

# CARTA ECONÔMICA

**MARÇO DE 2018**

**MONGERAL AEGON**  
INVESTIMENTOS

Em março o COPOM surpreendeu o mercado não pela sua decisão de política monetária, mas pela revelação de ter sido novamente surpreendido com a inflação, demandando a continuidade do ciclo de queda de juros. Aqui, é importante fazer uma breve retrospectiva da comunicação do Banco Central nesse início de ano, para melhor avaliarmos o tamanho da surpresa inflacionária percebida pelo Banco Central.

Na primeira reunião de política monetária do ano, em fevereiro, o cenário básico do Comitê prescrevia a estabilidade da taxa Selic nas próximas reuniões do ano e, portanto, a taxa de juros seria mantida em 6,75% a.a. Com a evolução benéfica da inflação desde então, o mercado passou a precificar um cenário alternativo, o que consistiria em um corte de 25 bps na reunião seguinte.

De fato, em março a Selic foi reduzida para 6,50% a.a., em linha com as expectativas. Entretanto, o mercado esperava uma comunicação mais rígida quanto à continuidade do ciclo de queda de juros. Afinal, o Banco Central já teria mostrado flexibilidade com esse último movimento e, dessa forma, a “barra estaria mais acima” para a continuidade do ciclo atual. E foi exatamente o anúncio prévio de uma nova queda na próxima reunião, em maio, que surpreendeu o mercado. Ao contrário do prognóstico vigente no mercado, e acima das projeções mais *dovish*, o Comitê não deixou as portas abertas para a continuidade do ciclo. Ele escancarou a próxima decisão. E o motivo dessa forte revisão no seu cenário básico foi a evolução da inflação e, conseqüentemente, na sua projeção para 2018, que passou de 4,2% para 3,8%.

Dado que a evolução da inflação é conhecida pelo mercado, que inclusive é quem calcula as métricas de núcleo exatamente para

melhor analisar a evolução dos números e excluir possíveis outliers, porque a sinalização de uma continuidade no ciclo não estava contemplada pelo mercado? As leituras do comunicado e da ata de março revelam que o distanciamento da expectativa de mercado para a meta em 2018 demandou novas medidas de política monetária, para mitigar os riscos de postergação da inflação em relação à meta.

Afinal, à época da reunião, a expectativa do mercado para o IPCA, de acordo com a pesquisa Focus, estava em 3,63%, contra projeção de 3,94% na reunião anterior. Como a política monetária opera com lags, o Comitê destacou que, para as reuniões posteriores, o COPOM vê como adequada a manutenção da taxa de juros. Ou seja, a partir de junho, o ano-calendário 2019 ganha relevância e, com expectativas Focus em 4,20% para o ano que vem, portanto, próximas às metas, uma pausa para melhor avaliação do cenário faz todo sentido.

O que o mercado tenta entender agora são quais os fatores que fariam com que, a exemplo do ocorrido em março, o cenário alternativo predomine em relação ao básico para as reuniões além de maio. Qual seria o tamanho da surpresa inflacionária, caso ela perdesse pelos próximos meses, e do conseqüente distanciamento das expectativas de 2019 em relação às metas que pudessem manter o ciclo de afrouxamento no segundo semestre?

Desde a reunião do COPOM, somente o IPCA-15 de março, em linha com o esperado, foi divulgado. A taxa em doze meses recuou de 2,86% para 2,80%, e as medidas de núcleo continuam em trajetória descendente, com destaque para os componentes mais sensíveis à política monetária, como a inflação subjacente de serviços. Quanto às projeções de inflação, tivemos uma relevante

alteração nos números de 2019, que cederam para 4,08% segundo a última pesquisa Focus de março. A expectativa de 2018 também apresentou recuo, para 3,54%.

