

Cenário de Investimentos

Internacional

Um tema recorrente dentro do cenário internacional tem sido o desafio de conciliar as políticas de estímulo monetário com a lenta expansão da economia mundial e inflação ainda bem abaixo das metas nos países desenvolvidos. O foco quase exclusivo, desde a crise de 2008, em estimular a demanda via política monetária tem gerado um crescimento insuficiente e desigual e provocado o acúmulo de dívidas para financiar recompra de ações em detrimento de investimentos produtivos. Já escrevemos em cartas anteriores nossas preocupações e críticas em relação ao ativismo exagerado dos BCs dos países desenvolvidos que certamente cobrará o seu preço em termos de desequilíbrios e crescimento potencial.

Apesar de alguns sinais de que os *policy makers* estão começando a reconhecer (não oficialmente) que podemos estar próximos dos limites da política monetária, não nos parece que haverá uma mudança significativa de estratégia tão cedo, até pela falta de alternativa clara. Parece não existir no momento, em nenhum grande bloco econômico do mundo, uma mobilização e consenso político para focar numa agenda de reformas que promova uma melhora do lado da oferta. Mesmo a discussão sobre a utilização de estímulos fiscais está longe de ser consensual e está restrita a alguns países. Por outro lado, o que parece ser consensual é que os juros de equilíbrio hoje são bem menores do que antes da crise de 2008. Argumentos que embasam essa tese e parecem amplamente aceitos são: i) crescimento demográfico e da população ativa menores; ii) produtividade baixa, e iii) avanços tecnológicos que tornam as economias menos intensivas em capital e mão-de-obra. Mesmo o FED, que tem a intenção de seguir lentamente com o processo de normalização da política monetária, vem seguidamente revisando para baixo a taxa de juros de equilíbrio de longo prazo nas suas projeções. Além disso, ao mesmo tempo em que o crescimento nos principais blocos do mundo não anima, riscos de volta à recessão parecem hoje reduzidos. Dessa forma, independente de continuarmos bastante cautelosos com os fundamentos de médio e longo prazo, o cenário global para os próximos 6 a 12 meses parece ser de ampla liquidez global que continuará suportando os preços dos ativos de risco incluindo os países Emergentes.

Dito isso, não dá para descartar eventuais correções ou reprecificações dos prêmios de risco das curvas de juros dos países desenvolvidos. A precificação atual do prêmio de risco da estrutura a termo de juros parece exageradamente baixa, com taxas nominais de 10 anos de alguns países no terreno negativo. Além disso, como mencionamos anteriormente, alguns sinais por parte dos BCs e dos *policy makers* de que podemos estar no limite dos benefícios de políticas monetárias extremamente acomodáticas, começam a aparecer. A decisão recente do ECB em não antecipar uma eventual extensão do prazo final do QE, a mudança de foco do BoJ para o “controle” da parte longa da curva ao invés de aprofundar o QE ou o corte de juros e o aumento das discussões para se expandir a política fiscal em alguns países são sintomáticos dessa mudança de postura na nossa avaliação. Em função disso, temos aumentado as posições tomadas em taxas de juros globais, não só pelo caráter de hedge do restante do portfólio, como pela assimetria favorável que enxergamos nos níveis de preços atuais. Estamos tomados em taxas na parte curta da curva americana (até 5 anos), na taxa de 5 e 10 anos da curva do Reino Unido, e na taxa de 10 anos do Japão e da França.

Riscos de médio prazo que precisam estar no radar são os relacionados à China e ao crescente sentimento nacionalista antiglobalização ao redor do mundo. Com relação à China, o país tem convivido ao longo dos últimos anos com mini-*booms* de crédito que têm conseguido manter o crescimento do país próximo à meta de 6,5%, mas à custa de uma alavancagem crescente e muitas vezes em detrimento da agenda de reformas estruturais. É preocupante o fato de hoje, o preço do m² em algumas das principais cidades superar a renda média anual da população. No auge da bolha japonesa, no fim dos anos 80, isso não chegou a acontecer e, vale lembrar, essa bolha foi muito maior do que a recente bolha americana. Continuamos achando favoravelmente assimétrico manter posições vendidas no CNH mesmo com o aumento do custo recente e da desvalorização de 7% nesse ano versus a cesta de moedas usada como referência pelo PBoC.

