

Cenário

Banco Central acelera o passo

Em dezembro, a novidade sobre política monetária foi a provável mudança de ritmo de queda de juros. A sinalização do Banco Central para um ritmo maior de redução de taxa de juros surgiu já no comunicado referente à reunião de novembro, com percepção reforçada na Ata. Esses documentos indicavam que o Banco Central estaria pronto para reduzir os juros em pelo menos 50 pontos base na reunião de janeiro.

O comunicado da reunião do COPOM de novembro explicitava os fatores de risco que poderiam impedir e as variáveis que deveriam ser monitoradas pelo Banco Central para uma eventual aceleração da redução da taxa de juros:

“(i) possível fim do interregno benigno para economias emergentes pode dificultar o processo de desinflação” - Em nossa avaliação, sem alteração.

“(ii) os sinais de pausa no processo de desinflação de alguns componentes do IPCA mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária persistem, o que pode sinalizar convergência mais lenta da inflação à meta” - Como veremos abaixo, a queda do IPCA, principalmente relacionado a serviços, possibilitaria a aceleração do corte dos juros.

“(iii) o processo de aprovação e implementação das reformas e ajustes necessários na economia é longo e envolve incertezas” - Em função da pausa nas atividades do Congresso, não houve mudanças.

Por outro lado, *“(iv) 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”* - Conforme mencionamos abaixo, o Banco Central foi surpreendido com dados mais fracos de inflação.

“(v) a inflação tem se mostrado mais favorável no curto prazo, o que pode sinalizar menor persistência no processo inflacionário”; - Conforme veremos, o Banco Central foi surpreendido com inflação de curto prazo mais baixa.

e *“(vi) o processo de aprovação e implementação das reformas e ajustes necessários na economia pode ocorrer de forma mais célere que o antecipado”* - Como mencionado anteriormente, não houve alterações.

Desenvolvendo nossa análise sobre as principais surpresas para, até então, possível aceleração: (a) percepção de atividade mais fraca de maneira generalizada e (b) da inflação em um patamar mais baixo. A pesquisa Focus do IPCA de 2017 caiu de 4,92% pra 4,81% e a de PIB de 0,70% para 0,50% em 2017.

50 e não estaria mudando sua percepção por conta da inflação mais fraca.

Acreditamos ser importante comentar a qualidade do IPCA-15 de dezembro, que mostrou serviços ainda mais fracos do que a nossa expectativa. Na abertura, alimentação fora do domicílio (restaurante) e serviços pessoais desaceleraram mais fortemente. Além disso, o grupo serviços subjacente, criado pelo Banco Central para monitorar o ritmo de inflação mais sensível ao ciclo econômico e à política monetária, surpreendeu o mercado com uma figura mais benigna. Em relação ao que esperávamos, nossa projeção para o grupo no IPCA de dezembro saiu de 6,4% para 5,2% na métrica de três meses dessazonalizada e anualizada. Se não bastasse essa surpresa em nossa projeção após a divulgação do IPCA-15, no dia do COPOM (11/1) também aconteceu a divulgação do IPCA fechado de dezembro, e este mesmo grupo mostrou mais uma vez trajetória muito favorável à desinflação. O grupo serviços subjacente surpreendeu para baixo e encerrou o ano em 4,6% (gráfico 2).

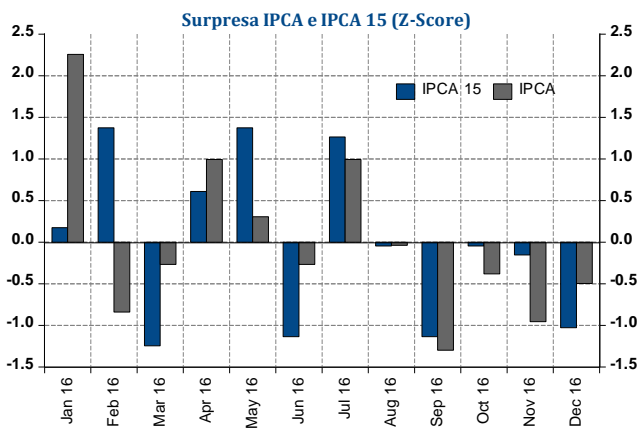


Gráfico 1 / Fonte: IBGE / Elaboração: Mauá

O gráfico 1, que mostra a surpresa do IPCA em desvios padrão, evidencia que o IPCA de novembro e IPCA-15 de dezembro foram ao redor de um desvio padrão abaixo da expectativa. Dos últimos sete meses, quatro apresentaram surpresa negativa.

