

## Cenário Macroeconômico

### Brasil

Desde nossa última carta trimestral o cenário local piorou ainda mais. A depreciação do Real superou as expectativas mais pessimistas e o país parece viver em clima de desgoverno devido ao aprofundamento da crise política. Em nossa opinião, estamos sim em um cenário de dominância fiscal em que a alta do dólar gera pressões adicionais nos índices de inflação, que por sua vez não pode ser combatida com mais altas dos juros, pelo menos na magnitude requerida pelo *inflation targeting*, devido ao enorme impacto que ocasionam no já alarmante nível do serviço da dívida. Dito de outra forma, uma alta muito mais forte dos juros para conter os efeitos de 2ª ordem da desvalorização da moeda poderia impactar negativamente a percepção de risco e a perspectiva de solvência do país e gerar desvalorização adicionais na taxa de câmbio, caracterizando um verdadeiro ciclo vicioso.

A única saída nos parece ser mesmo um forte ajuste fiscal. Um ajuste de longo prazo, crível, que passa inexoravelmente por três pontos: reforma da previdência; diminuição da rigidez constitucional dos gastos; e mudanças nas regras de reajuste do salário mínimo. Temas difíceis de serem aprovados mesmo em épocas de governos com grande aprovação popular.

As projeções de crescimento do País continuaram a se deteriorar. Agora esperamos um recuo do PIB próximo a 3.0% em 2015 e uma queda de quase 1.5% em 2016. Para se ter ideia do quão ruim é o cenário, basta dizer que a média móvel de 4 anos até 2016 será provavelmente a pior da série histórica do PIB iniciada em 1900. O desemprego que se encontra em 7.4% (dessazonalizado) irá continuar a se elevar, e muito provavelmente atingirá os dois dígitos. Naturalmente, tudo isso causa desconforto à população que não entende que os anos Lula foram na verdade muito favorecidos pelo fator China, o *boom* das commodities e a expansão irrestrita do crédito no país, como já comentamos em cartas anteriores.

No setor externo já se nota um amplo processo de ajuste, com forte melhora em nossa balança comercial a qual deve apresentar saldo positivo entre 10 e 15 bilhões de dólares já em 2015. Além disso, nossa conta corrente apresenta-se bem menos deficitária, podendo atingir um déficit próximo a 2.0% do PIB em 2016. Nossa taxa de câmbio real recuou mais de 10 anos e já se encontra no mesmo nível da média vigente antes do primeiro governo Lula e antes do *boom* das commodities. Seria possível a taxa atingir novos *lows* históricos em termos reais, o que equivaleria hoje a R\$5.20 em termos nominais? Achamos que sim, mas isso já seria um *overshooting*. O valor de equilíbrio hoje parece estar próximo às médias vigentes antes do primeiro governo Lula, algo como R\$ 3.85 em termos nominais, como ilustrado no gráfico da REER (*Real Effective Exchange Rate*) da figura 1.

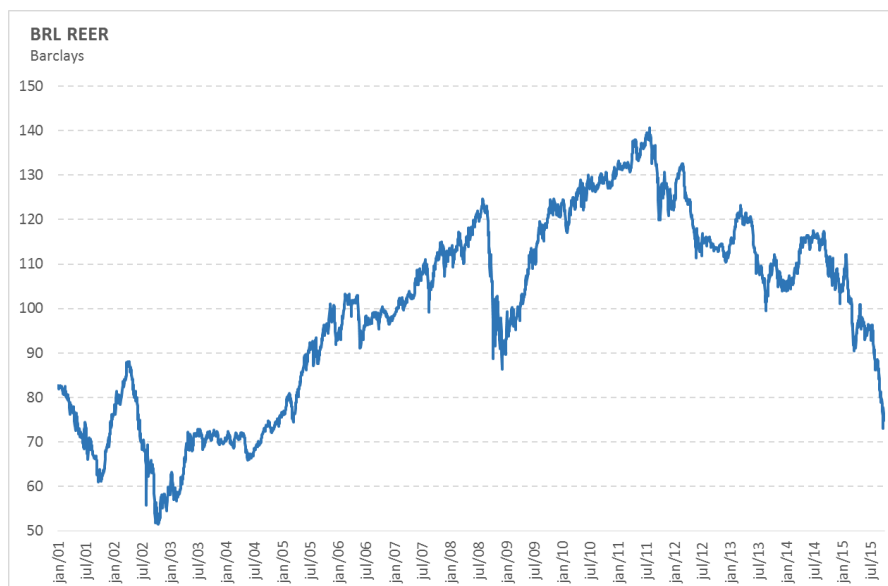


Figura 1: Fonte: Barclays e Vintage Investimentos – Real effective Exchange Rate

Em nosso cenário, a possibilidade de impeachment vem aumentando nas últimas semanas e uma mudança de governo, se ocorresse hoje, levaria a um *rally* nos preços de diversos ativos que sofreram quase que monotonicamente nos últimos tempos. Com as estimativas de juros futuros de um ano, um ano à frente (FRA), a 16.5% a.a. em termos nominais; taxas reais de juros acima de 7.5% a.a. para títulos do governo; e *bonds* de empresas quase-soberanas pagando 12.0% a.a. em dólares, um cenário bastante ruim já parece estar no preço. Contudo, agora talvez não seja mais suficiente apenas um choque de confiança positivo para que a dinâmica

fiscal se reverta. Como já mencionamos, é indispensável que se ataque as questões estruturais dos gastos, principalmente a questão da Previdência e a regra de correção do Salário Mínimo, que não guarda nenhuma relação com a produtividade da Economia há anos.