Parte importante do aumento do sentimento antiglobalização reflete as mudanças estruturais pelas quais o mundo vem passando com o processo de abertura comercial, especialmente após a entrada da China na OMC em 2001. Acreditamos ainda que as medidas econômicas adotadas no pós-crise de 2008, focadas em estimular a demanda via política monetária, adicionou pressão a esse processo estrutural. O crescimento baixo e não inclusivo desde então tem aumentado a desigualdade, na medida em que beneficia desproporcionalmente os investidores e detentores de ativos financeiros, em comparação com economia real e a renda do trabalhador. Eventos como o Brexit e a candidatura do Trump à presidência dos EUA, são sinais importantes desse processo *anti-establishment* pelo qual o mundo passa e não devem ser subestimados. Será importante monitorar o calendário político à frente. Como destaques temos as eleições presidenciais americanas no dia 08 de novembro de 2016, o referendo na Itália dia 04 de dezembro de 2016 e as eleições presidenciais da França em abril de 2017.

Apesar do elevado influxo verificado nos últimos meses para dívidas e bolsas dos Emergentes, há espaço para que esse movimento continue ou mesmo aumente, devido à base historicamente baixa após anos de sub-alocação na classe. Além disso, no

agregado dos países Emergentes, houve um ajuste importante das contas externas nos últimos anos. Nesse contexto, o Brasil é beneficiado duplamente. Além de ser um dos Emergentes mais importantes e representativos, vive uma conjuntura de mudanças importantes que deve atrair investimentos.

Brasil

Passado o processo de *impeachment*, o governo Temer finalmente tem a oportunidade de caminhar na implementação das medidas econômicas e das reformas fiscais. Apesar do caminho da consolidação fiscal ser longo e sacrificante, acreditamos que a aprovação da PEC dos gastos e o encaminhamento da Reforma da Previdência ainda esse ano, indispensáveis para a estabilização da dinâmica da Dívida/PIB, seja o suficiente para seduzir os investidores estrangeiros à comprarem mais ativos brasileiros. Vale notar que por ora, a grande mudança de posicionamento se deu nos mercados de derivativos (tanto de juros como de câmbio) e nos ativos brasileiros em *hard currency*, como Bonds soberanos e de empresas negociados em dólar ou euro. Fluxo de estrangeiros para comprar dívida local, não só ainda não ocorreu, como está bastante negativo. As saídas financeiras na conta de capital são superiores a 40 bilhões de dólares no ano, provavelmente reflexo da continuação de ajuste de posições de estrangeiros à perda do *Investment Grade*. De qualquer forma, com uma participação ao redor de 16% da dívida local, há espaço para um influxo potencialmente grande para dívida local, na medida em que as reformas fiscais sejam aprovadas.

Dessa forma, seguimos com alocações de risco positivas em ativos brasileiros. Estamos comprados em BRL na cesta de moedas, aplicados em juros (parte menor no juro nominal e maior no juro real) e comprados em Bonds (principalmente Petrobras e Banco do Brasil). Dentre os ativos brasileiros a Bolsa nos parece com a pior relação risco/retorno.

Nos juros locais, acreditamos que o BC iniciará o ciclo de corte de juros na reunião de outubro. Aos preços atuais, com cerca de 350 bps de corte precificado na curva, os prêmios parecem baixos com relação ao cenário dos analistas de mercado que estima um ciclo ao redor de 400 bps de corte ao ritmo de 50bps por reunião. Dito isso, os cenários alternativos nos parecem assimetricamente distribuídos. Atribuímos uma probabilidade maior à cauda na qual as condicionantes evoluirão de forma mais benigna, permitindo um corte maior ou eventualmente mais rápido dos juros. Uma das condicionantes mais importantes não citadas pelo BC nos documentos oficiais e que permitiria acelerar a queda dos juros é o câmbio. Tudo mais constante, se o BC parasse de comprar dólar via swap, o câmbio provavelmente iria para abaixo de 3,00. Outro ponto que reforça a ideia de poder acelerar os cortes é de que na margem o juro real ex-post subirá muito. Com uma inflação ao redor de 5% a.a. nos próximos meses, o mesmo subirá para perto de 9% a.a. com a Selic em 14,25%. Um nível estratosférico para uma economia que teima em não sair da recessão, mesmo após uma queda real do PIB superior a 7% nos últimos 2 anos. Nos juros reais seguimos com as mesmas posições compradas em NTN-Bs da parte intermediária da curva. A combinação de um juro real de 6% a.a. com inflações implícitas ao redor de 5,0% nos parece muito atraente.

