

Cenário Macroeconômico

Brasil

Nesse ano o cenário político vem dominando de vez o debate interno. O potencial afastamento da presidente Dilma não é mais algo que pode ser considerado improvável e o país literalmente encontra-se parado com todo o foco voltado para Brasília. É muito difícil possuir vantagem comparativa nesse quadro político, por isso apenas observamos, como os demais participantes, que a probabilidade de afastamento parece ser superior à de manutenção da presidente. Na possibilidade da presidente se manter no cargo é difícil imaginar como ela poderia resgatar a governabilidade perdida, ficando o cenário mais complicado ainda. Por isso entendemos não ser racional fazer grandes apostas direcionais em um ambiente tão binário. Mesmo assim vale fazer algumas observações econômicas.

A questão fiscal segue bastante caótica. A dívida bruta seguirá se elevando e deve atingir níveis próximos a 75% do PIB no fim do ano. Além disso, seguimos convictos que uma ampla reforma fiscal é necessária, passando inexoravelmente por três principais pontos: reforma da previdência; diminuição da rigidez constitucional dos gastos; e mudanças nas regras de reajuste do salário mínimo. Todos são temas extremamente difíceis de serem aprovados mesmo por governos com grande popularidade e talvez fosse necessário até uma nova Constituinte. Por mais que cerca de 2/3 da população sejam favoráveis ao impeachment, nos parece que a saída idealizada pela sociedade seria a de novas eleições. O plano do PMDB “Uma ponte para o futuro” tem aprovação dos agentes econômicos, mas a grande pergunta continua a ser se a sociedade aceitaria/entenderia a necessidade de colocá-lo em prática, e isso infelizmente ninguém é capaz de responder.

Dentre os principais problemas do país no momento, outro que merece destaque é o alto nível da inflação. Em 2015 o IPCA encerrou o ano em 10,7% muito acima do topo da meta de 6,5%. A alta dos preços administrados no primeiro trimestre foi o grande vilão do ano passado encerrando o período com 18,1%, maior alta anual desde 1999. No segundo semestre, em especial no quarto trimestre, também vimos uma alta substancial nos preços de alimentos e industriais. Os alimentos encerraram o ano de 2015 com alta de 12%, a maior elevação desde 2002. Já os preços industriais avançaram 6,2%, a maior alta desde 2004. Em nosso entendimento, a depreciação cambial nominal ocorrida em 2015, de 41,7% em relação à média de 2014, teve grande parcela de culpa nesses eventos. Contudo, nas últimas semanas, temos visto uma apreciação cambial bastante razoável com a crescente possibilidade de saída da presidente Dilma. Em termos nominais a variação já é substancial, mais de 10% desde o início do ano. Parte dessa apreciação provavelmente irá se reverter caso o impeachment não avance, apesar das pressões para a desvalorização do Real, vindas de fora, terem diminuído com a estabilização nos preços das commodities e com a reversão do movimento de dólar forte global. Além disso, é fundamental destacar a melhora na conta corrente brasileira que deve apresentar resultado próximo a zero já em 2016. A balança comercial apresentou melhora substancial, mas nem tudo se deve à recessão já que o quantum exportado tem obtido excelente



Gráfico 1. Fonte: FUNCEX

desempenho como podemos ver no gráfico 1. Entendemos que essa recente apreciação do câmbio irá ajudar os preços e será possível que o IPCA encerre o ano próximo a 6,5%, o que pode ser considerado uma “vitória” dado o nível inicial dos preços ao fim de 2015. Além disso, vale observar que parece estar havendo um processo de arrefecimento dos preços de serviços que têm sido o grande vilão ao longo dos últimos anos. Com a continuidade do aumento do desemprego, os preços de serviços continuarão a se desacelerar. Nosso entendimento é que, com o câmbio mais estável e com o hiato do produto continuando em território amplamente negativo, veremos preços de serviços e industriais desacelerando bastante.

Em suma, é difícil fazer grandes apostas em um cenário tão binário e volúvel como o atual. Contudo, notamos alguma melhora na inflação e no setor externo do país. A atividade seguirá muito dependente da confiança que pode ser retomada com um novo governo. Já a questão fiscal segue como o principal desafio independente do governo.