## Internacional

Estamos vivenciando uma tentativa de correção de rota de muitas economias emergentes que não souberam transformar os benefícios obtidos com o *boom* de commodities, impulsionado pela China na última década, em crescimento sustentável e duradouro.

Essa fase de correção deverá ser longa e dificilmente veremos um ciclo tão forte de valorização dos ativos como na última década. De fato, tem-se observado que as commodities possuem uma tendência real de queda no longuíssimo prazo, beneficiada pelos avanços da produtividade e da tecnologia. Thomas Malthus aparentemente estava equivocado!

Aliado a esse *boom* nos preços das commodities assistimos a uma expansão gigantesca no total de crédito em várias economias. É importante salientar que o crédito antecipa o consumo que ocorreria no futuro, e não raro passa a ser um risco se sua expansão for rápida demais, como temos visto no passado recente. A razão entre crédito e o PIB em países emergentes já ultrapassa 130% do PIB - e apresenta uma alta de mais de 50% frente os níveis de 2007. Boa parte dessa expansão deriva da China, mas outras altas significativas também ocorreram em países como Singapura, Brasil, Turquia, Tailândia, Coreia do Sul, Malásia e Rússia.

A experiência traumática na crise de 2008 levanta suspeitas sobre uma nova bolha de crédito que poderia estar ocorrendo depois de altas tão intensas. Além disso, é notável a recente desaceleração econômica dos países emergentes mesmo com toda essa expansão do crédito. Assim, criam-se riscos de saídas de capitais não lineares e intensas. Não por acaso temos visto um verdadeiro “banho de sangue” em muitos países emergentes com suas moedas sofrendo depreciações dignas de *maxi's*.

O câmbio flexível, diferente do que tínhamos em boa parte da crise asiática há quase 20 anos, certamente ajuda nos ajustes necessários, principalmente do lado externo. Porém, as depreciações não ocorrem sem custos, provocam uma inflação mais elevada e consequentes aumentos de juros como já ocorreram no Peru, na Colômbia e esperamos em muito breve no Chile (apenas para citar alguns). As altas de juros, por sua vez, ocasionam uma desaceleração no crescimento econômico e geram problemas fiscais com uma menor arrecadação (Brasil que o diga). Somado a isso, temos os problemas de segunda ordem derivados da queda dos preços das commodities. A parcela de empresas que tomaram dívidas em moeda estrangeira - e que não possuem hedge adequado - é grande e de difícil mensuração, e representa um risco relevante. É provável que mesmo algumas grandes empresas já estejam enfrentando dificuldades, especialmente as mais alavancadas. Enquanto escrevemos, as ações da empresa Glencore, que lançou seu IPO no auge do preço das commodities em 2011, sofre quedas de mais de 80% em 6 meses, e dúvidas já começam a surgir em relação ao pagamento da dívida da companhia. Em suma, é um cenário extremamente desafiador e não vislumbramos uma melhora significativa no médio/longo prazo para os emergentes.

É verdade que a situação dos países desenvolvidos parece um mar de rosas perto dos emergentes, mas algumas dúvidas ainda persistem. O crescimento americano, apesar de positivo e comemorado por alguns, não tem sido muito diferente desde 2010 (ao redor de 2.30% a.a como podemos observar no gráfico da figura 2). Não parece um resultado ruim, mas é muito aquém de expansões ocorridas no passado - e principalmente se levarmos em consideração o tamanho da queda do produto na crise de 2008. O desemprego segue em queda constante, surpreendendo positivamente, e já está na NAIRU - taxa natural de desemprego, estimada pelo FED. Teoricamente já deveríamos estar vendo algum sinal de salários mais fortes, contudo isso não nos parece estar ocorrendo, tampouco uma aceleração dos índices de inflação que seguem bem distante dos objetivos do FED. É verdade que historicamente os mercados costumam reagir positivamente a altas de juros - já que elas indicariam sinais de uma economia forte. Contudo, desde a crise, retomar aos níveis positivos e históricos de juros tem sido uma tarefa hercúlea de se atingir nos países desenvolvidos. Vale aqui mencionar que a Zona do Euro, Austrália, Israel, Suécia, Noruega, Coreia do Sul, Canadá e Nova Zelândia tentaram elevar suas taxas de juros em algum momento entre 2010 e 2014 - para logo depois serem forçados a recuar. É um cenário bastante desafiador e que levanta suspeitas sobre teorias de décadas. Os QE's, expansões monetárias quantitativas, não parecem ter gerado a expansão econômica almejada, nem tampouco a alta dos salários que levaria a inflações mais elevadas - e mais perto de suas metas. Provavelmente conseguiram atingir o objetivo de elevar a “inflação de ativos”, mas isso pode trazer consequências negativas mais à frente. Recentemente o FED decidiu manter a taxa de juros estável em setembro, diferente do que muitos economistas previam e, talvez “surpreendentemente”, o mercado reagiu de forma negativa. É possível que a “magia” das expansões quantitativas e juros zero estejam prejudicando os ativos de risco? É preciso lembrar que por mais frouxa que a política monetária possa ser ela não pode combater recessões. Em todas as quedas econômicas, sem exceção, vimos uma forte correção dos mercados de ativos do mundo e isso é algo que não mais pode ser considerado como um evento de baixíssima probabilidade de ocorrer. Saber exatamente até onde vai o ciclo vicioso dos emergentes entre a queda de commodities, baixo crescimento econômico, depreciações cambiais acentuadas e altas de juros é difícil. Mas o que sabemos é que hoje os Emergentes possuem muito mais peso na economia global do que tinham

