



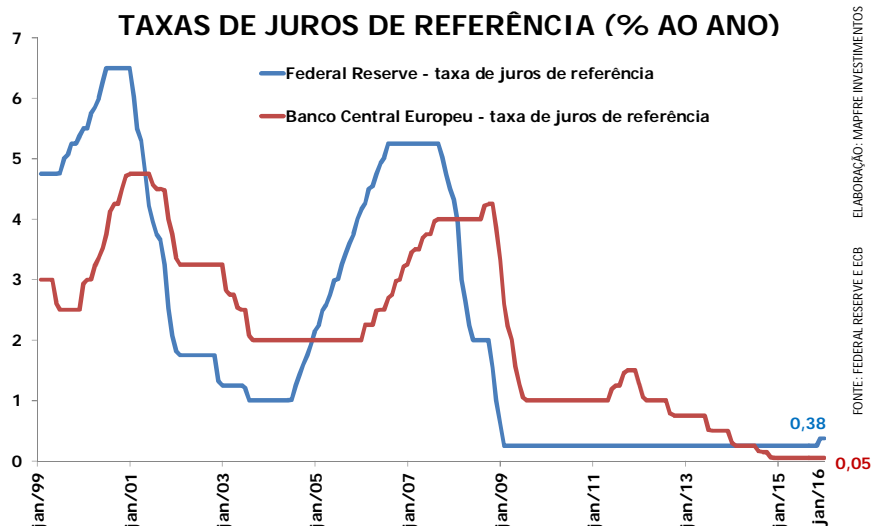
CENÁRIO MACROECONÔMICO

O ano de 2016 está fadado a ser marcado mais pelo dissenso do que pelo consenso em termos de políticas monetárias. De fato, desde o final dos anos 90 não se assiste à divergência entre as direções das políticas monetárias dos Estados Unidos e da União Europeia, conforme figura abaixo. Na economia norte-americana, em primeiro lugar, a *Federal Reserve* rompeu o expansionismo monetário dos últimos 7 anos e deu início à alta de juros. O aperto monetário será longo e gradual a depender dos prognósticos dos próprios membros do *Fed*. O plano de vôo destes aponta para aumentos adicionais até 1,25% ao final de 2016. A taxa de referência seguiria aumentando nos anos seguintes até 3,5% no longo prazo.

A ação da política monetária na Europa neste ano será diametralmente oposta à praticada nos Estados Unidos. A inflação, único mandato do Banco Central Europeu, continua abaixo da meta de 2%. Em outras palavras, a dinâmica inflacionária segue débil. Considerando que o BCE ainda não esgotou sua caixa de ferramentas expansionistas, não se pode excluir a possibilidade de novas rodadas de estímulos monetários ao longo deste ano. Ao contrário dos EUA, o cenário na Europa aponta para mais estímulo monetário, e não menos.

Essa política expansionista promovida pelo Banco Central Europeu, combinada com o aperto monetário promovido pelo *Federal Reserve*, sugere que a fortaleza do dólar perante o euro terá continuidade. Diante disso, é razoável supor que as autoridades monetárias chinesas passem a favorecer a flutuação de sua moeda frente ao dólar. Diga-se de passagem, o FMI anunciou que o renminbi fará parte da cesta que compõe a sua moeda escritural ao final de 2016, o que pressupõe a livre flutuação da moeda chinesa. Sem dúvida, isso contribuirá para suscitar a volatilidade pronunciada entre as paridades cambiais.

A moeda brasileira não estará imune a esse cenário de volatilidade das paridades cambiais ao longo deste ano. Além dos ventos externos, os fundamentos da economia brasileira tampouco sopram a favor da apreciação do real. No *front* fiscal, ainda não há fatores concretos que indiquem a estabilização do endividamento do setor público no longo prazo. No *front* do setor externo, sabemos que a recuperação do saldo comercial ainda deriva quase que exclusivamente da queda das importações, e não do aumento das exportações. Isso sugere que o real ainda tem um longo caminho a percorrer. Seguiremos atentos às oportunidades e aos riscos desse cenário.





CARTA DO GESTOR

Definitivamente o ano de 2015 foi mais marcante para o Brasil. Não faltaram fatos políticos e econômicos para alimentar a dose especulativa dos investidores. Apesar da baixa liquidez apresentada nos mercados durante boa parte do ano, a volatilidade foi elevada na maior parte do período.

O Ibovespa encerrou pelo terceiro ano consecutivo no vermelho, com desvalorização de 13,31%. Considerando os três anos as perdas chegam a 28,87%. Apesar disso, o fluxo de entrada de capital externo na bolsa brasileira foi positivo em R\$ 16,4 bilhões. Já o mercado de câmbio foi o grande destaque do ano. A moeda norte-americana registrou forte valorização frente às principais moedas mundiais, influenciada principalmente pela consistência da recuperação econômica dos Estados Unidos. A desvalorização do Real em 2015 foi de 48,93%.

Com relação as nossas posições, nosso cenário de alta de taxas de juros traçado em agosto de 2014 se mostrou bastante assertivo. Conseguimos capturar ganhos relevantes comprados na curva de juros futuros, em especial nos vértices mais curtos, como no vencimento janeiro de 2017. Em dados momentos do ano também estivemos posicionados na compra da parte mais longa da curva, como no vencimento janeiro de 2021. Ainda no mercado de juros, outra posição relevante de destaque em 2015 foi à compra de taxas de juros de 10 anos dos Estados Unidos. Estivemos posicionados durante boa parte do ano, em maior ou menor intensidade, acreditando no início do aperto monetário por parte do *Federal Reserve*.

No book de câmbio, acreditamos na continuidade do movimento de apreciação do Dólar frente às principais moedas. Para 2016, iniciamos o ano comprado na moeda norte-americana frente ao Real e ao Euro, via contratos futuros e opções.

Já nas posições offshore, mantemos posição comprada em *call* de petróleo e de ouro, acreditando no movimento de recuperação dos ativos, após as recentes desvalorizações. Além disso, seguimos posicionados na compra na bolsa brasileira e russa em dólar, ambas via opções.

Nossa carteira de renda variável encerrou o ano muito próxima ao Ibovespa, pois estávamos bastante indexados. Entretanto, a partir do mês de janeiro, reduziremos a parcela de ações nos fundos multimercados, juntamente com a redução / zeragem do hedge via índice futuro. Estamos buscando ações que se depreciaram bastante nos últimos anos e com bons argumentos fundamentalistas. Em dezembro, já foram adicionamos dois novos nomes, nos setores de educação e financeiro.

Acreditamos que o ano de 2016 será bastante desafiador e de volatilidade elevada, porém com muitas oportunidades interessantes de investimentos.