Internacional

Algo curioso ocorre em boa parte dos países desenvolvidos: a taxa de desemprego praticamente retornou, ou até está abaixo, dos níveis pré-crise de 2008. Especificamente a taxa de desemprego do Japão, e em especial da Alemanha, estão abaixo do nível pré-crise enquanto a taxa americana e a do Reino Unido praticamente retornaram aos valores observados em 2007, como é possível ver no gráfico 2.

Contudo, a recuperação observada pelos números de atividade está muito lenta no pós-crise. No caso americano até é possível dizer que a taxa de desemprego só se encontra em nível tão baixo pelo aumento do desalento, com as pessoas desistindo de procurar trabalho. Todavia, o mesmo não pode ser dito no caso japonês, britânico e alemão, no qual o crescimento dos empregos tem sido bastante sólido e com altas taxas de participação na força de trabalho.

A grande conclusão negativa que se tira desse “paradoxo” é que o crescimento potencial se reduziu substancialmente. O que se observa é que uma expansão lenta do produto é capaz de reduzir a taxa de desemprego, ou seja, o potencial de crescimento hoje é mais baixo. Se essa explicação for correta, é bastante provável que o hiato do produto seja menor do que os Banco Centrais acreditam.

Dois fatores parecem explicar esse lento ritmo do PIB potencial: a produtividade em baixa e o fraco ritmo de expansão da população ativa.

Todo esse debate é de suma importância na medida em que a inflação futura talvez não seja tão baixa quanto muitos estimam. Não estamos sugerindo aqui que o aumento de preços vá sair do controle dos Banco Centrais, mas sim questionando a continuidade de tantos estímulos monetários como temos visto nos últimos anos. O foco deveria ser em aumentar a produtividade, contudo isso é sempre algo que todos almejam, mas de difícil implementação.

Seguimos cautelosos em relação aos mercados emergentes. Esses países têm apresentado grande *underperformance* nos seus ativos, com a grande queda das commodities ocorrida desde 2011. Todavia, é difícil esperar grandes recuperações. O petróleo chegou a subir cerca de 60% do meio de fevereiro até meados de março, porém o nível ainda é extremamente reduzido para os padrões históricos e, nesse meio tempo, os fundamentos seguiram se deteriorando com os estoques nos mais altos níveis da história.

Os temores em relação à moeda chinesa se reduziram, porém, o pano de fundo em nosso entendimento, de desaceleração da economia chinesa irá prosseguir. Além disso, a alavancagem, um tema que tem nos preocupado bastante nos últimos anos prossegue bastante elevada e, em alguns casos, ainda crescendo. As necessárias desalavancagens certamente serão uma restrição ao crescimento dos mercados emergentes.

Não poderíamos deixar de observar a fortíssima recuperação em grande parte dos ativos de risco desde o fim de janeiro / início de fevereiro. Parece bastante provável que a alta de juros por parte do FED, ocorrida no último dia 16 de dezembro, tenha impactado negativamente diversos ativos de risco. Rapidamente parece ter havido uma espécie de “ação coordenada” por parte dos principais BC’s do mundo para que a “velha ordem” fosse reestabelecida. Até o momento eles obtiveram sucesso com uma das maiores recuperações em um trimestre da história da bolsa americana. Contudo, cada vez mais existe a impressão de estarmos vivendo um castelo de cartas, para o qual são exigidos afrouxamentos monetários adicionais com o objetivo de manter o suporte dos preços dos ativos. A teoria de que o aumento dos preços de ativos aumentaria a renda disponível da população parece ter tido pouco efeito prático no *main street*. Quando, e se, a inflação retornar, não mais será possível fornecer tantos estímulos e a queda de determinados ativos pode ser forte.