na crise da Ásia, há cerca de 20 anos e, sob a ótica de PPP, com peso até maior do que os países desenvolvidos. Assim, acreditar firmemente em *decoupling* seria fechar os olhos para uma séria questão.

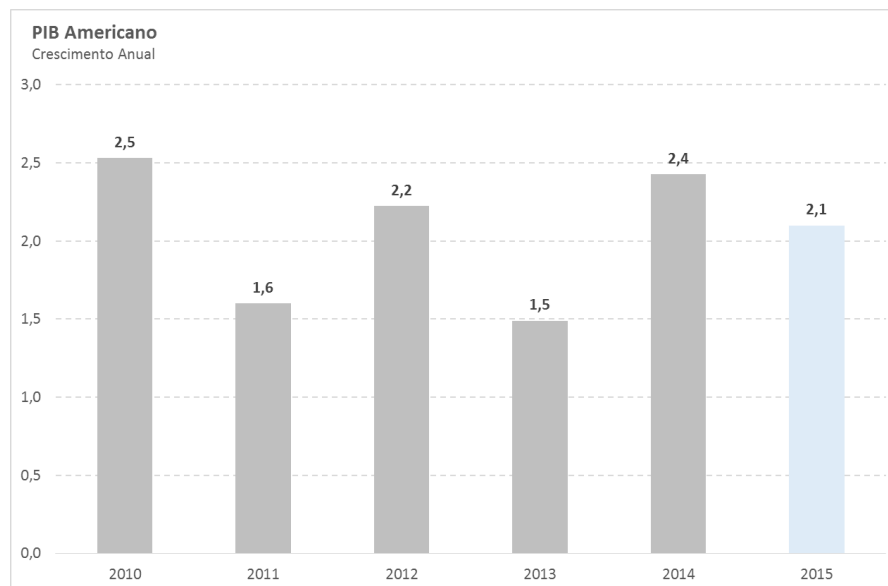


Figura 2: Fonte: Bloomberg e Vintage Investimentos

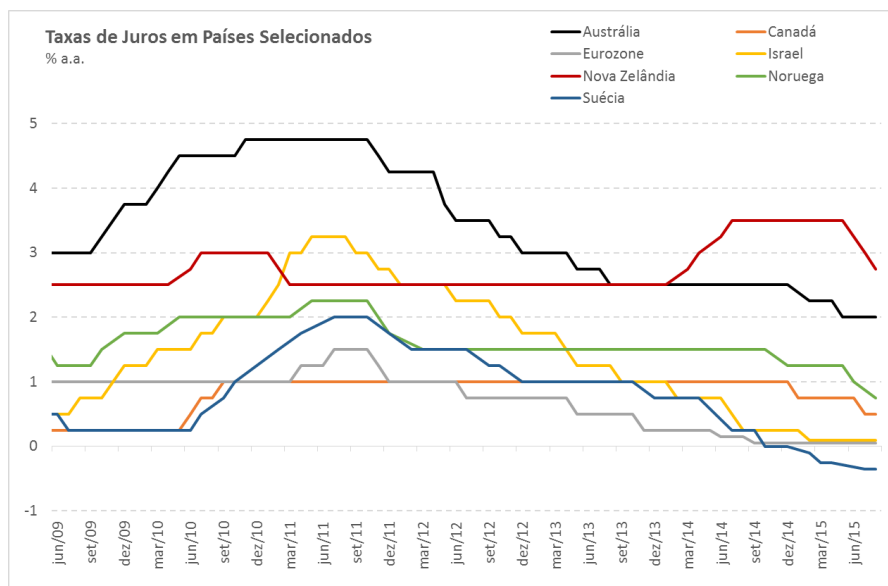


Figura 3: Fonte: Bloomberg e Vintage Investimentos

## Cenário de Investimentos

### 3º Trimestre de 2015

Tivemos uma utilização média de risco de 39.0% do limite total (ao redor de 11.74% de stress). Geramos -0.02% de alfa em estratégias Direcionais e -0.33% em estratégias de Valor Relativo.

