

Cenário Macroeconômico

Brasil

Em 2015 o recuo do PIB brasileiro deve atingir quase 4% e a inflação por muito pouco não atingiu 11%, números bem piores do que os previstos no início do ano. O Brasil está pagando o preço por anos e anos de erros e atalhos na política econômica do país.

Para o ano de 2016 as projeções já partem de expectativas negativas, basta dizer que a média do Focus para o PIB em 2016 está em -3,0%, enquanto no fim de 2014 as projeções para o ano de 2015 se encontravam em +0,5%. O PIB de 2016 pode ser ainda pior que -3,0%? Certamente, mas é sempre difícil dizer com precisão – nossas previsões são resultado da média dos nossos melhores “modelos”.

A grande dúvida para o ano que se inicia se dá no âmbito político/decisório do poder Executivo Federal. A troca do ministro Levy por Nelson Barbosa na Fazenda gera preocupação e desânimo em seguimentos mais ortodoxos do mercado em função de determinados posicionamentos do ministro no passado. Indo além, talvez mais importante do que saber quem ocupa a cadeira do Ministério da Fazenda seja saber qual a postura o Planalto adotará. Para que em 2016 a crise possa ser superada, e o crescimento ser retomado, o ajuste a ser implementado precisaria ser ainda maior do que as medidas adotadas ou planejadas até agora.

Nossa opinião é que em 2016 a questão fiscal continuará se deteriorando, e provavelmente bastante. A dívida bruta pública do país deve atingir 67% do PIB em dezembro de 2015 (número ainda não divulgado) e nossa expectativa é de que em 2016 a dívida se eleve em magnitude semelhante à vista em 2015 (+10 p.p.). Com isso, o Brasil que já é líder de juros no mundo terá também a maior dívida pública entre os países emergentes. Títulos nada prestigiosos e que certamente terão como consequência a perda do *investment grade* por todas as três principais agências de risco, e eventuais novos rebaixamentos.

A insegurança em 2016 aumentará caso o governo tome medidas à esquerda, ainda que sejam mudanças pequenas, lembrando a direção adotada no primeiro mandato da Presidente. A população deve sofrer mais em 2016 – a sensação da crise econômica será pior com o desemprego ultrapassando os dois dígitos e a renda real continuando em queda. Além disso, o PIB deve retornar para o nível de antes de 2011, e o PIB per capita deve voltar para o nível da crise de 2008. É um significativo retrocesso, não há dúvidas, basta dizer que essa deve ser a pior recessão da história republicana do Brasil superando a de 1930/31, a pior até então.

A hipótese de afastamento da Presidente Dilma, apesar de remota, deve ser considerada. De todo modo, ainda que ela saia do poder, as medidas necessárias para realmente alterar o curso do país precisam do apoio do Congresso Nacional. Para se passar uma reforma fundamental como a da previdência, por exemplo, que altera a idade mínima para a aposentadoria, é necessária uma maioria qualificada no Congresso (3/5). Conseguir essa maioria não parece provável no momento, independente do grupo político no poder. No Brasil, a idade efetiva que a população se aposenta é de aproximadamente 54 anos. No México, país com políticas mais ortodoxas, a idade média para aposentadoria é de pouco mais de 70 anos.

Desde a eleição de 2014 o país está politicamente dividido e não há maioria minimamente coesa que dê base para que os políticos possam passar reformas duras. É verdade que ao longo da história medidas duras e restritivas foram tomadas em momentos de crise, porém talvez não tenha ficado claro para os políticos, e para a sociedade como um todo, que o país já está numa situação bastante grave.

A sociedade brasileira priorizou receber benefícios sociais e previdenciários ao longo de sua história, e o preço dessas escolhas tem sido cobrado recentemente. Será que a sociedade está preparada para optar por manter esses benefícios, e prejudicar gerações futuras, ou fazer duros ajustes que prejudiquem o crescimento no presente para beneficiar o futuro?

Internacional

Nossos temores em relação à economia global seguem existindo como já escrevemos em cartas anteriores - especialmente na [Carta do 3º Trimestre](#). A situação dos países emergentes se mantém bastante delicada. Apesar de entendermos que o grosso do ajuste do preço das commodities já ocorreu, vide a enorme queda do índice (gráfico 1) e o menor nível da história, seguimos bastante cautelosos com os efeitos secundários do choque negativo dos preços das commodities e também com o montante de dívida privada em dólar emitido nos últimos anos. As depreciações das moedas de países emergentes frente ao dólar ocorrem concomitantemente à queda no preço das commodities, e podem produzir consequências severas. Além disso, as empresas mais dependentes dos preços das commodities reduziram drasticamente seus investimentos, impactando também o emprego e o desempenho das economias locais. O crescimento do mundo emergente, após longos anos acima da média global, se aproxima rapidamente da expansão dos países avançados e prejudica o crescimento global como um todo.

