



## Pacifico MACRO

No terceiro trimestre de 2016, o fundo Pacifico Macro FIQ FIM apresentou rentabilidade de 7,05%, líquida de taxas. No mesmo período, o CDI apresentou variação de 3,47%.

Nossa utilização de risco diminuiu quando comparada ao segundo trimestre, para uma média de aproximadamente 13 pontos de estresse. Esta medida oscilou entre um valor mínimo de 5 e um máximo de 20 pontos de estresse.

Neste trimestre, a principal contribuição positiva para o resultado do fundo veio do mercado de ações. Além disso, as posições de moedas e de renda fixa também contribuíram positivamente para nosso resultado.

Em relação à distribuição de risco entre estratégias, sempre medido pelo cálculo de estresse, a alocação de risco foi, em média, maior em renda fixa. As alocações em moedas e renda variável foram, em média, parecidas, quando medidas em pontos de estresse.

A seguir, detalharemos nossas posições no período.



## 1 – Estratégia aplicada em juros nominais no Brasil

Ao longo de todo o trimestre, mantivemos posições relevantes aplicadas em juros nominais de médio e longo prazo, por acreditar que a melhora do cenário macroeconômico brasileiro, juntamente a uma postura mais conservadora do Banco Central, favoreceria a redução das expectativas de inflação e a diminuição dos prêmios de longo prazo, abrindo espaço para um ciclo de redução da taxa SELIC. Preferimos sempre a exposição a juros nominais, porque, a nosso ver, as expectativas de inflação implícitas nas NTN-Bs encontravam-se excessivamente elevadas, dados os avanços na política fiscal obtidos pelo novo governo e dada a postura mais conservadora do novo Banco Central. De fato, ao longo do trimestre, as expectativas de inflação implícitas no mercado de NTN-Bs cederam de 5,70% para 5,20%, aproximadamente. No mês de setembro, o avanço da agenda fiscal no Congresso nacional e uma melhora nos dados de inflação corrente nos levaram a aumentar as posições. Esta estratégia trouxe ganhos no período.

Após surpresas negativas em julho e agosto, a inflação começa a apresentar alguns sinais consistentes de queda: o choque nos preços de alimentos parece estar se arrefecendo e a inflação de serviços segue recuando, em parte influenciada pelo nível de atividade econômica ainda deprimido. Esses dois componentes do IPCA ganharam ainda maior importância, já que vêm sendo monitorados de perto pelo Banco Central para fim de decisões de política monetária. As projeções do último Relatório de Inflação, divulgado pelo Banco Central no final do trimestre, vieram abaixo do esperado pelo mercado e passaram a sinalizar resultados abaixo da meta de 4,5% para 2017 e 2018. Os prazos mais longos ganharam relevância, inclusive, ao serem destacados pelo próprio COPOM, o qual sinalizou não mirar unicamente para a inflação de 12 meses até o fim de 2017, mas sim para um horizonte que se desloca continuamente com o passar do tempo.

No campo da atividade econômica, após a queda de 7% do PIB ocorrida no último ano e meio – a maior recessão da história – começamos a verificar os primeiros sinais de recuperação, com destaque para o crescimento acentuado dos índices de confiança e da produção industrial. No entanto, o terceiro trimestre veio para mostrar que essa retomada será lenta e errática: apesar da produção da indústria e índices de confiança manterem tendência de alta, ocorreram algumas oscilações, e o crescimento do PIB para o trimestre ainda deve ser negativo. Além disso, o mercado de trabalho continua a se deteriorar, com a taxa de desemprego subindo - até, ao menos, o início do próximo ano - e a renda das famílias em queda. Por fim, as condições de crédito continuam bastante restritivas, com contração das concessões e comprometimento da renda ainda elevado, fatores com forte impacto no consumo e nas vendas do comércio, que ainda não mostram sinais relevantes de recuperação.