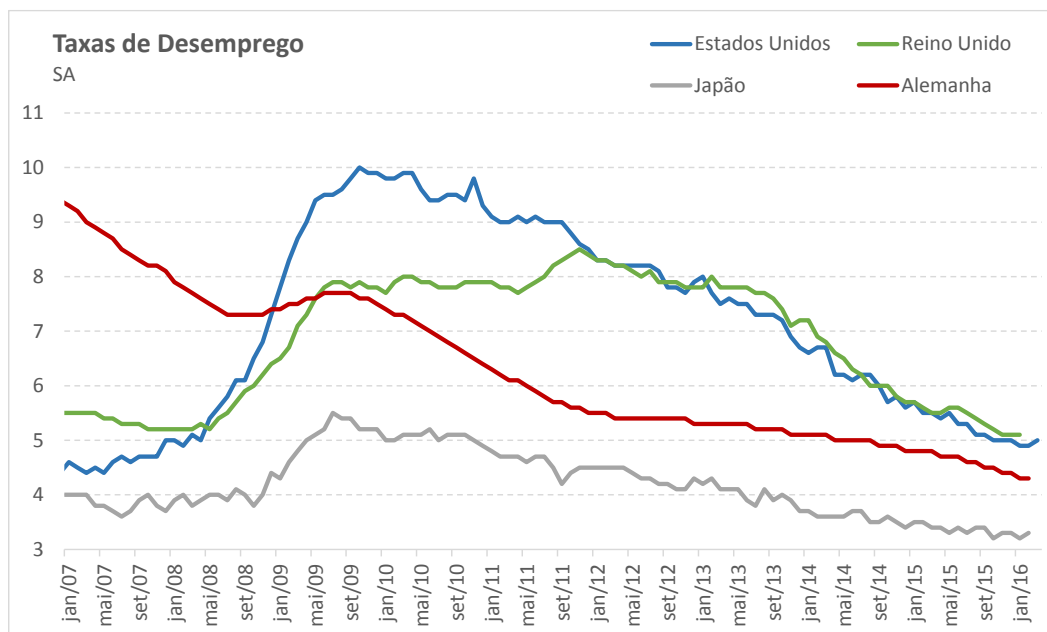


Gráfico 2. Fonte: Bloomberg.

Cenário de Investimentos

1º Trimestre de 2016

No 1º trimestre de 2016 tivemos uma utilização média de risco de 39% do limite total, o equivalente a 11,8% de stress. Geramos um alfa líquido de 4,77%, sendo 2,54% em estratégias Direcionais, 2,71% em estratégias de Valor Relativo e -0,48% em hedges e custos.

Como destaques tivemos as seguintes contribuições:

Outras Moedas (-0,54 %): A maior contribuição negativa para o resultado desse trimestre veio da posição vendida em CNH. Tivemos ganho na posição de AUD e as outras posições ficaram neutras;

Juro Real (1,73%): O ganho na posição de Juro Real veio das posições em NTN-B que foram mantidas ao longo do trimestre;

Pré Inclinação (2,35%): O ganho no book de inclinação veio das posições de *flattner* da parte curta da curva e combinação de *flys* nas partes mais longas;

Long Short Brasil (0,41%): Ganhos vieram do movimento de valorização das ações PN de Petrobrás e Vale em relação às ON;

Corporate Bonds (0,84%): Os ganhos vieram da posição de bonds de Kraft Heinz e das posições de bonds *quasi-sovereign* com destaque para o Petbra 22 e Banbra 6.25% perp.;

Ações Globais (0,33%): Ganhos vieram das posições compradas em ações de empresas ligadas ao setor de consumo como Kraft Heinz (KHC) e Restaurant Brands International (QSR), controladora das operações globais do Burger King e Tim Hortons.

Cenário Prospectivo

Mantemos a mesma visão cautelosa descrita nas últimas duas catas em relação aos ativos de risco. Preocupa-nos a alavancagem global em níveis elevados, a exaustão dos efeitos dos estímulos monetários realizados pelos Bancos Centrais e o nível dos preços de muitos ativos.

A divergência entre preços de instrumentos de renda fixa e das bolsas parece extrema. Comparando os juros nominais, juros reais e *breakevens* de inflação com o nível dos índices de ações, vemos embutidos cenários muito divergentes, mesmo levando em conta a distorção intencional que as políticas heterodoxas dos BCs exercem sobre a estrutura a termo de juros e o impacto que a mesma tem em suportar os ativos de risco. Sem entrar no mérito dos impactos negativos que a manutenção de tamanha distorção pode gerar ao longo do tempo, os fundamentos prevalecem: ou os estímulos surtirão efeito e veremos mais inflação e mais juros em algum momento no futuro, ou o mundo vai de fato entrar numa espiral desinflacionária e recessiva e haverá uma correção nos *valuations* das bolsas. Cientes de que essa tese vai de encontro ao que os BCs almejam, viemos gradualmente montando posições tomadas em taxas soberanas e comprados em inflação longa versus posições vendidas em bolsa.