A nova velocidade, contudo, da redução da taxa de juros não era consenso para o mercado. Enquanto a divulgação do IPCA-15, que atingiu 0,19% (0,10p.p. abaixo do esperado), trazia para mesa a possibilidade de um corte de 75 pontos base, a divulgação do Relatório Trimestral de Inflação do quarto trimestre parecia apontar para um corte de 50, principalmente levando em consideração a fala do diretor de política monetária, Carlos Viana, quando disse que não “levou em conta” o resultado do IPCA-15 nas suas projeções. O que acabou sendo interpretado como que o BC seria firme no ritmo de

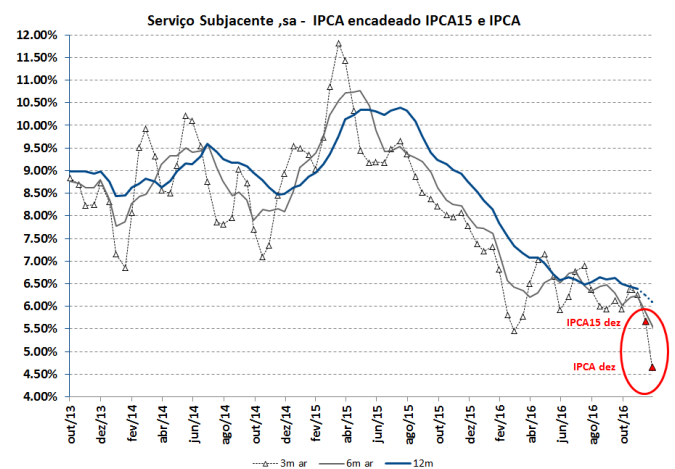


Gráfico 2 / Fonte: IBGE / Elaboração: Mauá

A inflação mais baixa não foi a única surpresa para Banco Central. Logo no dia 05 de janeiro, foi

divulgada a PIM (Produção Industrial Mensal) significativamente abaixo do esperado. O mercado acreditava em variação próxima a zero e o indicador caiu -1,1% em relação ao mesmo mês do ano anterior. Em termos de desvios padrões ou z-score foi mais de um desvio de surpresa, o qual já havia surpreendido negativamente na leitura do mês anterior. Quanto à produção industrial, foram 3 surpresas negativas em 4 leituras.

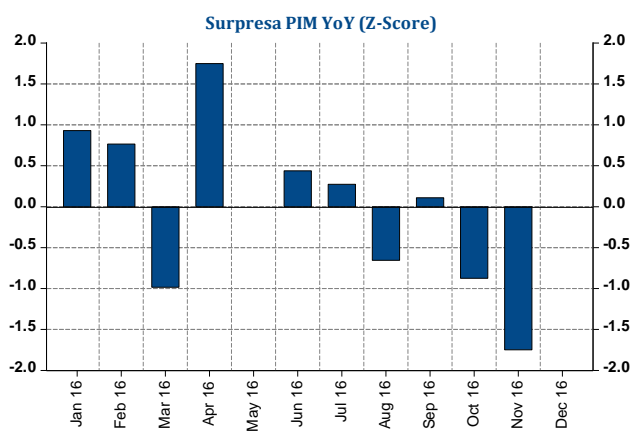


Gráfico 3 / Fonte: IBGE / Elaboração: Mauá

Desta maneira, o conjunto informacional sugeria um aumento do ritmo de queda da Selic. Apesar de não ter comunicado que faria algo diferente de 75, ressaltamos um item muito relevante nos procedimentos de comunicação do Banco Central divulgado no dia 01/11/2016: “O BC ressalta que sua estratégia de comunicação objetiva aumentar o entendimento sobre as futuras ações do BC e não necessariamente reagir a movimentos de alta frequência nos mercados de ativos”. Entendemos que não é intenção do Banco Central corrigir eventuais distorções dos preços de mercado do seu cenário de corte de juros, por outro lado, a Autoridade deixará claro o conjunto informacional de dados que está analisando e como espera que esses dados se comportem. Deste modo, a decisão é

resultado de uma avaliação objetiva dos dados (*data dependent*).

Portanto, no dia 11 de janeiro, indo além da expectativa da visão da maioria dos economistas e do mercado, o COPOM decidiu por unanimidade reduzir em 75 pontos base a taxa de juros, de 13,75% pra 13,00%.

Acreditamos, ainda, que o orçamento total de redução dos juros ficou maior com essas surpresas de inflação e atividade e que o Banco Central terminará o ano com uma taxa de juros de 9,5%. A composição dessa queda, em nossa visão, se dará em mais três movimentos de 75 pontos base, dois de 50 e um de 25, alcançando os 9,5% já na reunião de outubro/17. Como podemos observar em nossas projeções, a inflação de 12 meses deve alcançar seu mínimo em agosto, abaixo de 3,5% e terminar 2017 em 4,3% (Gráfico 4).

