

## Cenário de Investimentos

### Internacional

O cenário base descrito na nossa carta do 3º trimestre de 2016, de continuação da ampla liquidez global beneficiando ativos de risco, sofreu algumas alterações de forma a incorporar mais riscos após a surpresa com a eleição do Trump para a presidência dos EUA.

A mudança mais imediata da eleição do Trump foi precipitar e acelerar uma reprecificação dos juros americanos e, conseqüentemente, dos juros dos países desenvolvidos. A esperada mudança de mix da política econômica, focada na expansão fiscal e em uma política externa mais protecionista, elevou as expectativas de inflação e as taxas de juros. A despeito de ser esperada alguma consolidação após o abrupto movimento em um período tão curto de tempo, ainda acreditamos que os juros americanos subirão mais no médio prazo. Além da parte curta da curva precificar altas muito aquém das projeções do FED, as expectativas de inflação e juros reais longos também se encontram em níveis bastante baixos historicamente. Mesmo após o movimento que já ocorreu, o mercado ainda precifica por volta de 100 bps de alta de juros até o final de 2018, versus a mediana das projeções do FED de 150 bps. Para o padrão de “underpricing” dos últimos anos, essa diferença pode parecer pequena à primeira vista, mas levando-se em consideração que formalmente boa parte dos membros do FED ainda não incorporou em suas projeções uma política fiscal mais expansionista, acreditamos que as projeções do FED ainda devam ser elevadas nos próximos meses. Além disso, na parte mais longa, também há espaço para reprecificações adicionais das expectativas de inflação e dos juros reais, o que impactaria duplamente as taxas nominais. Não podemos esquecer que foram muitos anos de fluxo para renda fixa no pós-crise de 2008/2009 em detrimento de outras classes de ativos. Qualquer reversão desse fluxo pode ter um impacto importante em preços. Como comentamos na carta do 3º trimestre, mesmo no cenário de uma eventual vitória da Hillary nas eleições, acreditávamos que as taxas de juros soberanas globais iriam subir, mesmo que a um ritmo bem mais lento e em uma magnitude menor. Níveis extremamente baixos de taxas e prêmios de risco, aliados à diminuição dos *slacks* nos principais países, e inflação corrente ascendente e mais próxima das metas dos BCs, justificariam uma abertura de taxas na nossa visão.

Aproveitamos esse movimento após eleição de Trump para reduzir taticamente as posições vendidas em Treasury (tomadas em taxa) na parte curta da curva e no 10 anos, mas seguimos comprados na inflação 5y5y e com as posições tomadas em taxas longas de outros países (destaques para UK, França e Itália). Cabe salientar que diferente dos EUA, as taxas de juros reais desses outros países quase não abriram e permanecem ainda bastante negativas.

Acreditamos que Trump presidente poderá ser menos radical do que Trump candidato. A agressividade demonstrada na campanha parece ter feito parte de uma estratégia eleitoral bem definida. Além disso, instituições fortes são limitadores naturais para extremismos. O próprio mercado deve servir para impor alguma disciplina às medidas. Se exagerar na dose e na agressividade das mesmas, as condições financeiras podem apertar de tal forma (via alta do dólar e abertura de taxas longas), a ponto de mais do que compensar impactos positivos sobre o crescimento de uma política fiscal expansionista. Dito isso, essa “nova” política econômica e comercial americana continuará tendo, na nossa visão, impactos significativos nos mercados.

Não vamos aqui descrever as medidas ventiladas durante a campanha, mesmo porque faltam muitos detalhes, mas algumas observações podem ser feitas. A ideia de se cortar o imposto cobrado sobre as empresas americanas de uma média de 35% para 15%, tem o potencial de redirecionar um montante de capital expressivo para os EUA.

Sobre o plano de se investir em infraestrutura, consideramos estrategicamente bom, mas a ideia de fazê-lo em parceria com o setor privado é duvidosa. O grosso do déficit de infraestrutura americano é em manutenção do parque logístico e de transporte existente. Difícil imaginar um interesse privado muito grande para obras de manutenção. Ao mesmo tempo, o espaço fiscal para se gastar em obras com recursos públicos é limitado, principalmente com a intenção de se cortar de forma importante os impostos para as empresas e famílias, numa realidade na qual 70% dos gastos são obrigatórios.