Ainda sobre o mercado global, surpreendeu-nos a recente mudança mais *dovish* do FED, apesar dos números positivos de desemprego e inflação correntes. Parece ter havido uma mudança momentânea da função reação, com foco nas condições financeiras e preços dos ativos de mercado. A forte queda das bolsas globais, desde o início do ano até meados de fevereiro, deve ter contribuído para essa alteração. O impacto dessa nova postura deve fazer com que o movimento de dólar fraco se estenda por mais algum tempo, suportando os preços das commodities e ativos de risco, inclusive os Emergentes. No médio e longo prazos porém, ainda acreditamos nas vantagens cíclicas e estruturais dos EUA em comparação com seus principais pares. No mundo globalizado de hoje, o diferencial dos retornos sobre os investimentos dominam o movimento global dos fluxos de capital e estes ainda parecem favorecer os EUA. Vale destacar que parte importante da apreciação do dólar vista nos últimos 18 meses se deveu mais à escassez de alternativas de investimentos seguras e atrativas no mundo ex-EUA, do que por mérito próprio do país. Em geral essa realidade ainda vale hoje. O mundo desenvolvido ex-EUA, além de estar mais atrasado na recuperação cíclica do pós- crise, também em boa parte dos casos apresenta maiores entraves estruturais. Os Emergentes por sua vez, além da alavancagem enorme do setor privado, avançaram pouco para superar seus problemas estruturais de forma a permitir um crescimento mais robusto.

Por último, destacamos o diferencial entre a inflação corrente nos EUA versus as expectativas de inflação. As variações anuais do CPI e do PCE ainda estão influenciadas principalmente pela queda do petróleo, mas suas medidas de núcleo já convergiram para perto do objetivo do Fed de 2% (2,3% e 1,7% respectivamente). Enquanto isso a expectativa da inflação por um período de 5 anos daqui a 5 anos (5Y5Y US *inflation*) ainda se encontra muito perto dos níveis mais baixos da história. Hoje o grande consenso com o qual concordamos é que o mundo ainda deve permanecer desinflacionário por um bom tempo, mas expectativas de inflação longas abaixo de 2% parecem extrapolar excessivamente esse cenário. Enxergamos posições compradas em inflação longa como um hedge barato para um cenário de cauda, no qual a inflação comece a surpreender para cima, dado o impacto significativo que o mesmo teria sobre o preço de vários ativos.

Nos mercados locais não enxergamos no momento muitas assimetrias de preços. O lado político vai continuar dominando o preço dos ativos brasileiros no curto prazo, enquanto análises econômicas serão secundárias. Aos preços dos ativos de hoje nos parece que a probabilidade do impeachment implícita estaria ao redor de 60%. Se por um lado não podemos menosprezar o impacto que um choque de confiança, com um possível novo governo de “notáveis”, ainda teria sobre o preço dos ativos, por outro lado somos bastante cautelosos com o médio prazo dados os grandes desafios econômicos para se reverter uma dinâmica fiscal insustentável. Um governo Temer sem a legitimidade das urnas poderá ter dificuldade em promover grandes ajustes estruturais, principalmente com o PT radicalizando na oposição. Além disso, são esperados questionamentos jurídicos quanto à sua legalidade o que deve manter um nível elevado de instabilidade política. Outro ponto que chama atenção e nos preocupa a médio e longo prazo, é que a oposição não conseguiu até aqui se capitalizar politicamente com o declínio e perda de popularidade do PT. Seria mais promissor o cenário de longo prazo se hoje existisse uma liderança política que representasse claramente e hegemonicamente a vontade de mudança.

Por fim vale destacar alguns pontos sobre a política cambial implementada recentemente pelo Banco Central. Questionamos os benefícios de se diminuir o estoque de posição vendida em swap nesse momento de forma agressiva. Há algum tempo viemos batendo no ponto de que a maior “jabuticaba” macro que temos é o nível da taxa de juros. Na nossa visão deveria ser prioritário criar as condições para se poder baixar os juros o quanto antes. Obviamente, as condições mais importantes passam por reformas fiscais que produzam estruturalmente uma maior capacidade de poupança por parte do setor público, mas também passam pelo fim das políticas para-fiscais e de subsídios públicos e eventualmente deixar o câmbio se valorizar mais e por um período de tempo maior. No atual estado da economia brasileira com um déficit nominal de 10,8% do PIB (sendo 8,7% do PIB só com serviço de dívida), essas condições não deveriam ser excluídas. Além disso, vale mencionar que nossa corrente de comércio é de somente 27% do PIB,

bastante baixo para padrões internacionais. Câmbio mais apreciado beneficia a inflação, aumenta renda real, e os investimentos com a importação de bens de capital.

