

Prezados cotistas,

Uma mudança de humor determinou a movimentação sem direção dos mercados em março, que alternaram entre sinalizações positivas e negativas por diversas vezes ao longo do mês. Enquanto o cenário externo sentiu a derrota legislativa de Donald Trump e a sinalização do banco central norte-americano (Fed) em dar início a redução de seu balanço, o cenário interno intensificou o pessimismo vindo do exterior com um fluxo de notícias negativas no âmbito fiscal e político. A variação positiva do fundo derivou de ganhos em commodities agrícolas, ações e juros curtos locais, ainda que nossas posições de proteção contra a materialização de riscos internos e externos foram responsáveis pelo desempenho inferior ao benchmark no período.

No mercado acionário internacional, abrimos uma posição vendida na bolsa norte-americana por acreditarmos que (i) a perspectiva de implementação da agenda de Trump foi prejudicada e (ii) o Fed está sinalizando uma contração monetária incompatível com a evolução dos indicadores econômicos nos EUA. Na frente fiscal, a inabilidade do governo em articular uma maioria necessária em favor de um novo plano de saúde nacional expôs uma resistência legislativa – especialmente de uma coalizão ultraconservadora de republicanos – que deve dificultar a aprovação das demais medidas expansionistas propostas da maneira inicialmente pretendida, considerando que a continuação dos gastos públicos com o Obamacare exige uma contrapartida para neutralizar o impacto sobre as contas públicas. Na frente monetária, as implicações negativas para o crescimento econômico decorrentes de um eventual processo de normalização do balanço do Fed (que detém aproximadamente 4,5 trilhões de dólares em ativos) e/ou aceleração no ritmo de elevação nos juros parecem estar sendo subestimadas. Aqui, atentamos para o fato de que o aquecimento no mercado de trabalho observado até então não tem gerado uma pressão inflacionária suficiente para justificar uma agressividade do banco central norte-americano, enquanto que a atividade ainda não apresenta uma retomada sólida para níveis históricos.

No mercado acionário doméstico, abrimos uma posição vendida em empresas locais expostas a commodities metálicas, considerando que as medidas contracionistas anunciadas recentemente pelas autoridades da China (em especial as direcionadas ao mercado imobiliário e siderúrgico) deverão se traduzir em uma desaceleração nos setores intensivos nessas matérias primas e conseqüentemente em uma demanda insuficiente para superar o excesso de oferta no mercado.

No mercado cambial, reduzimos nossa posição direcional na apreciação da moeda brasileira em função de uma sinalização mista do exterior que coincidiu com um período de instabilidade local. Apesar da falta de consenso entre os membros do Fed na decisão de elevar os juros no mês e uma alteração discreta nas projeções individuais terem sido inicialmente interpretadas como um sinal de que o aperto monetário seria realizado mais gradualmente, a ata do comitê de política monetária revelou uma postura mais rígida por explicitar uma discussão sobre a necessidade de diminuição do balanço da instituição. Desta maneira, enquanto uma perspectiva de menor intensidade na expansão fiscal de Trump atua como força depreciadora do dólar, uma política contracionista mais agressiva pelo Fed age na direção oposta. Em relação ao euro, apesar da derrota do candidato ultradireita na eleição holandesa mitigar em parte preocupações com a evolução do nacionalismo na região, as experiências recentes nos levam a concluir que o risco de uma vitória da Le Pen na França não pode ser descartado e segue como uma grande ameaça à moeda.

No mercado de juros, nossa posição aplicada em taxas locais curtas foi encerrada com ganhos por acreditarmos que a magnitude e rapidez nos cortes precificados atualmente não compensam o risco. O potencial de valorização da posição diminuiu conforme uma combinação de indicadores de atividade fracos e queda contínua na inflação esperada e corrente tornaram consensual a intensificação no processo de flexibilização monetária doméstica pelo banco central. Não obstante, nosso otimismo estrutural com o Brasil foi revertido principalmente em função do retrocesso do governo em relação a aprovação da Reforma da Previdência. A recente investida do Executivo pelo avanço do texto original não rendeu os resultados esperados, e as concessões anunciadas no intuito de conseguir o apoio necessário em ambas casas legislativas pioraram muito a qualidade do ajuste. Soma-se a isso o constante adiamento da votação do regime de recuperação fiscal que segue comprometendo a viabilidade de implementação de ajustes austeros nos Estados, temos que a perspectiva de sustentabilidade fiscal brasileira deteriorou-se ao longo do mês.