Por último, com relação à política externa, claramente a orientação será o lema “US First”. Quão “second” será o resto do mundo vai depender da agressividade das medidas. Há um espectro grande de ações que poderão ser tomadas que não necessariamente incluem o radicalismo de uma retirada unilateral dos EUA do NAFTA ou da imposição de tarifas de importação muito altas para produtos chineses ou mexicanos. Aqui a incerteza é maior e qualquer exagero pode significar um retrocesso grande ao processo de globalização das últimas décadas, com implicações ruins para inflação e crescimento global. Acreditamos ser mais provável a imposição de medidas menos agressivas, tais como: renegociações de pontos específicos de acordos comerciais, controles mais rígidos na concessão de vistos para estrangeiros e acusações eventuais de algum país estar manipulando a sua moeda.

Parece provável que os EUA cresça mais do que seus pares desenvolvidos nos próximos 2 anos. Como consequência, o dólar deve se fortalecer ainda mais frente as principais moedas. Mesmo parecendo um pouco sobrevalorizado depois da apreciação superior a 25% do DXY desde meados de 2014, os EUA têm conseguido crescer perto de 2,0% a 2,5% a.a. nos últimos anos e não há

nenhum desequilíbrio que chame atenção nas contas externas. O movimento atual de valorização do dólar foi em torno da metade da média observada em ciclos anteriores, tanto em termos de magnitude quanto de duração. Dessa forma, seguimos liquidamente comprados em dólar.

A Europa segue como uma fonte importante de risco. O projeto baseado numa união monetária sem união fiscal formal, entre países com tantas diferenças de produtividade, nível de renda e cultura, parece ter cobrado a dose possível de sacrifício em termos de ajustes e “desvalorizações domésticas” dos países mais frágeis e periféricos. Não à toa, o sentimento *anti-establishment* tem crescido. Nesse sentido, o calendário político carregado do 1º semestre de 2017 com eleições importantes em vários países (França, Itália, Alemanha e Holanda) é de suma importância. Caso algum partido populista, como o Movimento 5 Estrelas na Itália, consiga vencer alguma eleição, riscos severos para a região vão se acumular. Seguimos com o spread tomado em taxa de 10 anos da França versus aplicado em taxa de 10 anos da Alemanha, tomado em taxa de 10 anos da Itália e com uma posição pequena vendido em EUR/CHF.

Como já comentamos em cartas anteriores, a China segue com o grande desafio de balancear uma economia muito alavancada, com necessidade de reformas estruturais e com a meta de crescimento de 6,5% para o curto prazo. Dois fatos recentes agregam riscos a esse desafio: a reaceleração das saídas de capitais com a perda de US\$ 70bi de reservas em novembro e a abertura das taxas dos Bonds locais (10 anos abriu de 2,6% para 3,3%). Também somos céticos com relação ao fundamento por trás da recente valorização das commodities metálicas. Parece existir um componente especulativo importante por trás desse movimento. Seguimos com a posição vendida no CNH, mesmo com o aumento da desvalorização implícita nos *forwards*.

Iniciamos uma pequena posição vendida em rúpia indiana. No início de novembro, o primeiro ministro Narendra Modi tomou a surpreendente decisão de “desmonetizar” a economia indiana ao remover as notas de 500 e 1000 rúpias de circulação (equivalente a 86% das notas em circulação do sistema). Essa medida tão drástica teve como objetivo reduzir a evasão fiscal, a corrupção e a economia informal do país. A medida pode até ter eficácia no longo prazo e o país se tornar cada vez mais digitalizado, contudo estamos falando de uma economia extremamente pobre (o PIB per capita da Índia é menos de 20% do PIB per capita brasileiro) e extremamente informal onde boa parte das transações ainda são feitas com dinheiro vivo. Os últimos indicadores de atividade, do fim de 2016, apontaram para uma desaceleração do crescimento do país como reflexo da falta de dinheiro vivo em circulação no país. É importante mencionar que apesar da moeda, em termos nominais, estar próxima do seu *low* histórico, em termos reais ela está bastante próximo da média dos últimos 5 anos. Entendemos que essa medida tão radical e que nunca foi tentada antes, ainda mais nessa magnitude, eleva bastante a incerteza sobre o país.