Como destaques tivemos as seguintes contribuições:

**BRL (+3.44%):** Mantivemos na média posições compradas em USDBRL por volta de 10% do PL do Fundo, expressas principalmente por estruturas mais longas de opções. Contribuiu para resultado positivo posições oportunistas e venda de volatilidade curta;

**Pré-Direcional (-0.49%):** Perdemos em posições aplicadas na parte curta e intermediária da curva. Posições na média foram por volta de 1.5 PL equivalente ano.

**Pré Inclinação (+0.50%):** Ganhos vieram de posições tomadas em inclinação de curva (aplicado zero rate na parte intermediária versus posição tomada em zero rate na parte longa). Posições oscilaram ao redor de 2 PLs equivalente ano.

**Long Short Brasil (-0.79%):** Perdas vieram do movimento de valorização das ações ON de Petrobrás e Vale em relação às ações PN. Os tamanhos das posições de spread ON/PN ficaram em torno de 16% do patrimônio de *gross exposure*

**Corporate Bonds (-2.16%):** O rebaixamento do risco de crédito brasileiro pela Standard&Poor's, somado à crise política e à desvalorização cambial provocou uma piora na percepção de risco dos investidores em relação aos *bonds* de empresas brasileiras negociadas no exterior neste último trimestre. Soma-se ainda aos fatores domésticos a piora ao longo do trimestre do mercado de *high yield bonds* nos EUA – com queda mais acentuada em setembro.

Os *bonds* de algumas empresas chamadas de quase-soberanas, como Banco do Brasil e Petrobrás, tiveram quedas expressivas no mês de setembro fazendo com que o *yield* chegasse a dobrar em algumas emissões.

Esse movimento de deterioração da percepção de risco se iniciou no ano passado mas acelerou recentemente em proporção não vista há muito tempo. Como exemplo, os *bonds* de Petrobrás com vencimento em 2024 que foram emitidos em março de 2014 a um *yield* de 6.3% a.a., chegaram a ser negociados a 4.9% em setembro do mesmo ano. As taxas começaram a subir com o clima da disputa eleitoral em outubro de 2014, acelerando em março de 2015 com o aprofundamento das investigações da Operação Lava Jato e atingiram no mês de junho 6.7% de *yield*. A partir de agosto passado os preços dos *bonds* sofreram quedas sucessivas, intensificadas no mês passado, chegando a serem negociados a 12.7% de *yield* no dia 28 de setembro!

No caso da Petrobrás os problemas específicos da empresa, somados ao risco sistêmico, resultam em uma situação potencialmente perigosa para os credores. A dívida atrelada ao dólar, estimada hoje em torno de US\$98bi, se torna mais alta em Reais com a desvalorização da moeda, provocando também um efeito negativo na geração de caixa por causa da necessidade de importação de derivados pela empresa.

Entendemos que essa situação merece atenção dos credores mas defendemos a tese que a empresa não entra em *default* ou atrasa o pagamento de cupons por representar a imagem do governo brasileiro no exterior. É considerada uma dívida quase-soberana e entendemos que o Governo Federal terá de ajudar na resolução do impasse entre a capacidade de investimento da empresa e a solvência de sua dívida. Existem diversas soluções sendo discutidas publicamente, como a redução de investimentos, mas existem alternativas ventiladas por participantes do mercado, mas não incorporadas no discurso oficial, como a possibilidade de o BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal transformarem os créditos que possuem contra a Petrobrás em ações, produzindo o efeito de capitalização com diluição dos acionistas atuais.

Entendemos também que as soluções possíveis para redução do endividamento da companhia e aumento da capacidade de investimento no futuro seriam benéficas para os credores, mas não necessariamente para o acionista minoritário por poderem passar pela necessidade de aumento de capital.

Comparando os *yields* com outras alternativas de investimento achamos que 12.0% a.a. em dólares, pagos por uma empresa estatal com o perfil da Petrobrás, mesmo que tendo como contrapartida o financiamento de uma empresa de commodities com dívida estimada em 6.4x Net Debt/Ebitda, é uma boa relação risco retorno. Obviamente, assim como qualquer outra estratégia de investimento encontrar o tamanho da posição, e o seu correto balanceamento na Carteira, é fundamental.

No caso dos *bonds* de Petrobrás, estamos alocados em 1.5% do fundo.

Outra situação semelhante é a dos *bonds* do Banco do Brasil, que hoje representa 3.5% da carteira do fundo. Como demonstrado nas figuras 4 e 5, desde a emissão do Banbra 5.875% 2022 em 2011, o *yield* médio observado ficou próximo a 5.66% a.a. até final de agosto de 2015, chegando a 10.20% a.a. no final de setembro. Olhando de outra forma, o *Spread Over Treasury* médio foi de 362 bps - atingindo 851bps no final do mês passado.

