

## Cenário de Investimentos

### Internacional

Desde a nossa [Carta do 1º Trimestre de 2017](#) as taxas de juros americanas caíram e a curva ficou mais *flat*. As expectativas de inflação declinaram e o “*reflation trade*” perdeu força. Muitos acreditam que essa reprecificação se deve aos dados de crescimento marginalmente mais fracos e, em especial, à inflação corrente abaixo da esperada. Outra explicação pode ser o relativo fracasso, até agora, na execução das promessas de campanha do presidente Donald Trump, que pretende passar um plano contundente de substituição do *Obamacare*, realizar uma reestruturação tributária e implementar medidas de estímulos fiscais.

Nos últimos três meses, o núcleo da inflação americana veio abaixo das expectativas do mercado. Boa parte desse movimento pode ser atribuído ao grupo Comunicação, que teve deflação de 4,2% no período, fruto da competição ferrenha das principais operadoras americanas por novos clientes. Avanços tecnológicos também têm beneficiado a inflação, em especial a de bens, não só nos Estados Unidos, mas como em todo o mundo. A surpresa, contudo, não ficou restrita apenas à inflação de bens. Na parte de serviços, a componente de *housing (shelter)* veio aquém do que se esperava. Como o mercado imobiliário prossegue aquecido, vide por exemplo estoques/vendas, entendemos que essa fraqueza em *shelter* é temporária e irá se reverter nos próximos meses.

Seguimos, contudo, bastante atentos às condições financeiras como variável importante para a dinâmica da política monetária. Apesar das incertezas e dos dados recentes, temos grande dificuldade em acreditar que o crescimento irá desacelerar substancialmente com condições financeiras tão frouxas como as vistas atualmente, em níveis até abaixo de quando o FED iniciou seu ciclo de aperto monetário. Da mesma forma, não visualizamos uma recessão na economia americana nos próximos trimestres, já que não vemos grandes *imbalances*. O mercado de trabalho permanece sólido com a taxa de desemprego no menor nível (4,3%) desde 2001. É verdade que a lenta melhora na taxa de participação da força de trabalho tem contribuído para que a taxa de desemprego se mantenha baixa, mas após anos nessa tendência isso parece ser algo estrutural e que dificilmente será revertido. Em suma, nosso entendimento é que o mercado de trabalho dará suporte ao consumo, que é responsável por cerca de 2/3 da economia americana. Da mesma forma, entendemos que o FED prosseguirá com seu plano de altas graduais da taxa de juros a despeito do ceticismo do mercado.

Desde a recessão de 2008, um dos melhores *trades* tem sido apostar contra altas de juros por parte do Banco Central americano (FED), porém seguimos acreditando que o prêmio atual, na parte curta da curva, é pequeno perto do avanço do mercado de trabalho. E não só os Estados Unidos estão com desemprego baixo, o Japão está com a menor taxa desde 1994, a Alemanha com a menor taxa desde pelo menos a reunificação e o Reino Unido desde 1975. Alguns têm sugerido que a *Curva de Phillips* está “morta”, mas não estamos prontos para abandoná-la e seguimos esperando uma aceleração dos salários à frente

Apesar da economia em si não nos preocupar, algo que continua a nos chamar atenção é o nível extremamente reduzido de volatilidade em diversos mercados que, em geral, levam a alavancagens excessivas e complacência. Estratégias do tipo *risk-parity* (que, numa versão extremamente simplista, implicam em compra de bolsa e compra de títulos longos tesouro) têm apresentado retornos excepcionais, mas podem exacerbar os movimentos no futuro caso tenhamos uma correção mais forte no mercado acionário. Essas estratégias foram incentivadas pelas funções de reação dos BC's no pós-crise, contudo podemos estar em um momento do ciclo em que isso seja revertido. Nos últimos dias de junho tivemos alguns exemplos de BC's apresentando um discurso visto como mais *hawkish* mesmo com números de inflação baixos. Talvez parte desse discurso mais duro derive de uma preocupação dos BC's com aparente complacência em alguns mercados.

