

Cenário de Investimentos

Internacional

Nosso cenário sofreu poucas alterações desde a [Carta do 2º Trimestre de 2017](#). O pano de fundo externo continua positivo para ativos de risco, com crescimento robusto em diversas economias, baixo desemprego na maioria dos países desenvolvidos e inexistência de pressões inflacionárias significativas. Além disso, os bancos centrais (BCs) continuam extremamente cautelosos em seus discursos e em suas ações de normalização das políticas monetárias dando suporte aos ativos de risco.

O crescimento global permanece bastante sólido com a expansão econômica mais abrangente nos últimos meses. Um exemplo disso é que todos os 45 países acompanhados pela OCDE estão crescendo, algo que não acontecia há mais de 10 anos, e 33 estão acelerando.

A surpresa com a inflação global baixa, nessa fase do ciclo, continua provocando debates acadêmicos. Concordamos com a ideia de que além da globalização, provavelmente uma causa estrutural seja o avanço tecnológico impactando a dinâmica de consumo e serviços. As evidências empíricas têm sido suficientes para sustentar essa tese e pode ser uma das variáveis que expliquem uma postura conservadora dos principais BCs na reversão dos estímulos monetários. A despeito desse indiscutível impacto desinflacionário, seguimos sem acreditar que a curva de Phillips esteja morta. Sim, ela está mais *flatt*, porém entendemos que ela irá se tornar mais inclinada na medida que a taxa de desemprego ficar mais baixa e aquém da *NAIRU (Non-accelerating inflation rate of unemployment)*.

Outro fator que nos leva a acreditar na continuidade da retirada de estímulos monetários pelos BC's, mesmo que de forma gradual, são as condições financeiras globais. No caso americano, em especial, mesmo com as quatro altas de juros do atual ciclo, as condições financeiras estão no nível mais frouxo desde o fim de 2014. Essas condições financeiras tão flexíveis irão continuar a beneficiar o crescimento à frente e, eventualmente, aumentar a inflação. Entendemos que o FED, por mais que não almeje um grande aperto das condições financeiras, não deseja que elas se afrouxem em demasiado, já que isso eleva os riscos de eventuais bolhas financeiras e estimula a tomada de risco inconsequente. Da mesma forma, continuamos sem vislumbrar uma recessão na economia americana nos próximos trimestres, já que não vemos grandes *imbalances*. Os furacões recentes irão impactar a economia americana negativamente no 3º trimestre, porém entendemos que uma recuperação irá ocorrer nos trimestres seguintes.

O recente pacote de reforma tributária apresentado pelo governo Trump não foi muito diferente do plano que já tinha sido apresentado pelos republicanos um ano atrás. Busca-se principalmente a redução dos impostos para empresas (20% ante 35%) financiado parcialmente pelo fim de deduções de impostos estaduais. A grande diferença foi a ausência do *border adjustment tax* como fonte de financiamento. Esse pacote poderá trazer um aumento substancial do déficit fiscal americano nos próximos anos, com a ressalva de que muitos detalhes ainda são desconhecidos. Potencialmente essa reforma tributária trará consequências para a política monetária americana nos próximos trimestres. Além disso, é importante lembrar que o mandato da presidente do FED Janet Yellen se encerra no próximo dia 3 de fevereiro e os indícios são de que Trump irá optar por substituí-la. Muitos diretores do FED também serão nomeados pelo novo presidente e isso pode trazer uma mudança completa na análise do ambiente macroeconômico pelo comitê americano.

O fundo manteve posições tomadas em taxas de juros globais, concentradas na parte curta da curva americana e longa do Reino Unido. Aproveitamos o fechamento das taxas, no início de setembro, para aumentar taticamente as posições. Seguimos otimistas em relação aos fundamentos da economia global, mas atentos às mudanças de cunho político, seja no FED, reforma tributária ou mesmo questões geopolíticas.

Brasil

O risco de interrupção do governo Temer e a probabilidade de ser aprovada uma reforma da Previdência, mesmo que “desidratada”, parecem pequenos. A aproximação das eleições de 2018 faz com que o foco do Congresso se desvie para a agenda eleitoral. Se o consenso que a esquerda não sairá vitoriosa das eleições do próximo ano se mantiver, entendemos que a não aprovação da reforma da Previdência, até as eleições, não causará maiores impactos nos preços de ativos. Dito isso, é essencial que se aprove a reforma da Previdência já no início do próximo governo, caso contrário a dívida continuará a subir e os limites do teto de gastos serão descumpridos rapidamente. Apesar de concordamos com o consenso em relação às eleições, os riscos são grandes tanto pelo excesso de fragmentação como pelas chances do ex-presidente Lula ser candidato.

A atividade no país, enfim, tem apresentado números melhores e seguimos otimistas em relação ao crescimento de 2018. A taxa de desemprego já mostra recuo e, por mais que a melhora ainda seja incipiente e concentrada nos empregos informais,

entendemos que isso é absolutamente natural no início de uma recuperação econômica. Ademais, os índices de confiança (consumidor, industrial, serviços, etc.) seguem apresentando melhora contínua, assim como os dados de vendas de automóveis e de vendas no varejo como um todo. Ressaltamos que as taxas de juros aos consumidores ainda estão bastante altas em função dos elevados spreads, que ainda não acompanharam a queda da SELIC. A expectativa é que os *spreads* caiam a frente, beneficiando o consumidor que é o grande motor da economia brasileira.