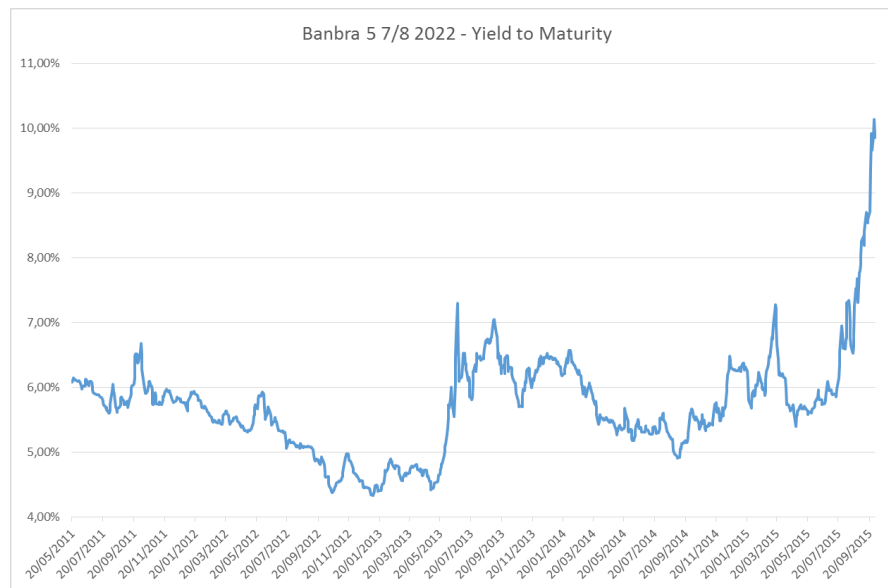


Figura 4: Fonte: Bloomberg e Vintage Investimentos

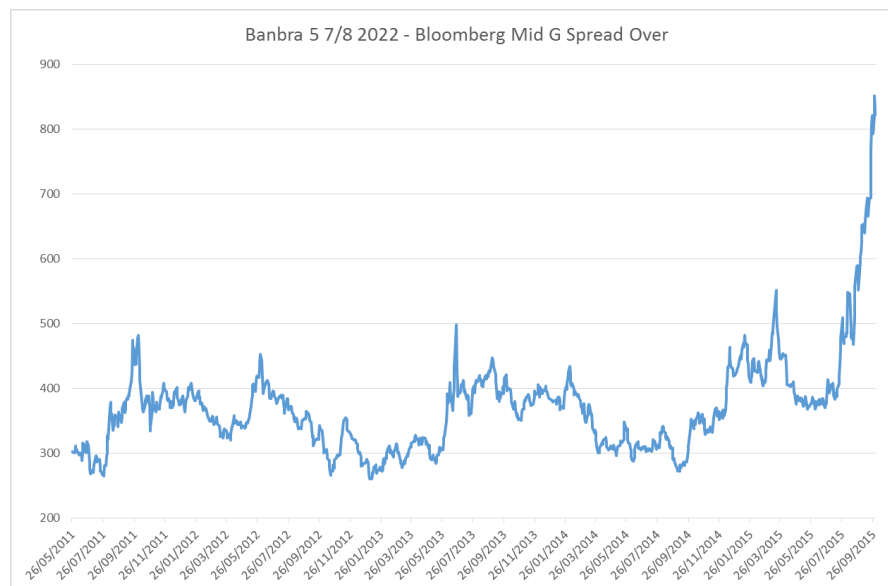


Figura 5: Fonte: Bloomberg e Vintage Investimentos

Vale a pena mencionar as recompras de *bonds* que estão sendo realizadas por algumas empresas brasileiras. O Banrisul anunciou uma oferta de recompra de 1/3 dos títulos com vencimento em 2022 que estavam sendo negociados próximo a 70% do valor de face. A empresa concretizou no dia 30/09 a recompra de US\$250mm a 80% do valor de face. Além do Banrisul, Marfrig, General Shopping e Banco Votorantim também anunciaram recompra de títulos emitidos no exterior podendo ser uma indicação de que os preços desses ativos estão deslocados do fundamento das companhias.

Como mencionado nessa carta, diversos mercados de balcão, que foram estruturados nas décadas passadas e que contaram com a predominância da liquidez assegurada pelas tesourarias dos bancos, vêm sofrendo com o aperto das regras de uso de balanços pelos órgãos reguladores desde a crise de 2008. A falta de liquidez e de tomadores de risco dispostos a prover liquidez têm feito com que alguns movimentos nos preços dos *bonds* sejam amplificados provocando uma volatilidade excessiva.

**Volatilidade (-0.39%):** Dentro do *book* de estratégias de Valor Relativo, é comum a implementação de operações de *carry*, como por exemplo operações de “arbitragem” temporal com base na estrutura a termo de um determinado ativo. Uma das estratégias corriqueiras é a venda de volatilidade longa no S&P500 combinada com posições compradas em volatilidade na parte mais curta da curva, podendo ser implementada com a utilização de diversos instrumentos - permitindo apostas em função de uma visão direcional ou puramente de “arbitragem” temporal.