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

- (i) **BRL:** temos mantido uma postura tática. No nível atual de 3,60 / 3,70, e com o BC claramente disposto a aproveitar essa janela de melhora para diminuir o estoque dos swaps cambiais, nosso viés é comprar USDBRL.
- (ii) **Outras Moedas:** continuamos com uma exposição líquida em USD perto de zero quando se exclui os “pegs” do CNH e SAR e com o resto do “balanço” pequeno versus a média da estratégia. A postura mais *dove* do FED pode beneficiar no curto prazo as moedas de beta mais alto e de Emergentes. Com isso, aumentamos marginalmente as posições compradas em MXN e NOK. Destaques nos *crosses* seguem sendo as posições vendida em NZD / comprada em MXN e vendida em CAD / comprado em NOK.
- (iii) **Juros local:** Temos uma posição aplicada na parte curta da curva, sendo que boa parte do delta através de opções. Como atribuímos uma probabilidade muito baixa do próximo movimento ser de alta de juros, essa posição aplicada curta funcionaria como um hedge para as posições de *flatteners* caso ocorra algum corte precipitado ou “político” dos juros que fizesse a curva aumentar seu prêmio / inclinação. As posições de *flatteners* hoje são cerca de 60% das posições originais, e seguem concentradas no ano 2017 versus ano 2016. Mesmo com toda incerteza política, nossa expectativa é de que o cenário prospectivo de inflação permitirá ao BC começar um afrouxamento monetário em algum momento no 2º semestre desse ano. Na parte mais longa, reduzimos marginalmente a posição comprada em NTN-B, e cobrimos parte do risco restante com posições tomadas em DI mais longo. Na prática, hoje temos uma posição aplicada em juro real menor combinada com uma posição comprada em *breakeven* de inflação.
- (iv) **Corporate Bonds:** Vendemos um pouco das posições de bonds com a melhora recente dos mercados na segunda metade do trimestre, mas continuamos acreditando ser atraente a relação risco/retorno dos *quasi-sovereign*, principalmente se comparadas às ações.
- (v) **Ações Brasil:** Com a elevada importância do cenário político, a volatilidade da bolsa permanece alta e entendemos que as variáveis micro passam a ser secundárias. Na carta anterior havíamos mencionado que começávamos a observar oportunidades em alguns ativos da bolsa brasileira, que chegavam a negociar abaixo dos valores intrínsecos, mesmo considerando uma estimativa conservadora e o ambiente macroeconômico adverso como pano de fundo. Com a forte alta do Ibovespa que acumulou ganho de 16,9% em março, beneficiando as posições que tínhamos, como Bannisul, que subiu 46,6% e Eztec com alta de 20,5%, algumas das nossas posições foram reduzidas.

VINTAGE MACRO MASTER FIM
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE
ALOCAÇÃO DE RISCO

Desempenho 1ºTri 2016	FUNDO
Estratégias Direcionais	254
Estratégias de Valor Relativo	271
Hedge	-7
Custos	-37
Caixa	-4
Total	477

Alocação Média 1º tri	
Estratégias Direcionais	89,9%
Estratégias de Valor Relativo	9,0%
Hedge	-0,2%
Custos	0,0%
Caixa	1,3%
Total	100,0%

Estratégias Direcionais	
Ações Brasil	10
Ações Global	33
BRL	25
Outras Moedas	-54
Inflação	-6
Pré Direcional	4
Juro Real	173
Corporate	84
Juro Global	-32
Volatilidade	18
Total	254

Estratégias Direcionais	
Ações Brasil	2,8%
Ações Global	3,0%
BRL	5,8%
Outras Moedas	42,4%
Inflação	0,1%
Pré Direcional	3,5%
Juro Real	28,5%
Corporate	3,0%
Juro Global	0,1%
Volatilidade	0,7%
Total	89,9%

Estratégias de Valor Relativo	
Pré Inclinação	235
Intermercado	-4
Long Short Brasil	41
Long Short Global	-1
Total	271

Estratégias de Valor Relativo	
Pré Inclinação	7,2%
Intermercado	0,0%
Long Short Brasil	0,9%
Long Short Global	0,9%
Total	9,0%

Desempenho 4º tri	
Alfa	477
CDI	325
Gestão	802
% do CDI	246,8%

Por Região	
Brasil	51,4%
Global	48,6%

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