Do lado da atividade, a divulgação dos números finais do PIB de 2017 corroboraram a tese de uma recuperação que ainda demanda de estímulos monetários, ainda que a visão de recuperação gradual da atividade tenha sido mantida. Após duas quedas consecutivas de 3,5% em 2015 e 2016, o PIB voltou a crescer no ano passado (1,0%), assim como a Agropecuária, o setor de Serviços, e o Consumo das Famílias. Entretanto, na comparação trimestral, a alta de 0,1% ficou abaixo das expectativas de crescimento de 0,3%. Após alta de 1,1% no terceiro trimestre, o Consumo das Famílias cresceu apenas 0,1% no último trimestre do ano, frustrando as expectativas de uma continuidade da evolução a taxas crescentes. Como destaque positivo, enfatizamos a alta de 2,0% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), após crescimento de 1,8% no trimestre anterior. É esperado que a FBCF seja um dos principais drives do crescimento do PIB em 2018, pela recuperação apresentada a partir do segundo semestre do ano passado, após amargar quedas anuais desde 2014. Aliada à frustração com os dados do PIB no quarto trimestre do ano passado, os números mais fracos de atividade que tem sido divulgados nesse início de ano tem diminuído as expectativas para o PIB do primeiro trimestre.

Por fim, quando avaliamos a política monetária para 2019, a janela temporal que será objetivo do COPOM a partir de junho, o cenário político ganha bastante relevância e, sobre esse ponto, vale destacar a piora marginal percebida no final de março. No dia 22, o STF decidiu adiar o julgamento do habeas corpus preventivo requerido pela defesa do ex-presidente Lula, evitando sua prisão até o dia 04 de abril, quando o julgamento será retomado. Essa data será importante não só para definir o destino de Lula, mas pela possibilidade de criar um precedente importante sobre a prisão em segunda instância no país. A visão prevalente no STF é a de permitir a prisão após a

condenação em segunda instância, mas alguns ministros já se manifestaram sobre uma mudança nesse entendimento, o que teria efeito sobre a situação dos demais condenados. Ainda que a questão da inelegibilidade do ex-presidente siga válida, que é o que realmente importa para as eleições presidenciais no final do ano, uma postergação da sua prisão causa desconforto ao mercado, já que a judicialização da questão pode levar a possibilidades desconhecidas, de difícil mensuração. Nesse cenário, o mercado fica mais receoso e os ativos domésticos reagem com desvalorização.

Ainda na seara política, a Operação Skala, deflagrada pela Polícia Federal, prendeu diversas pessoas próximas ao ciclo pessoal de Temer, com o objetivo de coletar provas para investigar possível favorecimento de empresas portuárias em troca de recebimento de propina. Chama atenção o surgimento da operação no momento em que Temer se movimentava publicamente em prol da sua reeleição, tese que sempre foi negada pelo próprio. O efeito isolado de uma provável suspensão da candidatura foi praticamente nulo, dado que a popularidade do presidente alcança patamares muito baixos, preterindo-o da cena eleitoral. Já os ruídos em torno de uma terceira denúncia contra o presidente, embora incipientes, fazem mais barulho, pela possibilidade que o envolvimento do governo com uma nova acusação possa impactar o cenário eleitoral.

Por fim, os sinais emitidos pelos Estados Unidos tiveram sentidos mistos. Enquanto o presidente Trump inaugurou uma verdadeira guerra comercial internacional ao adotar medidas protecionistas sobre o aço e o alumínio, o FOMC revelou que segue dividido entre três e quatro aumentos de juros em 2018, revelando sua preferência pela manutenção de uma política monetária gradualista. Por hora, o mercado internacional segue favorável para as economias emergentes.

## Comentários do gestor

### Juros

Estratégia com resultado muito positivo. De acordo com a nossa convicção, iniciamos o mês de março com uma posição grande nas opções de juros presumindo que o Banco Central continuaria o ciclo de flexibilização monetária, devido à grande melhora da conjuntura e das sinalizações da autoridade monetária. Além disto, possuíamos uma pequena posição aplicada nos vértices intermediários da curva de juros.

O COPOM, além de confirmar o nosso cenário-base, de queda da taxa Selic para 6,50% a.a., sinalizou que faria um corte moderado adicional na reunião de maio, para 6,25% a.a. e, após isto, encerraria o ciclo de afrouxamento monetário, salvo surpresas em seu cenário básico. No fim do mês, aproveitamos os preços de mercado e diminuimos marginalmente a estratégia de opções.