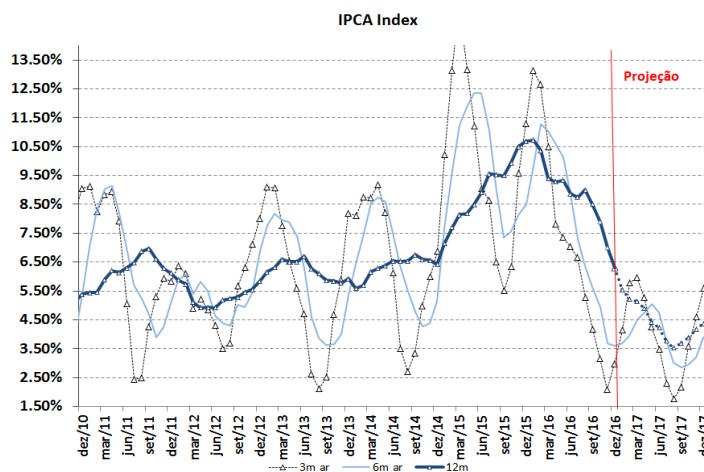


Gráfico 4 / Fonte: IBGE / Elaboração: Mauá

Em suma, visto as surpresas baixistas de inflação e expectativa inflacionária, a qual se encontra devidamente ancorada, e com a decepção gerada por dados de atividade mais fracos, acreditamos que o Banco Central tomou a melhor decisão ao reduzir a taxa de juros em 75 pontos base.

Estratégias dos Fundos Macro (Dezembro)

	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, e posições na parte longa da curva de juros nominal.	No combo de Política Monetária, no qual buscamos antecipar o ciclo de redução da taxa de juros pelo Banco Central, iniciamos o mês com posições na parte curta da curva, que buscavam benefícios de uma possível aceleração no ciclo de corte de juros para 50bps ou 75bps, principalmente após a divulgação de dados de atividade piores do que o esperado, bem como o IPCA-15 de dezembro abaixo do esperado. O mercado convergiu ao nosso cenário ao longo do mês, no entanto, ao final do mês, com a divulgação do Relatório Trimestral de Inflação, um pouco mais duro (hawkish) e com a distorção na curva de juros no último pregão do ano, o resultado da estratégia acabou sendo amenizado, mas ainda apresentando-se amplamente positivo.	Com a redução de 75bps na SELIC na reunião de janeiro, com base nos comunicados do Banco Central e nossa expectativa para os dados de atividade e inflação, acreditamos que o Copom deverá manter o ritmo de flexibilização em 75bps nas próximas reuniões, e que o orçamento do corte da taxa de juros deve ser estendido para próximo de 9,5% de juros no final de 2017.
	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.	FRA de Inflação - Ao longo do mês, o FRA de inflação na parte longa da curva vinha apresentando resultado positivo, no entanto, a distorção neste mercado no pregão de encerramento do ano acabou revertendo o resultado desta estratégia para levemente negativo. Posição Direcional - A pequena posição direcional em inflação curta apresentou resultado levemente positivo.	
	Câmbio / Cupom Cambial	Em moedas, posicionamento via futuros e opções no mercado de USD vs BRL. Em cupom cambial, posições direcional e de inclinação.	Em moedas, a estratégia de futuros e opções em BRL x USD que ofereciam proteção contra uma desvalorização do Real obteve resultado negativo. Em cupom cambial, obtivemos resultado negativo tanto na trava na parte curta da curva, quanto na estratégia direcional na parte intermediária da curva.	Em cupom cambial, zeramos a posição de inclinação.
	Bolsa Brasil	Pequena posição tática em opções de IBOV com objetivo de proteção das demais posições.	Durante o mês, a pequena posição tática em IBOV com viés vendido obteve resultado levemente negativo.	Ao longo do mês, zeramos a posição em IBOV.

Performance dos Fundos Macro (Dezembro)

	DEZEMBRO DE 2016											
	PL Atual	PL Médio (12m)	Mês	%CDI	6m	%CDI	Ano	%CDI	12m	%CDI	24m	%CDI
ABSOLUTO	R\$ 84,3 mi	R\$ 56,7 mi	2,56%	228%	9,39%	136%	22,03%	157%	22,08%	157%	41,68%	142%
MACRO	R\$ 456,8 mi	R\$ 228,8 mi	3,49%	311%	11,32%	165%	29,35%	210%	29,40%	209%	50,99%	174%
			Mês	IMA-B + X%	6m	IMA-B + X%	Ano	IMA-B + X%	12m	IMA-B + X%	24m	IMA-B + X%
IPCA HEDGE	R\$ 109,7 mi	R\$ 91,3 mi	4,45%	1,54%	9,68%	2,28%	34,43%	9,62%	34,51%	9,61%	48,96%	12,31%

Mauá Capital

R. Joaquim Floriano, 413
16º andar
Itaim Bibi, São Paulo – SP, Brasil, 04534-011
Tel: + 55 11 2102-0700 / Fax: + 55 11 2102-0703

Para informações adicionais, favor contatar:**Relacionamento com Investidores**

Tel: + 55 11 2102-0741

Email: 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.