A recente depreciação da moeda chinesa tem contribuído ainda mais para a pressão de queda dos preços das commodities, mas, para nós, o ponto mais importante é o fato da taxa de câmbio real da China prosseguir muito valorizada se comparada a qualquer outro país emergente. Além disso, apesar das sucessivas reduções da taxa de juros nominal pelo governo chinês, as taxas reais seguem elevadas, em função da inflação dos consumidores extremamente baixa e da forte deflação no âmbito dos produtores. Seguimos com a opinião de que a transição de uma economia manufatureira para uma mais focada em serviços não será fácil e irá ocasionar, muito provavelmente, uma desaceleração generalizada do crescimento do país. Nos primeiros dias de 2016 as questões que envolvem a China têm impactado bastante os mercados financeiros globais. Como o mundo é cada vez mais globalizado, e os países emergentes já possuem um peso muito grande na economia mundial, não se pode ignorar a influência dos mesmos sobre os ativos dos países desenvolvidos. É difícil precisar qual deveria ser o nível ideal do renminbi, mas a recente perda recorde de reservas internacionais de US\$ 108 bi, em dezembro, não inspira confiança na manutenção dos níveis atuais. O fato é que a desaceleração que o país enfrenta muito provavelmente é superior ao que vem sendo divulgado e a tentação pode ser grande na direção de uma depreciação um pouco maior que melhora, mesmo que marginalmente, o crescimento.

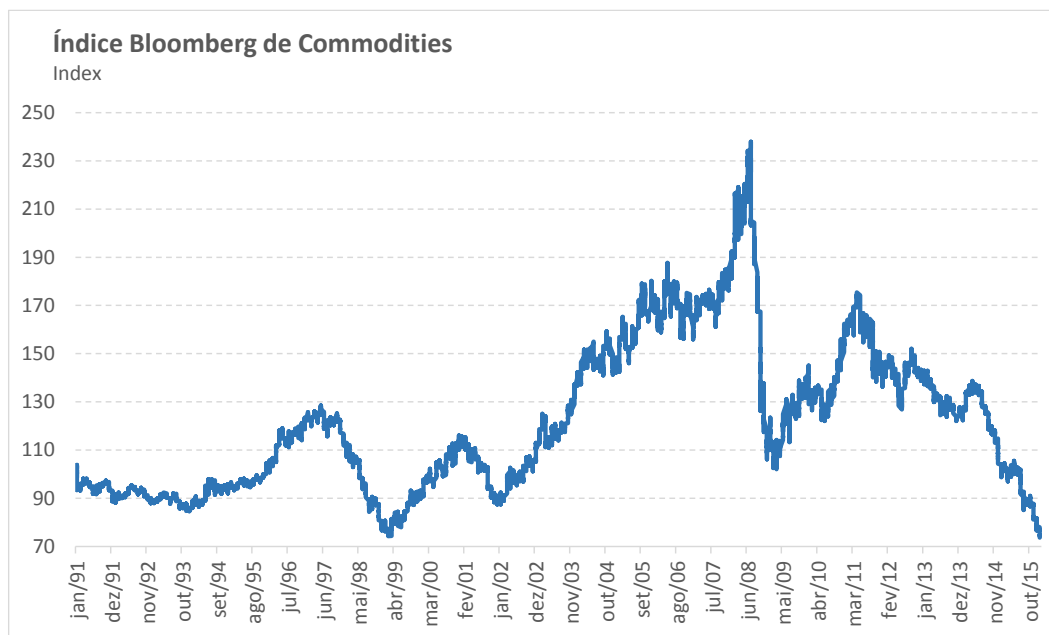


Gráfico 1. Fonte: Bloomberg.