Com relação ao BRL, acreditamos que a melhora dos Termos de Troca e do déficit em conta corrente desde meados de 2015 e, principalmente das expectativas de aprovação das reformas fiscais, corroboram a apreciação observado do câmbio esse ano. A manutenção de um ambiente internacional com abundância de liquidez e sem uma tendência muito clara para o dólar frente às outras moedas, deve levar o BC a zerar a posição dos swaps relativamente rápido. Como não acreditamos que o BC vire liquidamente comprado em dólar via derivativo, há uma chance significativa do BRL se apreciar ainda mais, na medida em que o estoque atual se aproxime de zero. Temos mantido posições compradas em opção de venda de USD/BRL junto com posições vendidas em futuro para ganhar alavancagem, caso esse movimento ocorra.

Como escrevemos na carta anterior, não nos parece fazer sentido macroeconômico aumentar as reservas líquidas ao custo atual, com uma economia que ainda busca desinflacionar, que tem uma conta de juros perto de 8% do PIB e absolutamente carente de investimentos e da importação de bens de capital. Um câmbio livre e eventualmente mais apreciado traria mais benefícios do que malefícios na conjuntura atual, entre eles, a possibilidade de se afrouxar mais rápido e intensamente as condições monetárias. Com mais de 340 bilhões de dólares de reservas líquidas seria muito melhor, no nosso ponto de vista, trocar o saldo remanescente de swaps cambiais (por volta de 31 bilhões de dólares) por reservas. Inclusive, seria mais coerente com o sugerido por artigos anteriores do próprio presidente do BC.

As principais posições são:

- (i) **BRL:** Mantemos posições vendidas em USD/BRL em torno de 20% do PL utilizando futuros e opções;
- (ii) **Outras Moedas:** Temos mantido posições vendidas em CNH, SAR e TRY e alguns *crosses* menores vendidos em EUR/SEK, CAD/MXN e CLP/MXN;
- (iii) **Juros Brasil:** Continuamos aplicados em 1,8 PLs equivalente ano nas NTN-Bs e 1,2 PLs na parte curta/intermediária da curva. No book de inclinação, temos posições em duas *flys* ao redor dos vértices JAN19 e JAN21.

- (iv) **Corporate Brasil:** Estamos comprados em bonds de Petrobras e Banco do Brasil em torno de 11% do PL
- (v) **Juros Global:** Estamos tomados em 1,4PLs em EUA, Reino Unido, França e Japão. Parte como hedge para a carteira de bonds e parte direcional.

VINTAGE MACRO MASTER FIM
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

Desempenho 3º Tri 2016		FUNDO	Alocação Média 3ºTri 2016	
Estratégias Direcionais	219		Estratégias Direcionais	96.5%
Estratégias de Valor Relativo	4		Estratégias de Valor Relativo	3.2%
Hedge	-17		Hedge	-0.8%
Custos	-31		Custos	0.0%
Caixa	-4		Caixa	1.1%
Total	171		Fundo	100.0%

Estratégias Direcionais		Estratégias Direcionais	
Ações Brasil	17	Ações Brasil	4.5%
Ações Global	-11	Ações Global	2.4%
BRL	37	BRL	0.2%
Cupom Cambial	13	Cupom Cambial	6.8%
Outras Moedas	-27	Outras Moedas	40.3%
Inflação	2	Inflação	-0.9%
Pré Direcional	14	Pré Direcional	11.6%
Juro Real	47	Juro Real	19.5%
Corporate Brasil	114	Corporate Brasil	10.8%
Corporate Global	1	Corporate Global	0.1%
Juro Global	12	Juro Global	1.3%
Volatilidade	0	Volatilidade	0.0%
Total	219	Total	96.5%

Estratégias de Valor Relativo		Estratégias de Valor Relativo	
Pré Inclinação	32	Pré Inclinação	3.1%
RV Cupom Cambial	0	RV Cupom Cambial	0.0%
Intermercado	-2	Intermercado	0.4%
Long Short Brasil	26	Long Short Brasil	-0.1%
Long Short Global	-51	Long Short Global	-0.3%
Total	4	Total	3.2%

Desempenho		Stress por região	
Alfa	171	Brasil	52.5%
CDI	347	Global	47.5%
Gestão	518		
% do CDI	149.5%	Stress Total	-9.0%

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

vintage@vintageinvest.com.br

www.vintageinvest.com.br



Leia o Prospecto e o Regulamento antes de investir. A Vintage Investimentos Ltda. Não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas nesse material são de caráter exclusivamente informativo e não devem ser consideradas uma recomendação ou oferta para aquisição de cotas de fundos de investimento. Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos (FGC). Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento dos fundos de investimento ao aplicar seus recursos. Maiores detalhes podem ser obtidos na lâmina de informações essenciais produzida pelo administrador dos fundos localizada no website <http://www.intrag.com.br>. Estes fundos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento; tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e Taxa de Saída. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário de longo prazo.