Sobre o continente europeu, prosseguimos com posições tomadas em taxas de juros no Reino Unido. Hoje a posição é menor em juro real e maior em nominal, mas o pano de fundo prossegue o mesmo. O consumo deve continuar a sentir os efeitos da aceleração da inflação, em função da desvalorização da moeda, que pressiona a renda real, embora o mercado de trabalho continue sólido e com a taxa de desemprego extremamente baixa. As eleições do início de junho não confirmaram a expectativa da Primeira Ministra Theresa May de ampliação da sua maioria no Congresso. Na verdade, ocorreu o oposto e ela teve que realizar um acordo com o nanico partido DUP para se manter no poder. Entendemos que isso reduz a probabilidade de um *hard brexit*. Essa visão está longe de ser consensual, mas nossa opinião é que as urnas apontaram para um desejo de menor aperto fiscal e um certo “arrependimento” por parte da população com o *brexit*. Na teoria, um *softer brexit*, assim como um fiscal mais expansionista, beneficia nossas posições tomadoras em taxas.

Aumentamos nossa posição comprada em SEK vs EUR. A economia sueca continua apresentando excepcionais dados de crescimento sob quase todas as métricas (confianças, emprego, PIB...), contudo, a inflação segue marginalmente abaixo da meta de 2% e o *Riksbank* (BC sueco) segue bastante *dove*. Assim, entendemos ser uma questão de tempo até o Banco Central alterar seu

discurso, considerando a pujança da economia. O grande risco para o *trade* é o alto nível de alavancagem da população, que aliás ocorre também na Austrália, Canadá, Noruega e Nova Zelândia, locais onde ocorreram *booms* imobiliários.

Reduzimos substancialmente nossa posição comprada em coroa tcheca. Após o fim do *peg*, no último dia 6 de abril, a moeda se apreciou e optamos por reduzir a posição. Apesar disso, continuamos a ver com bons olhos os fundamentos do país e não descartamos um início de alta de juros no 3º trimestre, já que as taxas reais encontram-se substancialmente negativas e a economia sólida.

## Brasil

As condições de governabilidade do governo Temer se deterioraram substancialmente desde o fatídico dia 17 de maio, quando trechos de uma gravação comprometida do presidente foram divulgados. É sempre difícil analisar o cenário político, mas nosso entendimento é que o andamento da reforma da previdência foi seriamente comprometido com o episódio. A situação fiscal do país é delicada e mesmo se a reforma da previdência (completa) eventualmente passasse, o que parece ser um evento de baixa probabilidade, a razão dívida/PIB continuaria a se elevar substancialmente nos próximos anos. Vale lembrar também que a meta fiscal de 2017 só será cumprida com a arrecadação de dezenas de bilhões em receitas extraordinárias cuja agenda está seriamente comprometida como resultado do conturbado cenário político.

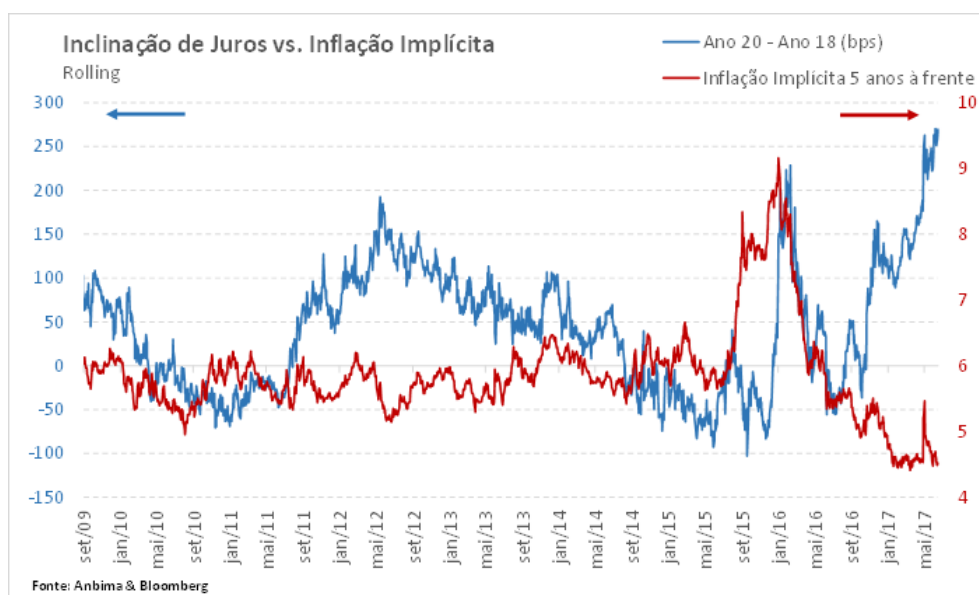
A lenta recuperação da atividade e a continuidade dos escândalos complicam o cenário político para as eleições de 2018. Ao final de 2017 a maioria dos políticos já estará focada nas eleições e será difícil avançar nas reformas tão fundamentais ao país. Em nossa opinião, a possibilidade de termos uma eleição presidencial bastante fragmentada, com vários candidatos, é bastante alta e beneficia a esquerda. A economia estava dando apenas os primeiros passos de recuperação e seria fundamental que essa retomada prosseguisse para que um governo comprometido com a agenda fiscal possuísse chances de vitória. O grande benefício econômico do governo Temer, até o momento, tem ficado restrito à queda da inflação. Talvez seja pouco para afastar de vez o risco da volta ao poder de um governo que implemente uma agenda econômica heterodoxa.