A volatilidade é em si um ativo que pode ser negociado de várias formas: via futuro de VIX (índice que mede a volatilidade das opções implícitas do S&P500 30 dias a frente, ou seja, representa a expectativa do mercado em relação à volatilidade do índice nesse período de tempo), Variance Swaps, opções listadas de SPY ou futuro de S&P500, entre outros instrumentos. Cada instrumento possui uma determinada característica e comportamento distinto em função da volatilidade realizada e da influência do tempo.

Implantamos estratégias de arbitragem de volatilidade com maior predominância de posições compradas em vol desde o início do fundo - e especialmente desde de fevereiro de 2015 com bom *sharpe* (relação retorno/risco medida em função da volatilidade do ativo). Sempre com o risco controlado e de forma diversificada, a estratégia compõe bem com o restante do portfólio, possibilitando uma fonte de retorno descorrelacionado com a direção do mercado, especialmente em mercados “normais”.

No dia 24 de agosto, após a desvalorização da moeda chinesa, o mercado americano teve um dos dias mais voláteis de sua história fazendo com que um número grande de investidores fossem “*stopados*” ou buscassem hedge em instrumentos líquidos como o futuro de VIX.

O VIX saiu de 16% no dia 20 de agosto chegando a bater em mais de 50% no dia 24, fechando perto de 36%. O movimento de variação em cinco dias foi maior do que o equivalente a 5 desvios padrão, ou seja, um *outlier* como ilustrado nas figura 6 e 7 abaixo. Nessa situação o hedge na parte curta da curva não foi eficiente. O movimento foi de magnitude tão elevada que as opções curtas, que usamos na ponta comprada em volatilidade, perderam a sensibilidade à alteração da volatilidade implícita.

Esse *book* contribuiu negativamente com 74bps na carteira no mês de agosto, mês de maior movimento dessa estratégia. No mês de setembro a estrutura a termo da volatilidade iniciou um processo de normalização e os resultados voltaram a contribuir de forma positiva.

