



CENÁRIO MACROECONÔMICO – Dólar em trajetória de apreciação

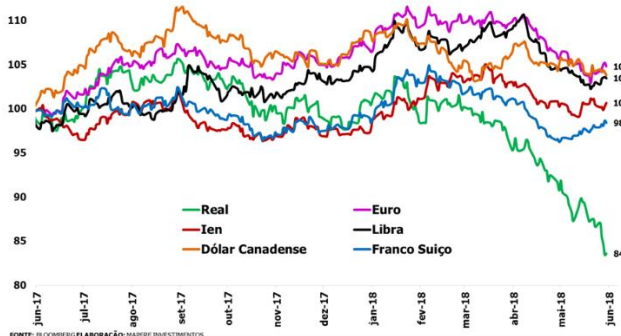
Diversos fatores apontam para o fortalecimento do dólar. O nível de atividade da economia dos EUA segue aquecido. A geração de empregos nas empresas supera a entrada de mão-de-obra no mercado de trabalho, com impactos positivos sobre os salários e a confiança do consumidor. Para as empresas, os estímulos vêm da redução de alíquotas de imposto e do aumento de gastos do Governo em infraestrutura. Ou seja, fundamentos favorecem pressões inflacionárias e o aperto da política monetária nos EUA.

Fora dos EUA, eventos geopolíticos beneficiam a aversão a risco e a fortaleza do dólar como reserva de valor. No Oriente Médio, a tensão política volta a escalar após a retirada dos EUA do acordo nuclear com o Irã e a abertura da embaixada norte-americana em Jerusalém. Na Ásia, as atenções se voltam para os contenciosos comerciais entre a China e os EUA, bem como para a incerteza acerca do encontro entre os líderes da Coreia do Norte e dos EUA. Na Europa, seguem preocupações com a Itália. O inusitado acordo entre partidos populistas em um governo liderado por um inexperiente primeiro-ministro, parece insustentável. Nesses casos, a incerteza favorece a depreciação da moeda local.

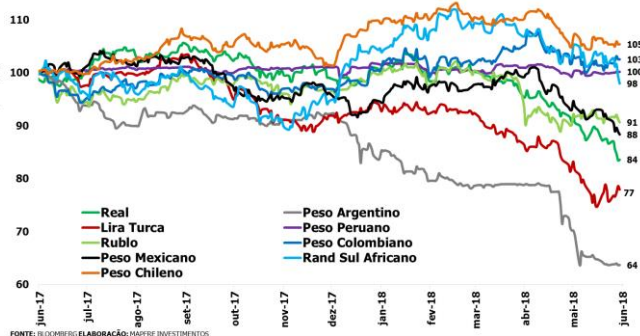
Movimentos de maior aversão a risco costumam desafiar economias emergentes, em especial aquelas consideradas frágeis. Uma das primeiras vítimas foi a Argentina. Com déficit em conta corrente de quase 5% do PIB, reservas internacionais de apenas US\$ 30 bi e dívida pública retida em grande parte por estrangeiros, bastou uma contração da demanda por ativos argentinos para que o país se visse obrigado a buscar a ajuda do Fundo Monetário Internacional (FMI). Na Turquia, receios com o déficit em conta corrente, de 7% do PIB, forçaram a autoridade monetária a elevar a taxa de juros para 16,5%.

Fundamentos da economia brasileira nos protegem parcialmente desse movimento. De fato, os ingressos de investimentos diretos superam o déficit nas contas correntes e reservas internacionais superam a dívida externa. Mas isso não significa que estamos blindados. O real também se desvaloriza, conforme figura abaixo. Ocorre que a Argentina é importadora relevante de produtos industrializados brasileiros. Há também o efeito da desvalorização do real nas dívidas privadas em moeda estrangeira. Por fim, há o repasse da depreciação do real nos preços domésticos. Em resumo, a apreciação do dólar tem efeito contracionista em nossa atividade econômica. Estamos atentos aos riscos e oportunidades desse cenário.

PARIDADES CAMBIAIS (US\$/MOEDA NACIONAL
JUNHO/17 = 100)



PARIDADES CAMBIAIS (US\$/MOEDA NACIONAL
JUNHO/17 = 100)





CARTA DO GESTOR

O mês de maio foi de deterioração do cenário doméstico, com forte movimento de aversão ao risco por parte dos investidores, devido ao movimento mundial de apreciação do dólar frente às demais moedas, em especial com relação as moedas de países emergentes, agravado no mercado local pela paralisação dos caminhoneiros e incertezas das eleições presidenciais de outubro. Em nosso cenário base, trabalhávamos com um primeiro semestre de valorização dos ativos locais, devido a continuidade da recuperação econômica iniciada ano passado, em conjunto com inflação mais baixa e juros nas mínimas históricas. Já esperávamos um aumento da volatilidade no segundo semestre do ano, devido com a chegada das eleições, porém o movimento foi antecipado e se iniciou nos últimos dias de maio. Com base neste cenário, algumas posições de nosso portfólio já refletiam um posicionamento mais conservador e reagiram bem ao forte movimento do mês anterior.

Nos fundos multimercados, o *hedge* montado em opções de compra de Dólar versus Real para os meses de agosto, outubro e novembro tiveram forte valorização e contribuíram para amenizar perdas no *book* de renda fixa. Desde o começo do ano, nosso cenário é de desvalorização do Real frente à moeda americana, mas o patamar atual superou nossas projeções. Temos trabalhado o delta dessas opções via venda de contratos futuros de dólar, com objetivo de maximizar os lucros com essas operações.

No mercado de renda variável, nosso portfólio vem gerando alfa consistente frente aos benchmarks ao longo do ano. O *book* de *mid/large caps* apresentou performance de +3,76% frente queda de 0,04% do IBX 100 desde o começo do ano. Já o de *Small Caps* registrou valorização de 1,39% até maio contra -5,54% do índice *Small* no período. Aproveitamos para reduzir em 50% a exposição dos fundos multimercado à renda variável por volta dos 85.000 pontos do Ibovespa, via venda de índice futuro.

Já no mercado de renda fixa, a decisão do COPOM surpreendeu boa parte do mercado com a interrupção do ciclo de cortes da taxa SELIC, dado que o Banco Central havia antecipado no comunicado e ATA da decisão anterior que faria novo corte antes do encerramento do ciclo. Como estávamos pré-fixados na parte mais curta da curva, em especial no vértice abril/19, sofremos os impactos da forte alta dos juros futuros e zeramos toda a posição por volta de 6,80%. Estamos revisando nosso cenário de juros para 2018 / 2019 para novos posicionamentos. Por ora, permanecemos com posições de arbitragem na parte mais longa da curva de juros.

Em renda fixa internacional, aproveitamos o movimento recente de aversão ao risco nos últimos dias do mês para montarmos novamente posição comprada em taxa do *Treasury* de 10 anos (via B3), aliado ao nosso cenário de três a quatro aumentos de 0,25% dos juros dos Estados Unidos para 2018.