### Moedas

Estratégia com o resultado marginalmente positivo, que vem sendo utilizada com o viés de proteção para os fundos através de opções e de futuros. No entanto, reconhecemos que nos níveis atuais, o Real se encontra barato e com muito prêmio quando analisado em conjunto com seus pares de moedas. Desta forma, também estamos trabalhando constantemente com opções de venda, além das opções de compra, para capturar uma possível reversão do Dólar ante o Real e impedir que esta estratégia de *hedge* prejudique muito a performance dos fundos.

### Renda Variável

Estratégia com resultado marginalmente positivo. O mês de março foi marcado pelo acirramento das tensões entre os EUA e a China, a respeito de uma possível guerra

comercial entre os países, afetando as bolsas globais e o apetite a risco do mercado.

No entanto, como o Brasil é muito fechado economicamente, acreditamos que os impactos gerados por essa possível guerra comercial deveriam ser mais leves no Brasil e não mudam nosso cenário de longo prazo. Na linha deste raciocínio, acreditamos que a bolsa brasileira deveria apresentar uma performance melhor do que uma cesta de bolsas emergentes e até mesmo melhor que a bolsa americana.

## Indicadores macroeconômicos

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Crescimento do PIB	7,5%	3,9%	1,9%	3,0%	0,1%	-3,8%	-3,6%	1,0%	3,0%
Taxa de desemprego - Média Anual	6,7%	6,0%	5,5%	5,4%	4,8%	6,8%	11,5%	12,7%	11,8%
IPCA	5,9%	6,5%	5,8%	5,9%	6,4%	10,7%	6,3%	3,0%	3,4%
IGP-M	11,3%	5,1%	7,8%	5,5%	3,7%	10,5%	7,2%	-0,5%	3,9%
Taxa de Câmbio - R\$/US\$	1,69	1,83	2,08	2,34	2,64	3,87	3,35	3,29	3,40
Selic	10,75%	11,00%	7,25%	10,00%	11,75%	14,25%	13,75%	7,00%	6,25%

Projeções em vermelho

## Performance dos fundos

Multimercados	PL Atual <sup>1</sup>	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Desde o Início	PL na estratégia <sup>1</sup>	Data de Início
	PL Médio 12M <sup>1</sup>								
Mongeral Aegon FIM	132.530	0,97%	2,09%	10,57%	25,58%	43,73%	88,72%	1.553.357.988	06/07/2017
% CDI	<b>96.847</b>	<b>181,64%</b>	<b>131,73%</b>	<b>126,06%</b>	<b>109,80%</b>	<b>108,74%</b>	<b>101,38%</b>		18/11/2014
Mongeral Aegon Multiprev	57.885	0,60%	3,27%	10,90%	28,76%	48,03%	53,10%		23/12/2011
% CDI	<b>57.232</b>	<b>112,92%</b>	<b>205,61%</b>	<b>129,89%</b>	<b>123,45%</b>	<b>119,41%</b>	<b>115,37%</b>		
Mongeral Aegon Macro FIC	13.625	2,81%	4,05%	nd	nd	nd	10,25%		
% CDI	<b>4.227</b>	<b>528,11%</b>	<b>254,77%</b>				<b>184,92%</b>		
Renda Fixa	PL Atual <sup>1</sup>	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Desde o Início	PL na estratégia <sup>1</sup>	Data de Início
	PL Médio 12M <sup>1</sup>								
Mongeral Aegon FIRF	108.506	0,67%	1,77%	8,98%	24,35%	41,54%	119,89%	1.126.723.177	01/09/2010
% CDI	<b>89.231</b>	<b>125,28%</b>	<b>111,47%</b>	<b>107,00%</b>	<b>104,53%</b>	<b>103,29%</b>	<b>103,45%</b>		30/09/2014
Mongeral Aegon CP Inst	100.634	0,56%	1,71%	8,81%	24,45%	41,87%	49,99%		23/12/2011
% CDI	<b>102.122</b>	<b>105,46%</b>	<b>107,51%</b>	<b>105,06%</b>	<b>104,97%</b>	<b>104,11%</b>	<b>103,83%</b>		
Mongeral Aegon Inflação	49.186	1,37%	5,60%	11,31%	35,25%	54,57%	106,41%		
Dif. IMA-B	<b>45.092</b>	<b>0,44%</b>	<b>0,66%</b>	<b>0,58%</b>	<b>0,64%</b>	<b>-1,02%</b>	<b>-4,70%</b>		
Renda Variável	PL Atual <sup>1</sup>	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Desde o Início	PL na estratégia <sup>1</sup>	Data de Início
	PL Médio 12M <sup>1</sup>								
Mongeral Aegon FIC FIA	8.561	-0,88%	7,57%	25,22%	48,62%	56,28%	70,47%	8.561	19/02/2013
Dif. IbrX-100	<b>6.419</b>	<b>0,04%</b>	<b>-3,72%</b>	<b>-6,04%</b>	<b>-21,70%</b>	<b>-9,73%</b>	<b>6,71%</b>		
CDI	--	0,53%	1,59%	8,39%	23,30%	40,22%	--		
IMA-B	--	0,94%	4,94%	10,73%	34,61%	55,59%	--		
IPCA + 5,00%	--	0,55%	1,95%	7,76%	18,35%	35,88%	--		
Dólar (PTAX)	--	2,43%	0,48%	4,90%	-6,61%	3,61%	--		
Ibovespa	--	0,01%	11,73%	31,36%	70,54%	66,89%	--		
IbrX-100	--	-0,92%	11,29%	31,26%	70,32%	66,02%	--		