## Brasil

Até aqui o governo do presidente Michel Temer conseguiu avançar de forma bastante satisfatória na agenda de reformas econômicas. A frustração se deu com relação à recuperação econômica. Provavelmente foi dado um peso maior do que o devido à melhora dos índices de confiança e menor ao grau de alavancagem das empresas e famílias, como determinantes da atividade econômica.

Do lado político, a dualidade de um governo extremamente impopular, mas com o controle do Congresso, parece à primeira vista frágil e vulnerável. Na prática, porém, dada a abrangência do envolvimento dos políticos nas investigações da Lava Jato, o incentivo da base em se distanciar do governo como forma de se diferenciar politicamente é pequeno. Na verdade, talvez a única alternativa seja apoiar a agenda de reformas econômicas na esperança de estar vinculado a um governo que tenha implementado os ajustes e seja responsabilizado pela eventual melhora econômica. O maior risco político do governo Temer, na nossa avaliação, é a cassação da chapa pelo TSE, mas mesmo aqui há atenuantes importantes: o governo vai indicar dois novos ministros para o TSE em abril e maio de 2017; e regimentalmente é provável que o processo se atrase a ponto de não fazer sentido que se tenha uma eleição indireta tão perto das eleições diretas de 2018.

Dito isso, acreditamos que uma eventual aprovação da reforma da Previdência será muito mais trabalhosa e difícil do que foi a aprovação da PEC dos gastos e das demais medidas econômicas até aqui. Ao contrário da PEC dos gastos, que é genérica o suficiente para não explicitar a priori nenhuma perda de benefícios ou direito, a reforma da Previdência necessariamente tem que mexer nos direitos dos aposentados. Outro grande entrave e desafio é a situação dos Estados e Municípios. O governo ainda precisa encontrar uma forma de regulamentar as contrapartidas exigidas dos mesmos à renegociação das suas dívidas com a União.

Também é muito importante para a sustentabilidade dessa dualidade mencionada acima, que haja pelo menos uma inflexão da atividade econômica em algum momento não muito distante de meados de 2017. Uma demora adicional muito grande, pode sim colocar o apoio que o governo ainda tem sobre a sua base no Congresso em risco. Nesse sentido, a provável aceleração do corte de juros pelo BCB e o avanço da agenda micro podem ajudar.

Com relação aos mercados, continuamos “comprados” em Brasil, mas com posições menores. Temos posições aplicadas em juros curtos, posição comprada em NTN-Bs intermediárias, comprada em BRL (vendidas em dólar) nas posições de moedas e posições compradas em eurobonds de Petrobras e Banco do Brasil. Nos juros curtos, atribuímos uma probabilidade maior do que o precificado para cortes superiores a 50 bps nas próximas reuniões. As surpresas positivas na inflação corrente e negativas nos dados de atividade, desde a última reunião do Copom, mais do que justificariam na nossa opinião cortes de 75 bps, de forma a fazer com que o juro real corrente não suba tanto. Como as expectativas inflacionárias, a grosso modo, foram reancoradas à meta de 4,50%, em tese o BC não deveria praticar um juro real ainda desinflacionário. Mesmo no cenário de corte de 50 bps na reunião de janeiro, acreditamos que o mercado vai precificar cortes ligeiramente superiores a 50 bps nas reuniões subsequentes. As NTN-Bs intermediárias que hoje combinam inflação implícita ao redor de 5,05% a.a. e um juro real de 5,90% ainda são atrativas no nosso ponto de vista. Na margem temos transformado parte do risco aplicado em juro real em posições compradas em inflação implícita (tomando a taxa pré mais próxima do duration do papel). O nível de 5,05% a.a. de inflação implícita nos parece muito assimétrico. Não a enxergamos abaixo de 4,50% a.a. na melhor das hipóteses e, caso haja alguma frustração na aprovação da reforma da previdência ou aconteça algum “acidente” político, ela teria bastante para subir. Também acreditamos que a eleição de 2018 é um evento muito incerto à luz do cenário político atual e, por si só, exige um mínimo de prêmio de risco para os ativos. Diminuímos a posição comprada em BRL por nível de preço e pelo cenário externo de abertura de juros e fortalecimento do dólar. De qualquer forma, o BRL deve seguir como uma moeda ativa / comprada no Fundo. A recente melhora dos Termos de Troca reforça ainda mais a robustez das contas externas, que, aliada ao carregamento muito positivo, torna o BRL ainda atrativo em termos relativos.