A forte queda no preço das commodities também tem impactado os países desenvolvidos. Nos EUA, por exemplo, as empresas produtoras de petróleo reduziram suas produções e investimentos como resposta à dramática queda no preço do petróleo. Isso, por sua vez, afetou bastante a produção industrial do país. O impacto positivo esperado sobre a renda disponível dos consumidores com a queda dos preços dos combustíveis nas bombas ainda não apareceu. Observamos uma desaceleração intensa na confiança industrial americana para níveis que historicamente precederam recessões. É verdade que o peso do setor manufatureiro no PIB é pequeno, de apenas 13%, e que o setor de serviços continua bastante resiliente, mas a manutenção dessa discrepância parece pouco provável. Historicamente o setor manufatureiro lidera os ciclos econômicos.

Além disso, após longos nove anos, enfim tivemos o primeiro aumento de juros pelo FED. Historicamente altas costumam ocorrer em períodos de bom crescimento e o mercado costuma reagir positivamente. Contudo, em nosso entendimento, hoje a situação é diferente. Para começar, o balanço do FED é de 4,5 trilhões de dólares, e sua redução, que ainda nem começou, pode pressionar as curvas de juros internacionais. Também vale observar que as taxas de juros reais americanas já apresentaram boa alta desde 2013, de cerca de 2 p.p., e que as medidas não convencionais quantitativas, não mais presentes nos EUA, contribuíram para expandir a liquidez do sistema. Além disso, a alta do dólar tem prejudicado o crescimento do PIB. Esperava-se que a expansão americana pudesse acelerar com a derrocada do preço dos combustíveis, mas isso não ocorreu até agora, e é difícil imaginar que isso seja apenas fruto de uma maior defasagem temporal. Em suma, as condições financeiras americanas se apertaram de forma significativa ao longo dos últimos 2 anos, como podemos ver no gráfico 2.

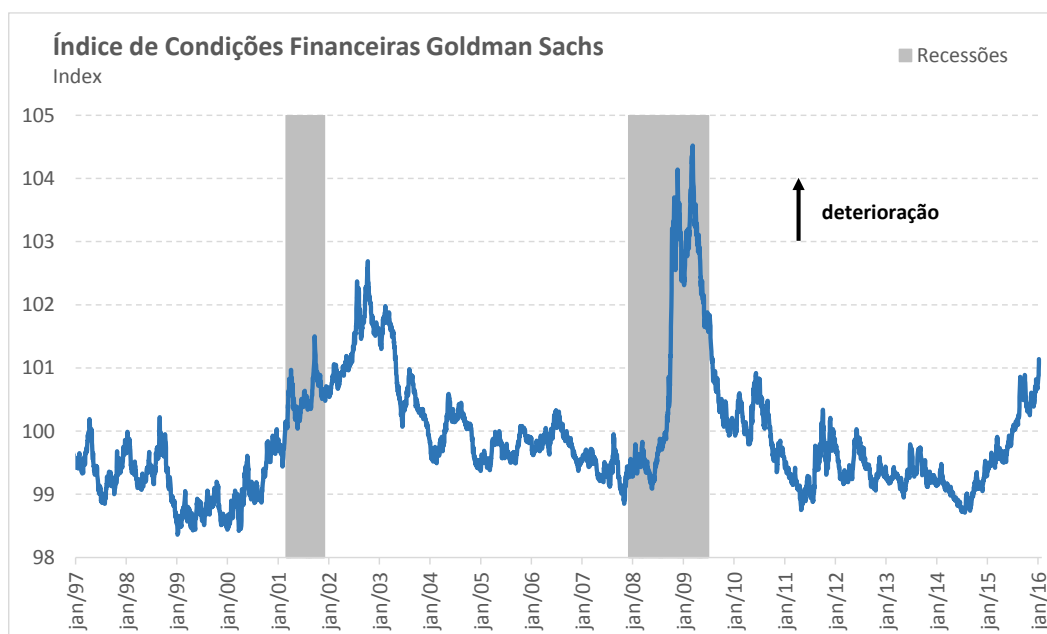


Gráfico 2. Fonte: Goldman Sachs, Bloomberg.

Cenário de Investimentos

4º Trimestre de 2015

No 4º trimestre tivemos uma utilização média de risco de 38,6% do limite total, ao redor de 11,6% de stress. Geramos 4,8% de alfa em estratégias Direcionais e -1,2% em estratégias de Valor Relativo.

