

# Investimentos Resultados em maio já eram bem dispersos, mas danos devem ser menores que os do 'Joesley Day'

## Multimercados passam por teste no pós-Copom

Adriana Cotias  
De São Paulo

Praticamente no aniversário de um ano do 'Joesley Day', o mercado sofreu um novo baque, com perdas para os ativos que compõem o chamado "kit Brasil", com desvalorização do real, queda na bolsa e alta dos juros no mercado futuro. Só que os danos nos fundos multimercados tendem a ser muito menos severos do que os vistos naquele 18 de maio de 2017, quando a delação premiada do empresário Joesley Batista, do grupo JBS, colocou em xeque a continuidade do governo do presidente Michel Temer.

Com o ambiente externo mais adverso e a disparada recente do dólar, o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu manter a Selic em 6,5% ao ano, contrariando parte significativa no mercado. A decisão veio a reboque da alta das taxas dos juros de 10 nos EUA, desvalorização das moedas emergentes e a escalada do petróleo. Os multimercados macro já vinham apresentando desempenho misto no mês, variando de perdas de quase 2% para ganhos da mesma magnitude até 14 de maio. E com o tom negativo de ontem, essas diferenças podem ser arraigadas.

"Não deve ser um dia de grandes vencedores, mas nada parecido com maio passado", resume Otávio Vieira, da gestora de patrimônio Taler, que elogia os melhores fundos para seus clientes. Para o especialista, o sentimento geral é que o presidente do BC, Ilan Goldfajn, confundiu os agentes do mercado na sua entrevista ao canal "GloboNews" na semana passada, dando sinais de que o script de corte da Selic prosseguiria por mais uma reunião. "A curva de juros subiu tanto no curto prazo quanto no longo prazo, o dólar continuou

em alta e a bolsa caiu mais de 3%. O BC só adicionou aversão a risco."

A Mauá Capital estima uma desvalorização de 1,5% na cota de maio do seu fundo macro, o mais avançado, segundo Marcelo Lubliner, responsável pela área de relações com investidores. De acordo com o executivo, havia fundamentos que justificavam mais uma redução, e o discurso da autoridade monetária referendava isso.

"A inflação vinha bem comportada, com surpresas para baixo, e num cenário em que o crescimento ainda não veio", diz. "Mas não bastava eu achar isso factível, tinha que olhar o juiz do jogo, e pelo discurso a gente interpretava que viria na direção do fundamento." A gestora tinha uma aposta pró-corte no contrato de DI mais curto, que foi frustrada. Posições no mercado internacional serviram para compensar parte da perda, mas não a ponto de zerá-la.

Até o dia 15, o fundo macro da Mauá acumulava ganhos de 6,22% no ano. "Se historicamente olhar um multimercado com volatilidade de 5% a 6%, ter 1,5% negativo é normal, está dentro dos desvios desagradáveis do fundo."

Para Damont Carvalho, gestor do fundo macro da Claritas, foi prudente o BC não reduzir a taxa, embora na entrevista com Ilan tenha ficado essa dúvida. "Mas com o câmbio deteriorando, o yield dos Treasuries subindo num ambiente de risco pior, o certo era não cortar." Uma decisão nesse sentido, na sua visão, teria efeitos ainda mais adversos nos preços dos ativos, com desvalorização extra do real e alta dos juros longos. "O único problema é a comunicação, é com isso que muita gente ficou brava, porque parte do mercado migrou para o corte", diz.

Dadas as circunstâncias, ele diz que foi um dia feliz para o multimercado da casa, que estava comprado



Eduardo Levy, da Rio Bravo: mercado chegou dividido à reunião do Copom

na curva de juro nominal para proteger as posições em juro real. Estava comprado em dólar futuro e via opções. Na bolsa, risco mais expressivo na carteira, o gestor também montou proteções, sem antecipar, porém, o resultado da cota.