As principais posições são:

- (i) Outras Moedas: posições vendidas em CNH, AUD, SAR e TRY e alguns *crosses* com destaque para as posições vendidas em EUR/SEK, CAD/NOK e EUR/CHF;
- (ii) Juros Brasil: Continuamos aplicados em 1,9 PLs equivalente ano nas NTN-Bs e 1,2 PLs na parte curta/intermediária da curva pré, sendo uma parcela via opções. No book de inclinação, seguimos com posições em duas *flats* ao redor dos vértices JAN19 e JAN21 porém menores do que no trimestre anterior;
- (iii) Corporate Brasil: Reduzimos um pouco a posição em bonds de Petrobras e Banco do Brasil para 9% do PL
- (iv) Juros Global: Estamos tomados em 1,1PLs em EUA, Reino Unido, França e Japão. Parte como hedge para a carteira de bonds e parte direcional.
- (v) Ações – Global: Montamos uma posição comprada em ações de Anheuser-Busch Inbev após a queda de mais de 20% pós eleição do Trump e divulgação dos resultados

**VINTAGE MACRO MASTER FIM**
**ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE**
**Desempenho 4º Tri 2016**

	FUNDO
Estratégias Direcionais	277
Estratégias de Valor Relativo	102
Hedge	7
Custos	-23
Caixa	-3
<b>Total</b>	<b>359</b>

**Alocação Média 4ºTri 2016**

Estratégias Direcionais	99,4%
Estratégias de Valor Relativo	0,6%
Hedge	-0,9%
Custos	0,0%
Caixa	1,0%
<b>Fundo</b>	<b>100,0%</b>

**Estratégias Direcionais**

Ações Brasil	29
Ações Global	-20
BRL	-22
Cupom Cambial	25
Outras Moedas	157
Inflação	8
Pré Direcional	13
Juro Real	-33
Corporate Brasil	28
Corporate Global	-1
Juro Global	92
Volatilidade	0
<b>Total</b>	<b>277</b>

**Estratégias Direcionais**

Ações Brasil	6,2%
Ações Global	0,5%
BRL	0,3%
Cupom Cambial	8,3%
Outras Moedas	42,9%
Inflação	-0,6%
Pré Direcional	8,9%
Juro Real	20,3%
Corporate Brasil	10,7%
Corporate Global	0,2%
Juro Global	1,8%
Volatilidade	0,0%
<b>Total</b>	<b>99,4%</b>

**Estratégias de Valor Relativo**

Pré Inclinação	57
RV Cupom Cambial	0
Intermercado	5
Long Short Brasil	40
Long Short Global	0
<b>Total</b>	<b>102</b>

**Estratégias de Valor Relativo**

Pré Inclinação	1,0%
RV Cupom Cambial	0,0%
Intermercado	-0,2%
Long Short Brasil	0,1%
Long Short Global	-0,4%
<b>Total</b>	<b>0,6%</b>

**Desempenho**

Alfa	359
CDI	324
Gestão	684
% do CDI	210,9%

**Stress por região**

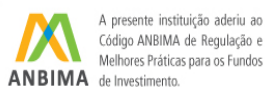
Brasil	55,1%
Global	44,9%
<b>Stress Total</b>	<b>-9,4%</b>

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

vintage@vintageinvest.com.br

Av. Ataulfo de Paiva, 341  
4º andar, cj.402/403 | Leblon  
Rio de Janeiro, RJ | cep: 22440-032  
Tel. +55 21 31590 2200

www.vintageinvest.com.br



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

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.