Como destaques tivemos as seguintes contribuições:

BRL (1,64 %): Durante o trimestre mantivemos posições reduzidas em USDBRL, oscilando entre 10% comprados e 10% vendidos de forma oportunista sendo que o ganho líquido no período foi distribuído em diversas posições incluindo futuros e opções;

Outras Moedas (0,99 %): O *book* de outras moedas continuou sendo relevante para o fundo com alocação média em 35% do limite utilizado no período. As maiores contribuições para o resultado vieram de posições compradas em USDCNH e JPYKRW e vendida em CADNOK.

Juro Real (0,55%): O ganho na posição de Juro Real veio das posições em NTN-B que foram incrementadas ao longo do trimestre;

Corporate Bonds (0,47%): Os ganhos vieram das posições mantidas de bonds *quasi-sovereign* com destaque para a recompra dos títulos do Banco do Brasil pela empresa, e a valorização dos bonds de Kraft Heinz.

Ações Global (0,40%): Ganhos vieram das posições compradas em ações de empresas ligadas ao setor de consumo como Procter & Gamble, Anheuser-Busch Inbev e Kraft Heinz.

Long Short Brasil (-0,40%): Perdas vieram do movimento de valorização das ações ON de Petrobrás em relação às PN e dos pares de VALE3 vs VALE5 e VALE5 vs BRAP4.

Long Short Global (-0,47%): O resultado negativo veio da posição comprada em S&P e vendida em Nasdaq.

Cenário Prospectivo

Como mencionado anteriormente, seguimos cautelosos com ativos de risco. O aumento da dívida privada, pós-crise de 2008, representa um dos maiores riscos aos ativos financeiros. O fim do “*debt super cycle*”, além de inibir a transmissão de políticas monetárias estimulativas à economia real, traz o risco de desalavancagens forçadas e desordenadas. Além disso, os mercados parecem subestimar outros aspectos estruturais por trás do ambiente persistentemente deflacionário e de baixo crescimento que o mundo tem vivido, tais como: piora da demografia com o envelhecimento da população; ganhos de produtividade decrescentes e exaustão dos instrumentos de política monetária. Tem sido recorrente os analistas superestimarem o crescimento e a inflação nos últimos anos e, mesmo assim, ajustam pouco as previsões de mais longo prazo. Na medida em que isso for feito, alguns ativos poderão sofrer uma correção de preços mais significativa.

A queda dos preços das commodities, além de provocar impacto imediato nas balanças comerciais de diversas economias emergentes, produz efeitos de 2ª ordem, como a redução de investimentos dos setores exportadores e a consequente queda de renda, e de 3ª ordem, como o aumento do risco de crédito das empresas e dos países. Esses efeitos devem durar ainda bastante tempo para serem assimilados pelas economias e se tornam mais importantes na medida em que boa parte dos países estão desalavancando e apresentam uma trajetória decrescente de seus PIBs potenciais pela ausência de reformas na última década.

Consideramos os maiores riscos para EM o aumento da alavancagem de empresas privadas e crescimento menor que o consenso para China, com uma possível desvalorização mais acentuada do CNH.

Especificamente sobre a China o desafio da política econômica é a “*impossible trinity*”: impossível controlar juros e câmbio com a conta de capital aberta. Em tese, o governo vai controlar a velocidade das reformas, a abertura da conta de capital e desvalorização da moeda, provavelmente mantendo estável a relação *Trade-Weighted Index (TWI) / Real Effective Exchange Rate (REER)*. O risco, porém, é que esse processo fuja do controle e se torne desordenado. Nesse sentido, surpreende o montante de perda de reservas nos últimos cinco meses. Vale mencionar que a demanda reprimida dos chineses por ativos externos é potencialmente muito grande. Usando Coreia e Japão como referência, no mesmo nível do desenvolvimento atual da China (medido em renda per capita) estudos indicam que essa demanda possa ser da ordem de US\$ 3 trilhões, semelhante ao nível atual das reservas chinesas.

No Brasil, parece-nos inevitável que percamos o grau de investimento pelas três agências de risco. Adicionalmente, as hipóteses ainda utilizadas por elas de superávit primário e crescimento, para o cálculo da trajetória da dívida/PIB, parecem irrealistas, trazendo risco de novos rebaixamentos.