O déficit da previdência tem se acelerado bastante nos últimos trimestres e qualquer tipo de reforma irá demorar a ter efeitos concretos sobre esse déficit. O relógio corre contra o país, já que nossa dívida/PIB sobe e a solução do problema fiscal nacional passa necessariamente por uma ampla reforma da Previdência. Vale observar que o déficit da Previdência ao fim de 2014 era de 1% do PIB e hoje encontra-se em 2,7% no acumulado em 12 meses. No mesmo período, o déficit primário do Governo Central passou de 0,4% para 2,6%, ou seja, a piora da previdência é gigantesca e o item mais importante da pauta fiscal.

Temos dificuldade em entender porque a inflação implícita do mercado é tão reduzida com riscos fiscais tão relevantes no horizonte. É verdade que a inflação nos últimos meses continua a vir extremamente baixa, mas vemos isso como reflexo de defasagens da depressão econômica pela qual passamos além do choque positivo em alimentação. O Brasil investe muito pouco, apenas cerca de 16% do PIB, muito aquém de nossos pares, o que reduz nosso PIB potencial implicando também em um hiato menor. Essa falta de oferta pode dificultar a mudança estrutural do patamar de inflação do país. Independente da redução da meta de inflação, que ajuda na ancoragem de expectativas longas, acreditamos que o risco fiscal atual é dominante.

Entendemos haver uma certa dicotomia entre a inclinação da curva de juros e a inflação implícita (figura 1). A curva está extremamente inclinada na sua parte intermediária (em níveis recordes), enquanto a inflação projetada está bastante reduzida. Parece existir uma extrapolação dos números baixos de inflação e o mercado não precifica o retorno da inflação para patamares superiores a 4,8% para prazos longos. Por outro lado, a curva de juros parece precificar os riscos políticos e fiscais do horizonte. A crise fiscal pode provocar uma grande aceleração da inflação. Lembramos que a dívida do país tem pouca participação de estrangeiros e é raro na história global *defaults* de dívidas internas, com a saída normalmente passando pela emissão de moeda e consequente aceleração da inflação. Dessa forma aumentamos nossa posição comprada em inflação implícita por entender que a assimetria é bastante favorável no caso de mais ruídos políticos/fiscais. Já a inclinação nos parece excessiva e temos operado apostando em um *flattening* da curva intermediária de juros.

Do ponto de vista das contas externas a situação do Brasil prossegue confortável. Por um lado, o lento crescimento do país provoca redução das importações, por outro, a quantidade exportada tem surpreendido positivamente e o saldo comercial continua bastante elevado superando expectativas. Soma-se a isso o fato dos investimentos estrangeiros diretos continuarem firmes e, a nosso ver, o fluxo de saída de renda fixa continuará a se reduzir. Dessa forma, a situação do Balanço de Pagamentos continua extremamente confortável e temos optado por operar taticamente comprados no Real.