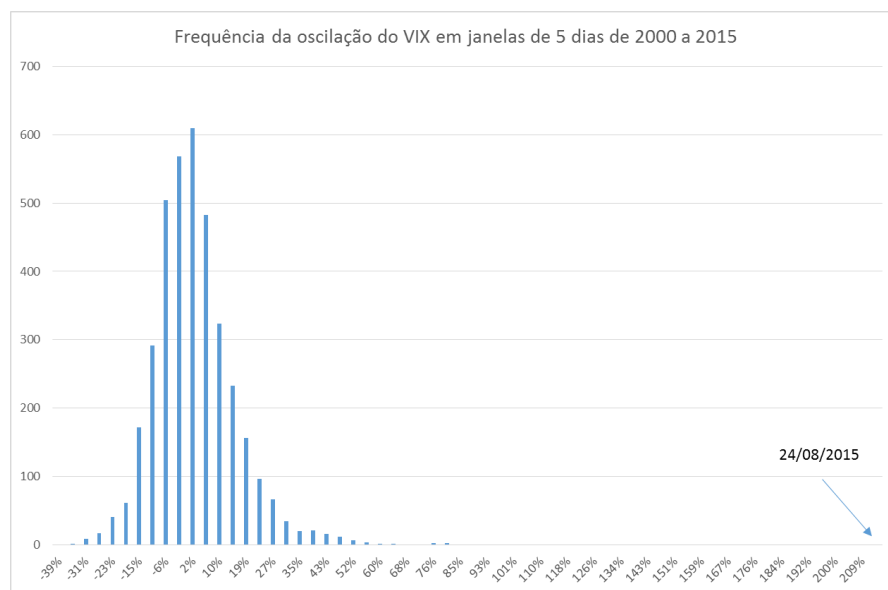


Figura 6: Fonte: Bloomberg e Vintage Investimentos

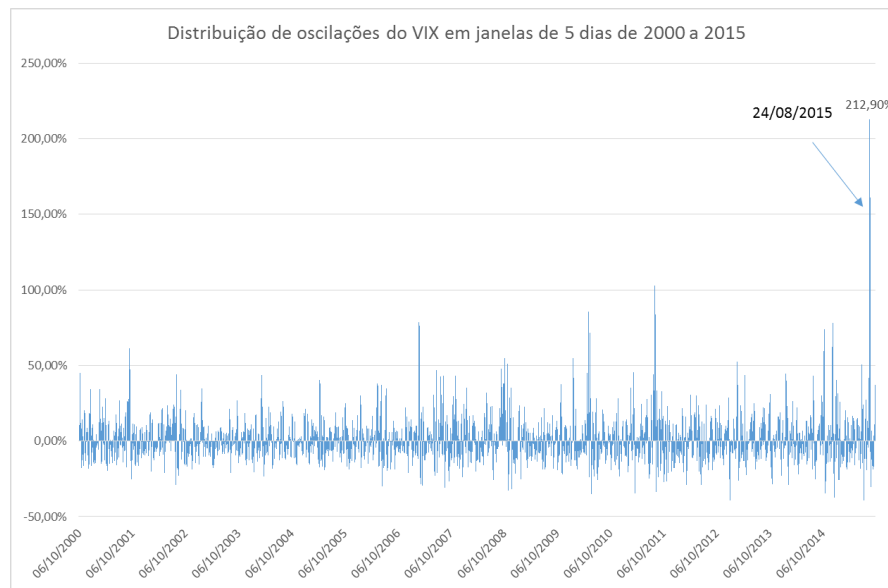


Figura 7: Fonte: Bloomberg e Vintage Investimentos

## Cenário Prospectivo

Ainda permanecemos cautelosos com ativos de risco pelas mesmas razões citadas na carta anterior. Soma-se aos fatores anteriormente mencionados a percepção de que a dinâmica da piora dos mercados recentemente explicitam que a **baixa liquidez** em diversos ativos está mal precificada pelos agentes. Atribuímos esse fenômeno de liquidez ao aperto das regras de controle do uso de balanço das instituições financeiras impostas pelos órgãos reguladores com o intuito de diminuir o risco sistêmico nos balanços dos bancos após 2008. Essas regras restringiram a capacidade das tesourarias de assumirem risco e exercerem o papel de intermediadores entre investidores, especuladores e hedgers.

Parte das nossas preocupações com algumas classes de ativos de países emergentes mostraram-se acertadas como observado pela depreciação importante de suas moedas, com destaque para a desvalorização da moeda chinesa em agosto. As recentes intervenções do PBoC, tanto nos mercados de ações como na mudança do *fixing* do câmbio minam sua credibilidade num momento econômico já delicado. Seguimos com a visão de que a atividade corrente provavelmente cresce menos do que os números oficiais mostram e ainda existem riscos assimétricos apontando para menos crescimento no futuro. Na parte de moedas, excluindo a posição comprada em USDCNH (por volta de 20% PL), a posição líquida comprada / vendida em dólar está perto de zero. Mantemos posições relativas de moedas com um balanço menor do que o padrão do trimestre anterior com destaque para a posição comprada em MXN versus TRY, KRW e oportunisticamente BRL em Emergentes, e vendida em EURJPY em G10.

No Brasil nos encontramos em um verdadeiro “nó político” – o qual intensifica cada vez mais os desafios econômicos. Os riscos apontados na última carta se concretizaram: o ciclo vicioso de atividade econômica fraca dificultando o ajuste fiscal e o desarranjo político já mencionado culminaram com a total incapacidade de se cumprir as metas fiscais e levaram à perda precoce do grau de investimento por uma agência de risco relevante. Seguimos céticos com o cumprimento das metas fiscais - e a perda do selo de grau de investimento por outra agência faz parte do nosso cenário base.

Parte dos ativos brasileiros já opera a preços equivalentes a um alto risco de insolvência, como os *bonds* citados acima e os títulos pós-fixados de longo prazo. O grande desafio para os investidores é a falta de visibilidade num equacionamento da crise política – o que pode levar esses preços para níveis ainda mais pressionados.

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

- (i) **BRL:** estruturalmente fica mais difícil comprar USD contra o BRL nos atuais níveis por avaliarmos que já estamos em um nível de preço de *overshooting* se usarmos como parâmetro o REER (Real Effective Exchange Rate) e considerarmos a perspectiva de diminuição do déficit na conta corrente – este ano e em 2016. É curioso notar que apesar de toda piora do BRL o fluxo cambial ainda continua positivo. Até aqui parte significativa do movimento se

deu por demanda por hedge no mercado de derivativos. Caso parte desse estoque de hedge/derivativos se transforme em demanda final por dólar spot em algum momento (com o eventual agravamento do cenário político e econômico), provavelmente veremos o cupom cambial curto, e as taxas longas de juros, subirem de forma significativa.

(ii) Juros local:

A análise da relação atividade econômica vs. inflação passou a ser um assunto secundário no atual cenário de extrema aversão a risco. Nosso cenário base é de manutenção dos juros por um bom período de tempo. Nesse sentido, o Relatório de Inflação e a fala recente do Presidente do BC, Alexandre Tombini, foram importantes como um “guidance” sobre a estratégia da política monetária, e devem contribuir para tirar um pouco da volatilidade do mercado de juros, que estava dominando os outros ativos. Dito isso, a curva deve permanecer com prêmios positivos. Não só pela provável continuação do processo de liquidação de posições, como pelo risco percebido de que novas altas de juros podem ser inevitáveis caso o câmbio sofra uma desvalorização ainda maior. Tirando cenários mais extremos nos quais uma desvalorização adicional e descontrolada do câmbio coloque em risco a estabilidade financeira (outra atribuição do BC), uma alta de juros na atual conjuntura seria contraproducente na nossa opinião. A percepção da qual concordamos, é de que já estamos em uma versão “light” de dominância fiscal como já mencionado no início da carta. O próprio BC parece admitir agora que não adianta tentar perseguir os 4.50% de inflação em 2016 e passou a focar em 2017 – ainda que não explicitamente. Temos tido uma postura mais tática em relação ao pré, mas o viés é aplicar taxa com FRAs intermediários da curva com prêmios acima de 200 / 250 bps em relação à Selic. Também julgamos as NTN-Bs médias e longas com juro real acima de 7.0% bastante atrativas. Mesmo com a alta recente dos *break-evens* de inflação para níveis próximos a 8.0%, o risco-retorno do juro real para prazos mais longos nos parece bem superior ao juro nominal. A despeito de ainda pouco provável, é possível que entremos num cenário na qual a “saída” inflacionária via monetização da dívida seja inevitável, senão desejada. Nesse cenário um título indexado à inflação com juros de 7.0% - 7.5% ainda pode ser um bom investimento. Posições hoje são por volta de 1PL equivalente ano, sendo 0.70 PL em juro real e 0.30 PL em pré;