A inflação no país seguiu surpreendendo positivamente nos últimos meses. Não há como negar que a desinflação é significativa já que o IPCA, em 12 meses, atingiu seu menor patamar desde o início de 1999. Contudo, é importante sempre mencionar que a inflação de alimentos, que estava em 13,92% em seu auge (agosto de 2016) atingiu -2,02% em agosto de 2017. Com isso, o grupo de alimentos e bebidas como um todo contribuiu com cerca de quatro pontos percentuais da desinflação em um ano. No mesmo período, o IPCA passou de 8,97% para 2,46%, uma variação de 6,51 p.p., ou seja, pouco mais de 60% da desinflação deriva da queda dos preços de alimentos. A desinflação não é vista somente nos alimentos, ela ocorre com os serviços que apresentam variação de 4,81% ante 7,04% há um ano, e com os preços industriais. Sem dúvida, a pior recessão pela qual o Brasil já enfrentou e o hiato ainda negativo beneficiam os preços, mas, em nossa visão, é importante não extrapolar os meses recentes e acreditar que a inflação no país está totalmente morta. Entendemos que a queda de juros, no início do ciclo monetário, deveria ter sido mais rápida, mesmo porque os itens mais sensíveis à atividade econômica já desaceleravam, a despeito da resiliência da inflação de alimentos. Por outro lado, não nos parece a melhor opção para o BC cortar neste momento os juros abaixo de 7,0, já que o patamar atual já é estimulativo.

Seguimos com posições de *flattening* na curva de juros, concentrado em prazos curtos e intermediários. Ao mesmo tempo que a curva de juros precifica juros abaixo de 7% na parte curta, o nível projetado, para a SELIC no ano 2020, encontra-se acima de 10,5%. É verdade que existem riscos fiscais e políticos que justificam parcialmente essa inclinação, porém essa diferença nos parece excessiva principalmente quando contrapostos com a curva de inflação implícita.

Dentre os ativos brasileiros entendemos que o Real continua a oferecer o melhor risco/retorno e temos operado taticamente comprados na moeda brasileira. Os fundamentos das contas externas brasileiras seguem bastante positivos e a participação de estrangeiros na dívida local atingiu o menor nível desde 2007. Além disso, as captações externas, as entradas para leilões/concessões e para operações de mercados de capitais seguem bastante sólidas.

As principais posições são:

- (i) BRL: comprados em BRL;
- (ii) Outras Moedas: mantemos posições compradas em JPY, vendidas em CNH, e no continente europeu destaque para a posição comprada em SEK vs EUR;
- (iii) Pré Inclinação: estamos com posição de *flattening* na parte curta e intermediária da curva;
- (iv) Juro Real: continuamos aplicados em juro real no ano 2022;
- (v) Inflação: mantemos a posição comprada em inflação implícita;
- (vi) Corporate Brasil: aumentamos marginalmente as posições em bonds de Petrobras e Banco do Brasil;
- (vii) Juros Global: mantemos posições tomadas em juros nominais e juro real em Reino Unido, EUA, Italia e Japão;
- (viii) Long Short Brasil: Mantemos *gross exposure* próximo a 20% do PL com exposição líquida comprada nos pares ao redor de 6%.

VINTAGE MACRO MASTER FIM
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE
Desempenho 3º Tri 2017

	FUNDO
Estratégias Direcionais	178
Estratégias de Valor Relativo	212
Hedge	-6
Custos	-15
Caixa	-9
Total	360

Alocação Média 2º Tri 2017

Estratégias Direcionais	60,4%
Estratégias de Valor Relativo	38,2%
Hedge	-0,4%
Custos	0,0%
Caixa	1,8%
Fundo	100,0%

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	16
Ações Global	6
BRL	21
Cupom Cambial	6
Outras Moedas	1
Inflação Brasil	-31
Inflação Global	0
Pré Direcional	16
Juro Real	105
Corporate Brasil	32
Corporate Global	0
Juro Global	5
Volatilidade	0
Total	178

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	6,5%
Ações Global	1,9%
BRL	5,1%
Cupom Cambial	2,8%
Outras Moedas	25,7%
Inflação Brasil	-16,6%
Inflação Global	0,0%
Pré Direcional	14,9%
Juro Real	9,9%
Corporate Brasil	8,0%
Corporate Global	0,0%
Juro Global	2,3%
Volatilidade	0,0%
Total	60,4%

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	-5
RV Cupom Cambial	0
RV Juro Global	0
Intermercado	-1
Long Short Brasil	214
Long Short Global	4
Total	212

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	35,8%
RV Cupom Cambial	0,0%
RV Juro Global	0,0%
Intermercado	-0,2%
Long Short Brasil	3,0%
Long Short Global	-0,4%
Total	38,2%

Desempenho

Alfa	360
CDI	226
Gestão	587
% do CDI	259,4%

Stress por região

Brasil	70,2%
Global	29,8%
Stress Total	-9,9%

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. Afrânio de Melo Franco, 290
2º andar | Leblon
Leblon Executive Tower
Rio de Janeiro, RJ | cep: 22430-062
Tel. +55 21 3590 2200