Notas: 1) Unidade: Milhares de Reais.

## MONGERAL AEGON INVESTIMENTOS

Travessa Belas Artes, 5 - Centro - Rio de Janeiro/RJ

[mongeralaegon.com.br](http://mongeralaegon.com.br)

+55 (21) 3722-2338

**Considerações Legais:** A Mongeral Aegon Investimentos Ltda é responsável pela elaboração desse material, mas não se responsabiliza por quaisquer atos e/ou decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por meio de suas publicações e projeções. Todos os dados e/ou opiniões aqui presentes não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados e/ou análises desta publicação deverão ser assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo a Mongeral Aegon Investimentos Ltda de todas e quaisquer responsabilidades decorrentes do uso deste material.

**ADVERTÊNCIA:** As informações contidas nesse material são de caráter exclusivamente informativo. Leia o Formulário de Informações Complementares, a Lâmina de informações essenciais e o Regulamento do Fundo antes de investir. Fundos de investimento não contam com a 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 e taxas. Não há garantia que os fundos que perseguem a manutenção de uma carteira de longo prazo terão tratamento tributário para fundos de longo prazo. Os fundos multimercado e fundos de ações podem estar expostos à significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Os fundos de crédito privado estão sujeitos a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência, recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo. Há fundos que utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas respectivas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Há fundos que estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior ou que aplicam em fundos que estão autorizados a realizar tais aplicações. Os índices aqui reportados podem ser mera referência e não parâmetro objetivo dos fundos. Mongeral Aegon Macro FIC - Taxa Adm.: 2%, Taxa de Performance: 20% do que exceder 100% do CDI, Público Alvo: Público em Geral; Mongeral Aegon Multiprev - Taxa Adm.: 0,30%, Taxa de Performance: N/A, Público Alvo: Público em Geral; Mongeral Aegon FIM - Taxa Adm.: 0,8%, Taxa de Performance: 20% do que exceder 100% do CDI, Público Alvo: Público em Geral; Mongeral Aegon FIRF - Taxa Adm.: 0,3%, Taxa de Performance: N/A, Público Alvo: Público em Geral; Mongeral Aegon CP Inst. - Taxa Adm.: 0,4%, Taxa de Performance: 20% do que exceder 100% do CDI, Público Alvo: Público em Geral; Mongeral Aegon Inflação - Taxa Adm.: 0,5%, Taxa de Performance: 20% do que exceder 100% do IMA-B, Público Alvo: Público em Geral; Mongeral Aegon FIC FIA - Taxa Adm.: 0,5%, Taxa de Performance: N/A, Público Alvo: Público em Geral.

Administrador: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (CNPJ: 02.201.501/0001-61) Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP 20030-905 telefones: (21) 3219-2500 - Fax (21) 3219-2501. Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC): [sac@bnymellon.com.br](mailto:sac@bnymellon.com.br) ou através dos telefones (21) 3219 - 2600 / (11) 3050-8010. Ouvidoria: [ouvidoria@bnymellon.com.br](mailto:ouvidoria@bnymellon.com.br) ou através do telefone 0800 725 3219.