No mercado de ações tem nos surpreendido a quantidade de operações no mercado de capitais, desde *follow-ons* de empresas listadas, como IPOs programados para o segundo semestre do ano. Essa agenda e o interesse dos investidores externos contrasta com a percepção interna focada principalmente nas consequências econômicas da extensa crise política.

Outra evidência anedótica sobre o maior interesse marginal de investidores estrangeiros em relação aos ativos brasileiros, apesar da crise, foi a demanda de quase 5 vezes para a emissão de *bonds* de Petrobras dias antes do escândalo das gravações do Temer. Sinal também das condições financeiras frouxas globais mencionadas anteriormente que sustentam demanda para ativos de risco e operações de *carry trade*.

As principais posições são:

- (i) **BRL:** temos optado por operar taticamente comprados no BRL com posições entre 5% a 10% do PL;
- (ii) **Outras Moedas:** mantemos posições vendidas em CNH e SAR e no continente europeu destaque para a posição comprada em SEK vs EUR;
- (iii) **Pré Inclinação:** estamos com posição de *flattening* na parte intermediária da curva;
- (iv) **Juro Real:** continuamos aplicados 1 PL e.a. em juro real no ano 2022;
- (v) **Inflação:** aumentamos a posição comprada em inflação implícita para 1 PL equivalente ano;
- (vi) **Corporate Brasil:** mativemos as posições em bonds de Petrobras e Banco do Brasil em torno de 5,5% do PL;
- (vii) **Juros Global:** Estamos tomados em 2,0 PLs em juros nominais e juro real em Reino Unido, EUA, França e Japão. Parte como hedge para a carteira de bonds e parte direcional;
- (viii) **Long Short Brasil:** Temos posições intrasetoriais com *gross exposure* próximo a 20% do PL com destaque para os setores de educação e energia elétrica.

**VINTAGE MACRO MASTER FIM**
**ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE**
**Desempenho 2º Tri 2017**

	FUNDO
Estratégias Direcionais	-127
Estratégias de Valor Relativo	2
Hedge	-19
Custos	-20
Caixa	-3
<b>Total</b>	<b>-168</b>

**Alocação Média 2ºTri 2017**

Estratégias Direcionais	93,5%
Estratégias de Valor Relativo	6,4%
Hedge	-0,4%
Custos	0,0%
Caixa	0,6%
<b>Fundo</b>	<b>100,0%</b>

**Estratégias Direcionais**

Ações Brasil	13
Ações Global	-33
BRL	-60
Cupom Cambial	-2
Outras Moedas	-3
Inflação Brasil	-41
Inflação Global	-2
Pré Direcional	35
Juro Real	-55
Corporate Brasil	11
Corporate Global	0
Juro Global	10
Volatilidade	-0
<b>Total</b>	<b>-127</b>

**Estratégias Direcionais**

Ações Brasil	5,5%
Ações Global	1,3%
BRL	10,7%
Cupom Cambial	6,7%
Outras Moedas	28,2%
Inflação Brasil	-7,0%
Inflação Global	0,1%
Pré Direcional	27,4%
Juro Real	8,7%
Corporate Brasil	9,5%
Corporate Global	0,0%
Juro Global	2,4%
Volatilidade	0,0%
<b>Total</b>	<b>93,5%</b>

**Estratégias de Valor Relativo**

Pré Inclinação	36
RV Cupom Cambial	0
RV Juro Global	0
Intermercado	-1
Long Short Brasil	-26
Long Short Global	-7
<b>Total</b>	<b>2</b>

**Estratégias de Valor Relativo**

Pré Inclinação	5,6%
RV Cupom Cambial	0,0%
RV Juro Global	0,0%
Intermercado	-0,1%
Long Short Brasil	0,2%
Long Short Global	0,6%
<b>Total</b>	<b>6,4%</b>

**Desempenho**

Alfa	-168
CDI	255
Gestão	87
% do CDI	34,1%

**Stress por região**

Brasil	67,5%
Global	32,5%
<b>Stress Total</b>	<b>-8,3%</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  
www.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