Por outro lado, no âmbito fiscal a situação atual segue extremamente preocupante. A dívida bruta do governo alcançou 70% do produto e nossas projeções indicam que ela deve seguir em elevação, atingido 90% em 2023 mesmo com hipóteses otimistas para as variáveis



relevantes e supondo que a PEC 241, que impõe um teto para o crescimento dos gastos, seja aprovada. Essa grave e preocupante perspectiva deixa claro que a agenda fiscal é longa, difícil e arriscada. Ela vai além da criação do limite de gastos; a reforma da previdência e uma relevante retomada da arrecadação são igualmente fundamentais. É difícil acreditar, contudo, que alguma retomada do crescimento seja suficiente para permitir uma recomposição relevante da arrecadação; novas medidas – aumento de impostos e receita com privatizações – deverão ser ainda necessárias. Tendo ciência de todas estas dificuldades, alguns avanços permitem um certo grau de otimismo na margem. O fim da interinidade do presidente levou a um endurecimento do discurso em favor do aperto fiscal. O novo governo tem mostrado também grande habilidade política para montar um governo de coalizão e avançar na agenda fiscal. Acreditamos que deverá ser aprovada, no curto prazo, a boa proposta de emenda constitucional que cria um teto para o crescimento dos gastos e, posteriormente, apresentada uma Reforma da Previdência que consiga endereçar a maior parte dos problemas colocados para o futuro.

Tudo somado, e a despeito da longa e difícil agenda fiscal que há pela frente, acreditamos que começa a se configurar um espaço para o afrouxamento da taxa SELIC. Este deverá ser mais longo e relevante quanto mais avanços houver no campo fiscal – e quanto mais conservador se mantiver o Banco Central, permitindo que a taxa de câmbio e as expectativas de inflação sigam comportadas ao longo do ciclo de afrouxamento monetário. É claro que o cenário internacional também é relevante. Os riscos são numerosos e vêm, ao nosso ver, principalmente da Europa e da Ásia. Ainda assim, nos encontramos em um ambiente bastante benigno no curto prazo, caracterizado pela recuperação gradual da economia dos EUA que tem permitido que a elevação da taxa de juros pelo Federal Reserve ocorra em ritmo lento, contribuindo para o ambiente de ampla liquidez global.

## 2 – Posição comprada em Real

Desde o início do trimestre, acreditávamos em um cenário mais benigno para a economia do Brasil, à medida em que o governo interino primeiramente se confirmasse no poder e, em seguida, montasse uma equipe de alto nível e iniciasse uma agenda de medidas efetivas. Sendo assim, iniciamos o período com uma posição comprada em real, que mantivemos ao longo de todo o trimestre. No final do período, aproveitando volatilidades muito baixas nos mercados de moedas, aumentamos a posição e compramos seguros baratos para a mesma através do mercado de opções. Esta estratégia trouxe ganhos no período.

Acreditamos que a melhora do cenário prospectivo brasileiro passa em grande parte pela mudança de governo e por uma nova equipe econômica capaz e apta a endereçar as grandes vulnerabilidades econômicas, principalmente a fiscal. Como falamos acima, a questão fiscal é extremamente delicada e o crescimento da dívida pública bruta precisa ser revertido. Nesse sentido, a agenda de reformas de curto e médio prazo nos parece bem formulada, tendo a aprovação da PEC que impõe um limite ao crescimento de gastos como prioridade, a ser seguida por uma reforma da previdência. É cedo para dizer quão profundas serão as reformas realmente aprovadas, mas os primeiros sinais são animadores.

As contas externas continuam se ajustando: a balança comercial segue puxando esse movimento devido ainda à desvalorização cambial ocorrida ao longo do ano passado e, principalmente, à drástica queda nas importações resultante de uma fraca atividade doméstica. No entanto, esse processo vem perdendo um pouco de força nos últimos meses devido à recente apreciação do real e provável estabilização da atividade, fatores que já começam a colocar um freio na redução do déficit em conta corrente. Pelas nossas projeções, os dados mais recentes indicam um resultado em conta corrente de aproximadamente -2% do PIB para a frente. Trata-se de um resultado que pode ser financiado com tranquilidade, principalmente à luz da melhora do cenário macroeconômico local e dado o ambiente global de ampla liquidez.

