

Cenário de Investimentos

Internacional

Seguimos acreditando que o movimento de alta dos juros americanos e globais desde meados do ano passado se deve primordialmente à melhora dos indicadores econômicos e não à vitória do presidente Trump e de sua agenda de políticas estimulativas. Talvez o resultado inesperado da eleição tenha sido um catalisador para um movimento que, na nossa avaliação, aconteceria de qualquer forma. Alguns números, como as taxas de desemprego iguais ou abaixo dos níveis pré-crise de 2008 e taxas de inflação claramente ascendentes e próximas das metas dos BCs são elucidativas da melhora cíclica que justificaria juros mais altos.

O que chama nossa atenção em particular é o movimento nas taxas de juros reais em boa parte do mundo. Em geral, as expectativas de inflação subiram mais do que as taxas nominais, levando a um fechamento das taxas reais de juros, as que mais importam para a economia real. Dessa forma, contra-intuitivamente, as condições financeiras globais se afrouxaram ainda mais depois da vitória do Trump, principalmente quando se leva em consideração também a recente desvalorização do Dólar frente às principais moedas e as altas das Bolsas globais. Isso explica em grande medida a resiliência e a força dos ativos de risco nesse início de ano (bolsas, moedas de EM e commodities).

As primeiras semanas do mandato do novo presidente norte-americano, ao menos até agora, trouxeram uma certa decepção para os que esperavam uma implementação rápida das promessas de campanha, como visto na dificuldade da votação do plano que substituiria o *Obamacare*, mesmo com os republicanos tendo a maioria na Câmara. O evento demonstrou que não é trivial conseguir maioria no Congresso e que a redução de impostos e expansão fiscal serão bem mais árduas do que parecia quando os republicanos ganharam a maioria em ambas as Casas. Todavia, acreditamos que ainda há uma boa chance que a reforma tributária seja aprovada, já que os impostos no país estão desatualizados. Existe uma enorme quantia de dólares pertencentes às empresas americanas fora dos EUA que poderia ser taxada e ajudaria em uma potencial expansão fiscal mais à frente. Mas, tratando-se de política, nunca é demais ter cautela, e nosso pano de fundo para seguir apostando em taxas de juros mais elevadas se deve à contínua divulgação de sólidos dados econômicos.

Aumentamos nossa posição tomada em taxas de juros reais no Reino Unido, mesmo considerando que ainda existem enormes incertezas em relação ao processo do *Brexit* e entendemos que já é amplamente esperada uma desaceleração da economia. O consumo muito provavelmente sofrerá com a desaceleração da renda por conta da alta dos preços, mas o mercado de trabalho prossegue em ótimo nível e a taxa de desemprego está nos mesmos níveis do pré-crise de 2008. Além disso, é incerto em nossa opinião, que os efeitos do *Brexit* sejam tão ruins no longo prazo para o Reino Unido como o mercado acredita.

Parte da boa performance dos *inflation-linked bonds* no Reino Unido se deve à alta esperada da inflação no curto prazo, ainda como reflexo da depreciação da libra, mas talvez a principal razão seja o fluxo de compras por fundos de pensão. De fato, a maior parte dos fundos precisa se proteger da inflação e acaba comprando esses títulos como proteção. Além disso, a continuidade da queda de juros reais da economia eleva os passivos futuros desses fundos, criando desequilíbrios. Assim, uma maneira de se fazer *hedge* em relação às quedas futuras dos juros reais seria comprar ainda mais desses títulos, o que por sua vez, exacerba o movimento. Vale observar que para atingir suas metas atuariais, a inflação medida pelo índice RPI (*Retail Price Index*) precisará ser cerca de 5,5% nas próximas décadas, o que nos parece extremamente improvável considerando que a meta de inflação do BoE (*Bank of England*) é de 2% para o CPI e, historicamente, o RPI costuma ficar pouco menos de 1% acima do CPI.

É importante destacar também o bom momento do ciclo econômico pelo qual a Europa passa. As últimas divulgações de índices cíclicos têm apresentado ótima performance. O mercado de trabalho mostra sinais contundentes de melhora por todo o continente. Surpreende o fato de que, mesmo com eleições na França nas próximas semanas e o avanço do M5S (Movimento 5 Estrelas) na Itália, os índices de confiança e os preços dos ativos não estão sendo abalados. Seguimos com o *spread* tomado em taxas de 10 anos da França versus aplicado em taxas de 10 anos da Alemanha e tomados em taxas de 10 anos da Itália, porém ambas posições menores do que no [4º Trimestre de 2016](#). Entendemos que esse ótimo momento cíclico da Europa, aliado aos níveis de *spreads* de juros já elevados entre o continente e os EUA, impeçam altas substanciais do dólar nos próximos meses.