Ao contrário de outras reuniões de política monetária em que o mercado chegou às vésperas do encontro fechado numa probabilidade de 90% a 95% de corte da Selic, nas negociações com derivativos na quarta-feira havia uma divisão clara, aponta Eduardo Levy, diretor da Rio Bravo Investimentos e gestor do multimercado da casa. Um em cada três operadores não acreditava na continuidade da redução. "Não foi surpresa e não nos machucou, pelo contrário."

Com a visão de que ao longo dos vencimentos de juros havia prêmios excessivos, o gestor ganhou

[nas taxas futuras] afetam a capacidade do tomador se endividar e se avançar", diz. "O BC até poderia reduzir mais, mas o nível atual é ainda expansionista, e talvez não seja suficiente para que o crescimento projetado no começo do ano se realize", afirma.

Ele entende que as críticas à filitima entrevista de Ilan vêm do fato de o mercado estar mal acostumado, esperando que toda a comunicação seja perfeita. "O cenário da semana passada para cá mudou. O presidente do BC se reserva o direito de discutir assuntos com o colegiado, porque essa não é uma decisão monetária."

Já a MRJ Marejo deve registrar uma valorização de 0,30% na cota do seu multimercado no dia 17, segundo calcula o sócio-gestor Guilherme Foureaux. O fundo vinha carregando posições em Notas do Tesouro Nacional série B (NTN-B), mas quando o dólar ultrapassou a marca dos R\$ 3,50, o gestor diz que começou a ver certa disfuncionalidade, principalmente quando o BC passou a atuar.

"Havia uma assimetria para esta reunião e ficamos comprados em taxas curtas quando a probabilidade de corte ainda estava em 85% a 90%. Era algo que fazia sentido, porque o cenário já estava completamente diferente ao de março." O resultado permitiu não só defender a posição em NTN-B como ter ganho na parte curta de juros. Até o dia 15, o fundo acumulava ganhos de 6,62% no ano.

Para Foureaux, apesar de todo barulho em torno da comunicação do BC, a ata do Copom de março já trazia que uma eventual queda de juros em maio seria para mitigar riscos de inflação cair muito abaixo da meta. Mas de lá para cá houve mudanças relevantes nos preços dos ativos, com uma alta de mais de 12% do dólar, cita.

"O BC não tem obrigação de ir à TV, chamar uma entrevista, e dar a mão ao mercado", diz. "O BC acertou, sim, foi conservador. A Selic caiu de 14,25% para 6,5%, foi o maior ciclo de corte em muito tempo, com recorde de baixa. E não vai ser 0,25 ponto a mais ou a menos que vai influenciar nas decisões de investimento ou no crescimento do PIB para 2019." Para o gestor, ao Copom cabia apenas fazer um ajuste fino, e o seu papel para dar impulso à atividade chegou ao fim.

O Brasil piorou mais do que outros emergentes em meio às discussões sobre o aperto monetário nos EUA, o real registrou a segunda maior desvalorização em relação ao dólar, só perdendo para a Argentina que acaba de pedir um sequestro de US\$ 30 bilhões para o Fundo Monetário Internacional (FMI), diz Luiz Eduardo Portella, sócio-gestor do Modal Asset Management. "O dólar mudou de patamar e o risco de inflação baixa diminuiu significativamente desde o último Copom", diz. O gestor torcia, contudo, para esta manutenção e acabou ganhando com a posição de renda fixa, mas perdendo no dólar, pela aposta que ainda mantém no real. No fim do dia ficou no zero a zero.

Sem convicção de que o BC faria um novo corte, a equipe de gestão da Pacifico não fez um posicionamento específico para o Copom, mas deve ter um pequeno impacto negativo na cota na parcela aplicada em juro real, segundo o macroeconomista da casa, João Aveiro. Para o especialista, o BC encerrou o atual ciclo de alívio monetário e a taxa deve permanecer parada pelo menos até o segundo trimestre de 2019. "Haverá um período de maior monitoramento cambial e do ritmo da economia para trazer a inflação para o centro da meta para este e o ano seguinte."