Apesar de nada trivial, a hipótese do impeachment permanece viva. Acreditamos que nos preços atuais, os ativos brasileiros teriam bastante *upside* com o afastamento da Presidente, mesmo que fosse pela via de um governo de transição. Hoje acreditamos que a via da impugnação da chapa via TSE tem maior chance do que a via do TCU, o que aumentaria o *upside* potencial dos ativos brasileiros, pois nesse caso provavelmente haveria convocação de novas eleições caso a decisão do TSE aconteça até o final de 2016. Por outro lado, se a Presidente Dilma concluir o seu mandato até 2018, é possível que tenhamos uma nova rodada de piora nos preços dos ativos. Parece inexorável que sob o comando do Ministro Nelson Barbosa haja alguma flexibilização nos ajustes requeridos no curto prazo. A ideia de conciliar políticas pró crescimento com o ajuste fiscal e o esforço desinflacionário ainda parece factível na cabeça do governo. Além disso, somos céticos em relação à capacidade de articulação do governo para aprovar as necessárias reformas estruturais.

Do ponto de vista de oportunidades de investimento, julgamos importantes os seguintes temas:

- (i) **BRL:** Seguimos com posições táticas no USDBRL. Dado o ajuste que já ocorreu no REER da moeda nos últimos 2 anos, não nos parece trivial que o BRL se desvalorizará mais do que precificam os *forwards* considerando que o governo não dê nenhuma guinada maior à esquerda na política econômica. Além disso, a lei da repatriação aprovada no final do ano passado pode trazer um fluxo relevante de entrada. Nesse cenário, gostamos de vender volatilidade curta para financiar estruturas direcionais de opções mais longas;
- (ii) **Outras Moedas:** Temos mantido posições compradas líquida em USD, principalmente versus moedas *pegs* como o CNH e o SAR (Riyal da Arábia Saudita). Além disso mantemos posições táticas em vários *crosses*, sendo as posições vendida em EURMXN, e em NZDMXN, as mais relevantes.

O nível atual de *valuation* do USD perante diversas moedas deve limitar o seu movimento generalizado de valorização e torná-lo mais discriminado contra moedas específicas. Por outro lado, não corroboramos a tese do USD se enfraquecer depois do FED ter subido os juros pela 1ª vez pós ciclo de *easing*, como ocorrido em alguns ciclos de alta de juros no

passado. Hoje o prêmio de risco da curva de juros é muito baixo para a curva ficar mais *flat* e os EUA ainda são vistos como um destino interessante para investimentos em detrimento a outros países desenvolvidos e EMs.

Sobre o SAR, a Arábia Saudita tem sido impactada enormemente pelo recuo do preço do petróleo com uma das maiores quedas do preço do barril na história (70% desde o pico). Além disso, o país possui uma das maiores reservas de petróleo do mundo e é o segundo maior produtor global (os EUA se tomaram recentemente o maior produtor do mundo). Com uma economia que depende quase que inteiramente do petróleo optamos por montar uma posição vendida em SAR contra o USD desde o 4º trimestre. O *peg* do Riyal já dura muitas décadas e a aposta na desvalorização parece uma oportunidade bastante assimétrica. É improvável que após uma queda tão forte o preço do petróleo se recupere de forma contundente. A sobreoferta recente ocorreu com base em novas tecnologias como o gás de xisto e melhoras substanciais em baterias elétricas. Além disso, a OPEC tem cada vez mais dificuldade de recuperar a coesão que teve no passado. O recente stress entre o Irã e a Arábia Saudita demonstra o quão difícil parece ser um corte coordenado na produção da organização. O país tem adotado medidas na tentativa de reduzir o déficit fiscal ocasionado pela forte queda no preço do petróleo, mas várias são impopulares, como o próprio aumento do preço local da gasolina com a redução de subsídios. Existe ainda a tentativa de direcionar a economia para outros setores que não o de petróleo.