Durante o trimestre, iniciamos uma posição comprada na coroa checa. O CNB (Banco Central Checo) implementou um *peg* em novembro de 2013 contra o euro a 27,0 coroas por euro. O objetivo era conter as pressões deflacionárias da economia, que apesar de já possuir taxas de juros zero, vinha se enfraquecendo. Passados mais de três anos, a inflação se acelerou nos últimos meses, surpreendendo as projeções inclusive do próprio CNB. O governo já vinha comunicando ao mercado que o *peg* deixaria de existir provavelmente no meio do ano de 2017, mas não antes do fim do 1º trimestre. A economia do país vem se expandindo e a taxa de desemprego recuando, tornando-se o único país na União Europeia com uma taxa de desemprego menor do que a Alemanha. Além disso, o saldo comercial apresentou melhora substancial nos últimos anos com o país apresentando superávit em sua conta corrente, em função do excelente saldo de bens. Para manter o *peg* o CNB teve que comprar enormes quantias de euros e as

intervenções tiveram de se acelerar no 1º trimestre, com as reservas alcançando um pouco menos que 70% do PIB até março. Finalmente, no último dia 6 de abril, o país abandonou o *peg*. Iniciamos a posição antes do *peg* ser abandonado e a mantemos. O principal risco para o *trade* é a posição técnica bastante elevada de especuladores, mas a corrente de comércio do país é significativa e entendemos que os fundamentos apontam para uma moeda mais apreciada nos próximos meses.

Brasil

Entendemos que o avanço das reformas propostas pelo governo Temer se tornou mais incerto nas últimas semanas. Alguns eventos nos chamam a atenção como por exemplo: (i) a maioria mais estreita do que esperávamos na votação da proposta de terceirização na Câmara, (ii) revoltas da base aliada no Senado, (iii) a CPI da Previdência, (iv) a derrota da PEC que autorizava universidades públicas a cobrar por cursos de extensão e pós-graduação lato sensu, (v) o contínuo adiamento do projeto de recuperação dos Estados e, finalmente, (vi) a retirada dos servidores estaduais da proposta da reforma da Previdência, sob o argumento controverso de que caberia aos próprios Estados legislar sobre seus servidores. Enfim, nunca acreditamos que a tramitação da reforma da Previdência seria fácil, mas alguns percalços nos parecem mais severos do que o mercado precifica no momento.

Da mesma forma, a lenta recuperação da atividade não colabora para que a aprovação do governo melhore e crescem os questionamentos dos congressistas, risco que já mencionávamos na carta do [4º Trimestre](#). Dois fatores têm contribuído para a recuperação extremamente tímida da economia: (1) o fato das taxas de juros aos consumidores não terem recuado praticamente nada desde que a SELIC começou a cair e, (2) a lenta queda da taxa de juros por parte do BC. Não estamos discutindo aqui o nível terminal da taxa de juros, mas sim a velocidade com que o afrouxamento está sendo feito, já que a economia passa por sua pior depressão da história, as expectativas de inflação encontram-se absolutamente ancoradas e até abaixo da meta para vários anos, o alto custo para as empresas e o próprio governo com parte significativa de suas dívidas indexadas ao CDI e à SELIC. Vale lembrar que o serviço da dívida custa ao país mais de 8% do PIB.

Sem uma melhora da economia, a agenda de recuperação corre risco e o cenário para as eleições de 2018 torna-se bem mais complicado. Vale lembrar, que mesmo se a reforma da Previdência pudesse passar exatamente como a proposta original enviada pelo governo (o que hoje já sabemos que não irá ocorrer), a razão dívida/PIB ainda se elevaria bastante. É delicado o cenário que torna uma trajetória fiscal ser crível e é nesse sentido que criticamos o excesso de parcimônia do Banco Central, que pode atrasar o crescimento a ponto de dificultar ainda mais a passagem de reformas tão essenciais ao país.