(iii) Corporate Bonds:

Como mencionado anteriormente na descrição da atribuição de performance, vemos os *bonds* de empresas quase-soberanas como ativos atraentes operando a taxas de juros acima de 10% para prazos de 10 anos. Acreditamos também que possa haver mais movimentos de recompra de títulos de dívida externa num horizonte relativamente curto de tempo. Posição ao redor de 10% PL do Fundo distribuído entre 6 emissores. Destaque para a posição de BANBRA com 3.3% PL fundo;

(iv) Bolsa:

Mantemos as posições táticas em bolsa com destaque na parte internacional para posições compradas em algumas empresas de consumo nos EUA vs. S&P500, e posição vendida em Nasdaq. No mercado local, como mencionado na última carta, mantemos posições compradas nas ações PN de Vale e Petrobrás e vendidos nas ações ON. Acreditamos que a bolsa “na média” está bem precificada, mas essa média é formada por uma dispersão de valuations e perspectivas que nos chamam a atenção. Vemos nos próximos meses oportunidades de investimento em determinadas empresas com balanços sólidos e valuations atraentes, assim como vislumbramos o aumento da probabilidade de empresas listadas em bolsa serem alvo de aquisição ou fechamento de capital.



**VINTAGE MACRO MASTER FIM**
**RELATÓRIO GERENCIAL DE ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE**
**ALOCÇÃO DE RISCO**

Desempenho 3º Tri 2015	FUNDO
Estratégias Direcionais	-2
Estratégias de Valor Relativo	-33
Hedge	-4
Custos	-53
Caixa	-13
<b>Total</b>	<b>-106</b>

Desempenho Ano	FUNDO
Estratégias Direcionais	320
Estratégias de Valor Relativo	-181
Hedge	-0
Custos	-121
Caixa	-11
<b>Total</b>	<b>7</b>

Alocação média no 3º tri	
Estratégias Direcionais	89%
Estratégias de Valor Relativo	8%
Hedge	-1%
Custos	0%
Caixa	4%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Alocação média em 2015	
Estratégias Direcionais	81%
Estratégias de Valor Relativo	15%
Hedge	0%
Custos	0%
Caixa	4%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Estratégias Direcionais	
Ações Brasil	1
Ações Global	-25
BRL	344
Outras Moedas	23
Inflação	0
Pré Direcional	-49
Juro Real	-24
Corporate	-216
Juro Global	-18
Volatilidade	-39
<b>Total</b>	<b>-2</b>

Estratégias Direcionais	FUNDO
Ações Brasil	-56
Ações Global	-10
BRL	554
Outras Moedas	226
Inflação	0
Pré Direcional	-147
Juro Real	-25
Corporate	-182
Juro Global	-21
Volatilidade	-19
<b>Total</b>	<b>320</b>

Estratégias Direcionais	
Ações Brasil	3%
Ações Global	-2%
BRL	21%
Outras Moedas	40%
Inflação	1%
Pré Direcional	15%
Juro Real	7%
Corporate	3%
Juro Global	0%
Volatilidade	2%
<b>Total</b>	<b>89%</b>

Estratégias Direcionais	
Ações Brasil	2%
Ações Global	0%
BRL	21%
Outras Moedas	32%
Inflação	1%
Pré Direcional	20%
Juro Real	3%
Corporate	2%
Juro Global	0%
Volatilidade	1%
<b>Total</b>	<b>81%</b>

Estratégias de Valor Relativo	
Pré Inclinação	50
Intermercado	0
Long Short Brasil	-79
Long Short Global	-4
<b>Total</b>	<b>-33</b>

Estratégias de Valor Relativo	
Pré Inclinação	17
Intermercado	0
Long Short Brasil	-161
Long Short Global	-37
<b>Total</b>	<b>-181</b>

Estratégias de Valor Relativo	
Pré Inclinação	2%
Intermercado	0%
Long Short Brasil	1%
Long Short Global	5%
<b>Total</b>	<b>8%</b>

Estratégias de Valor Relativo	
Pré Inclinação	5%
Intermercado	0%
Long Short Brasil	3%
Long Short Global	6%
<b>Total</b>	<b>15%</b>

Desempenho 3º Tri	
Alfa	-106
CDI	343
Gestão	237
% do CDI	69,2%

Desempenho Ano	FUNDO
Alfa	7
CDI	955
Gestão	962
% do CDI	100,8%

Por Região	
Brasil	48%
Global	52%

Brasil	56%
Global	44%

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