- (iii) **Juros local:** Acreditamos que o Banco Central deverá promover novas altas das taxas de juros para evitar uma piora ainda maior das expectativas de inflação, mesmo duvidando da sua eficácia na atual conjuntura de desancoragem fiscal. Nesse sentido, gostamos de apostas de *flattener* na parte curta / intermediária da curva de juros que se encontra muito positivamente inclinada, casada com posições de *steepenner* na parte mais longa que segue com FRAs decrescentes. As posições de *flattener* são maiores que as posições de *steepeners* nos atuais preços. Além disso, acreditamos que FRAs do ano 2017 acima de 17% de selic apresentam prêmio interessante para posições aplicadas. Também continuamos comprados em NTN-Bs curtas / intermediárias.
- (iv) **Corporate Bonds:** Mantemos o interesse nos *bonds* de empresas *quasi-sovereign* por entender que são atraentes os retornos esperados desses ativos mais seniores na estrutura de capital dessas empresas. Continuamos usando dinamicamente o USDBRL e as ações como hedge para essas posições;
- (v) **Bolsa:** Mesmo com a queda de 13,3% do Ibovespa em 2015 (e mais de 40% em USD), o *valuation forward* agregado da bolsa está próximo da média histórica, já que as estimativas são de resultados ainda mais fracos para as empresas em 2016. Sem considerar uma eventual recuperação dos preços das commodities, o que poderia surpreender positivamente seria uma recessão econômica mais branda em 2016. Uma eventual reviravolta no cenário político, ainda que pouco provável, também poderia desencadear uma melhora do Ibovespa. Olhando as empresas individualmente já vemos algumas oportunidades assimétricas dado o tamanho do desconto em relação a avaliações conservadoras do valor intrínseco dos ativos, mesmo no cenário desafiador já descrito anteriormente. Na parte internacional, mantemos a posição comprada em S&P500 versus Nasdaq.

VINTAGE MACRO MASTER FIM
RELATÓRIO GERENCIAL DE ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

Desempenho 4º Tri 2015	FUNDO	Desempenho Ano	FUNDO
Estratégias Direcionais	480	Estratégias Direcionais	845
Estratégias de Valor Relativo	-120	Estratégias de Valor Relativo	-310
Hedge	-2	Hedge	-3
Custos	-36	Custos	-161
Caixa	11	Caixa	2
Total	333	Total	373

Estratégias Direcionais	
Ações Brasil	31
Ações Global	40
BRL	164
Outras Moedas	99
Inflação	2
Pré Direcional	-11
Juro Real	55
Corporate	47
Juro Global	25
Volatilidade	27
Total	480

Estratégias Direcionais		FUNDO
Ações Brasil	-23	
Ações Global	34	
BRL	733	
Outras Moedas	334	
Inflação	2	
Pré Direcional	-159	
Juro Real	34	
Corporate	-130	
Juro Global	7	
Volatilidade	11	
Total	845	

Estratégias de Valor Relativo	
Pré Inclinação	-32
Intermercado	0
Long Short Brasil	-40
Long Short Global	-47
Total	-120

Estratégias de Valor Relativo		FUNDO
Pré Inclinação	-18	
Intermercado	0	
Long Short Brasil	-205	
Long Short Global	-86	
Total	-310	

Desempenho 4º tri	
Alfa	333
CDI	336
Gestão	670
% do CDI	199,2%

Desempenho Ano		FUNDO
Alfa	373	
CDI	1.323	
Gestão	1.696	
% do CDI	128,2%	

ALOCÇÃO DE RISCO

Alocação Média 4º tri	
Estratégias Direcionais	90%
Estratégias de Valor Relativo	6%
Hedge	0%
Custos	0%
Caixa	3%
Total	100%

Alocação Média em 2015	
Estratégias Direcionais	83%
Estratégias de Valor Relativo	12%
Hedge	0%
Custos	0%
Caixa	4%
Total	100%

Estratégias Direcionais	
Ações Brasil	4%
Ações Global	0%
BRL	10%
Outras Moedas	35%
Inflação	0%
Pré Direcional	4%
Juro Real	31%
Corporate	4%
Juro Global	0%
Volatilidade	2%
Total	90%

Estratégias Direcionais	
Ações Brasil	3%
Ações Global	0%
BRL	18%
Outras Moedas	32%
Inflação	0%
Pré Direcional	16%
Juro Real	10%
Corporate	3%
Juro Global	0%
Volatilidade	1%
Total	83%

Estratégias de Valor Relativo	
Pré Inclinação	5%
Intermercado	0%
Long Short Brasil	3%
Long Short Global	-2%
Total	6%

Estratégias de Valor Relativo	
Pré Inclinação	5%
Intermercado	0%
Long Short Brasil	3%
Long Short Global	4%
Total	12%

Por Região	
Brasil	46%
Global	54%

Por Região	
Brasil	54%
Global	46%

Av. Brigadeiro Faria Lima, 2.179
4º andar, cj.42 | Jd.Paulistano
São Paulo, S.P. | cep: 01452-000
Tel. +55 11 3185 2000

Av. Ataulfo de Paiva, 341
4º andar, cj.402/403 | Leblon
Rio de Janeiro, RJ | cep: 22440-032
Tel. +55 21 3590 2200

www.vintageinvest.com.br
vintage@vintageinvest.com.br