Acreditamos que atuação do Banco Central tende a favorecer, no curto prazo, uma taxa de câmbio mais apreciada. Por um lado, ele vem reduzindo gradualmente a sua posição em swaps cambiais, realizando compras no mercado de forma extremamente suave, sem influenciar de forma relevante a cotação da moeda. Desta forma, o estoque restante é cada vez menor e deverá ser completamente encerrado em breve. No âmbito da política monetária, como já dissemos acima, a prioridade foi retomar a credibilidade da autoridade monetária e obter a redução das expectativas de inflação, postergando o início de um ciclo de redução da SELIC para o último trimestre do ano. Esta política mais austera do que o inicialmente esperado pelos investidores, juntamente com um ambiente global de ampla liquidez, também tem se mostrado benéfico para o Real.

### 3 – Estratégia de renda variável

Iniciamos o período com posições em empresas que se beneficiariam do cenário macroeconômico descrito acima, com melhora nos índices de confiança e possibilidades de queda de juros no médio prazo e de surpresas positivas pelo lado da atividade econômica no Brasil. A exposição inicial era de aproximadamente 15% do fundo. Essa posição foi reduzida para somente 5% ao longo do trimestre, na medida em que algumas empresas apresentaram alta expressiva no preço de suas ações e, portanto, optamos por encerrar tais investimentos.

No mês de setembro, aproveitando as baixas volatilidade implícitas no mercado de opções, voltamos a aumentar a nossa exposição ao mercado de bolsa através de opções de compra do índice Ibovespa com vencimento no final do ano. Além disso, montamos também alguns novos investimentos em ações de empresas, principalmente no setor bancário, mantendo ainda posições nos de bens industriais e petróleo. Desta forma, ao final do trimestre, a exposição ao mercado de renda variável estava novamente em torno de 15% do fundo. Esta estratégia teve contribuição positiva relevante para o resultado do fundo no período.

No setor bancário, como dito acima, adicionamos ao fundo posições tanto de Itaú quanto de Bradesco, por acreditarmos que as duas empresas devem se beneficiar fortemente de um cenário de recuperação do crédito, combinado com a estabilização e posterior queda da inadimplência no médio prazo. Além disso, a concorrência no setor por parte dos bancos públicos, que foi intensa e em níveis de retorno muito baixos nos últimos anos, parece ter arrefecido, possibilitando um crescimento de participação de mercado por parte dos bancos privados.

Além da posição no setor financeiro, mantemos posições em empresas diretamente ligadas à recuperação da economia como Mills e Randon. Por fim, investimos também em Petrobras, que, com as indicações de mudanças em sua gestão, nos parece ter entrado numa trajetória de saneamento e geração de valor. No relatório trimestral de renda variável desde trimestre abordamos este último caso com mais profundidade.



**GESTOR**

PACIFICO GESTÃO DE RECURSOS LTDA  
Av. Borges de Medeiros, 633 / sala 601  
Leblon – 22430-041 – Rio de Janeiro  
www.pagr.com.br  
contato@pagr.com.br  
Tel: 55 21 3033-3300

**ADMINISTRADOR**

BNY MELLON SERVIÇOS FINANCEIROS S.A. DTVM  
Av. Presidente Wilson, nº 231, 11º andar  
Centro – Rio de Janeiro

Este material é confidencial e pretende atingir somente aos destinatários. Este material não pode ser reproduzido ou distribuído no todo ou em parte para nenhuma outra pessoa. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. As informações contidas neste documento não necessariamente foram auditadas. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos-FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Apesar de todo o cuidado em sua coleta e manuseio, a Pacifico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos.

