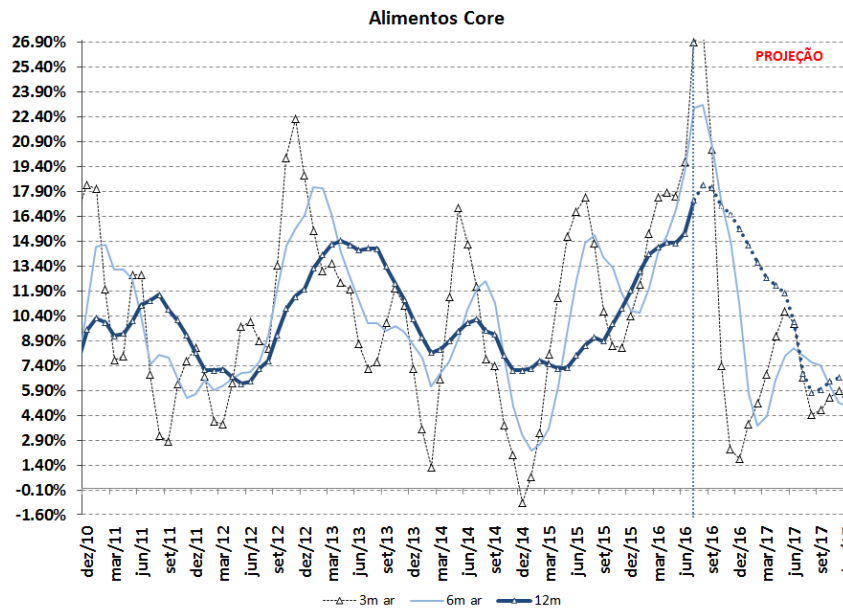
Por outro lado, a descompressão mais forte do IPCA tem vindo de serviços<sup>1</sup>. Item que “rodou” acima de 8% nos últimos 8 anos e que, finalmente, caiu devido à forte abertura do hiato do produto. Em serviços já estamos abaixo da inflação de longo prazo observada para o grupo.

<sup>1</sup> A categoria Serviços aqui exclui passagens aéreas (muito volátil), educação (reajuste duas vezes ao ano), mão de obra e empregada doméstica (metodologia fixa para o ano todo baseado no salário mínimo).



Fonte: IBGE / Elaboração: Mauá Capital

O gráfico seguinte mostra o comportamento do grupo de alimentos que fazem parte do núcleo. É uma agregação que contempla proteínas industrializadas e derivados do leite, por exemplo. Em 12 meses acumula alta de mais que 17%. Só o leite acumula alta de 30% no ano.



Fonte: IBGE / Elaboração: Mauá Capital

Levando em conta a trajetória do IPCA durante os sete meses do ano, é importante pontuarmos alguns riscos até o final de 2016: O maior risco hoje é o hidrológico, a entrada da *La Niña* seguida de um *El Niño* traz chuvas irregulares. Essa irregularidade também pode ser associada a uma diminuição das chuvas em relação à média histórica, o que traz preocupações. Neste sentido, a recuperação da demanda por energia e as chuvas abaixo da média nos últimos meses podem provocar uma forte alta dos preços de energia a partir de setembro, podendo trazer de volta a bandeira tarifária amarela. Caso isso se concretize, a inflação deste ano aumenta em 0,12%. Hoje projetamos que o IPCA encerre o ano em 6,98%, sendo 7,2% preços livres e 6% de preços

administrados. Vale lembrar que a maior contribuição para a desinflação de 2016 em relação a 2015, até o momento, veio de preços monitorados, responsáveis por praticamente 78%.

Então, acreditamos que a política monetária deve ser decidida nos próximos meses com o cabo de guerra entre inflação de curto prazo e o hiato que joga a inflação pra baixo. Na nossa visão, o segundo é mais forte e mais persistente e deve ganhar a guerra.

Caso a inflação de curto prazo não caia como esperado, podemos ter nosso processo de queda esperado pra começar na reunião de outubro postergado para novembro. Mas não deve mudar nosso orçamento esperado de 200 bps.

E assim como no meio da música do *Thin Lizzy* o Banco Central estará de olho. *E Back in town...*

## Estratégias dos Fundos Macro (Julho)

	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.	Durante o mês, tivemos uma combinação de duas estratégias: Política Monetária e melhora de percepção do Risco Brasil. Em Política Monetária, tivemos um resultado levemente positivo através de um combo de posições que se beneficiam de um cenário de queda da Selic em set/16, out/16, dez/16 ou jan/17. Por outro lado, a melhora da percepção do Risco Brasil, principalmente através de ingresso de investimentos externo, não ocorreu. Com isso, nossas posições aplicadas na parte intermediária da curva acabaram gerando um resultado negativo.	Ao longo do mês, concentramos nosso pay-off positivo em política monetária para cenários início do ciclo de queda de juros entre out/16 e dez/16.
	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, trade de inclinação na curva longa de inflação implícita e pequena posição aplicada em NTN-B na parte intermediária da curva.	Resultado positivo no mês impactado por (i) posição aplicada em NTN-B intermediária, (ii) posição em FRA de inflação implícita na parte longa da curva e (iii) estratégia direcional de inflação implícita para jul/16 e para o ano de 2016.	
	Câmbio / Cupom Cambial	Posicionamento tático via futuros e opções no mercado de USD vs BRL, e opções em EUR vs. USD e posição no mercado de cupom cambial.	Em moedas, tivemos um resultado neutro no combo de estratégias long BRL x short EUR/USD. Já no mercado de cupom cambial, obtivemos resultado positivo principalmente devido à estratégia direcional aplicada no FRA na parte intermediária da curva.	Como nosso call de apreciação do BRL no curto/médio prazo se mantém, alteramos no final do mês nossa estrutura, elevando sua direcionalidade. Já no mercado de cupom cambial, reduzimos nossa exposição à estratégia de inclinação na parte longa da curva.
	Bolsa Brasil	Passamos o mês sem exposição à estratégia.		

## Performance dos Fundos Macro (Julho)

		MÊS DE JULHO DE 2016									
	Tipo ANBIMA	Mês	%CDI	6m	%CDI	Ano	%CDI	12m	%CDI	24m	%CDI
ABSOLUTO	Multimercado Macro	0,89%	80%	8,96%	131%	12,35%	156%	20,05%	142%	26,72%	96%
MACRO	Multimercado Macro	0,68%	62%	11,36%	166%	16,57%	210%	25,54%	181%	27,37%	98%
		IMA-B + X%		IMA-B + X%		IMA-B + X%		IMA-B + X%		IMA-B + X%	
IPCA HEDGE	Multimercado Macro	2,44%	-0,07%	20,82%	3,68%	25,23%	6,17%	29,52%	8,09%	34,66%	1,59%

**Mauá Capital**

R. Joaquim Floriano, 413  
16º andar  
Itaim Bibi, São Paulo – SP, Brasil, 04534-011  
Tel: + 55 11 2102-0700 / Fax: + 55 11 2102-070

**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.