Seguimos “comprados” em Brasil, porém em posição ainda menor do que na última carta. Preferimos ter posições taticamente compradas no Real, especialmente contra moedas emergentes, por entender que a situação do Balanço de Pagamentos melhorou substancialmente. A balança comercial apresenta substancial saldo (valor anualizado projeta US\$80bi) nos 3 primeiros meses de 2017 e isso ocorre especialmente pela maior quantidade de exportação de diversas *commodities*. Dessa forma, o saldo de 2017 deverá ser bastante superior ao de 2016, o que era impensável há alguns meses dada a grande apreciação que o Real sofreu frente à média de 2016. Além disso, acreditamos que os fluxos de renda fixa que foram extremamente negativos em 2016, provavelmente ainda como efeito da perda do *investment grade*, melhorem nesse ano. Por fim, os investimentos estrangeiros diretos, que já vinham fortes mesmo com a depressão, seguem surpreendendo.

Na parte de juros, acreditamos que exista pouco prêmio na parte longa da curva, dado o risco principalmente no lado fiscal e político. Com o FRA do ano 18 já próximo de 9% de SELIC por exemplo, entendemos também existir pouca assimetria em posições aplicadas na parte intermediária/longa. O fundo hoje possui posições aplicadas apenas na parte curta da curva.

Com a inflação nos últimos meses em uma das melhores sequências históricas frente às expectativas e o intenso fluxo aplicador nos juros nominais, entendemos que os níveis das inflações implícitas são baixos e já englobam uma potencial redução da meta de inflação para 2019. Assim, seguimos transformando parte do risco aplicado em juro real em posições compradas em inflação implícita. O nível de 4,5% das implícitas continua a nos parecer bastante assimétrico, tanto pelos riscos de que a aprovação da reforma da Previdência seja mais problemática do que o mercado acredita, quanto pelas eleições de 2018.

As principais posições são:

- (i) **BRL:** mantivemos posições próximas a 10% do PL compradas em BRL versus uma cesta de moedas como o AUD, TRY e KRW.
- (ii) **Outras Moedas:** posições vendidas em CNH e SAR e alguns *crosses* com destaque para as posições vendidas em EUR/SEK e EUR/CZK;

- (iii) Juros Brasil: Continuamos aplicados em 1,5 PLs equivalente ano nas NTN-Bs e 3,0 PLs na parte curta da curva pré, sendo uma parcela via opções. No book de inclinação, estamos tomados em inclinação e no book de inflação comprados em 0,5 PL equivalente ano
- (iv) Corporate Brasil: Reduzimos mais um pouco a posição em bonds de Petrobras e Banco do Brasil para 6% do PL;
- (v) Juros Global: Estamos tomados em 2,0 PLs em Reino Unido, EUA, França e Japão. Parte como hedge para a carteira de bonds e parte direcional;
- (vi) Long Short Brasil: Temos posições intrasetoriais com *gross exposure* próximo a 15% do PL com destaque para os setores de educação e proteínas.

VINTAGE MACRO MASTER FIM
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE
Desempenho 1º Tri 2017

	FUNDO
Estratégias Direcionais	231
Estratégias de Valor Relativo	58
Hedge	10
Custos	-14
Caixa	-3
Total	282

Alocação Média 1ºTri 2017

Estratégias Direcionais	91,8%
Estratégias de Valor Relativo	7,7%
Hedge	-0,6%
Custos	0,0%
Caixa	1,1%
Fundo	100,0%

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	37
Ações Global	-16
BRL	43
Cupom Cambial	25
Outras Moedas	-25
Inflação	-13
Pré Direcional	16
Juro Real	101
Corporate Brasil	71
Corporate Global	0
Juro Global	-7
Volatilidade	-0
Total	231

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	5,4%
Ações Global	-0,2%
BRL	1,0%
Cupom Cambial	6,3%
Outras Moedas	40,7%
Inflação	-0,5%
Pré Direcional	19,7%
Juro Real	7,4%
Corporate Brasil	10,1%
Corporate Global	0,1%
Juro Global	1,9%
Volatilidade	0,0%
Total	91,8%

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	41
RV Cupom Cambial	0
Intermercado	-1
Long Short Brasil	46
Long Short Global	-28
Total	58

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	8,3%
RV Cupom Cambial	0,0%
Intermercado	-0,1%
Long Short Brasil	0,8%
Long Short Global	-1,3%
Total	7,7%

Desempenho

Alfa	282
CDI	303
Gestão	586
% do CDI	193,0%

Stress por região

Brasil	58,7%
Global	41,3%
Stress Total	-8,1%

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 3590 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.