

## Cenário de Investimentos

### Internacional

O cenário global permanece positivo, com o crescimento bastante sólido e diverso, e ainda sem pressões inflacionárias significativas. Esse cenário tem permitido uma remoção bastante gradual e transparente dos estímulos monetários dos últimos anos por parte dos principais Banco Centrais do Mundo, o que tem contribuído para manter as condições financeiras extremamente estimulativas. Esse pano de fundo macro extremamente benéfico para ativos de risco - o índice de bolsa mundial apresentou alta durante todos os meses do ano passado, algo inédito na história – segue como nosso cenário base para os próximos 6 a 12 meses, mas acreditamos que os riscos aumentam na medida em que avançamos no ciclo de recuperação econômica. Pode ser que o equilíbrio entre as variáveis crescimento-inflação-liquidez seja tão bom em 2018 quanto foi em 2017, mas dificilmente será melhor.

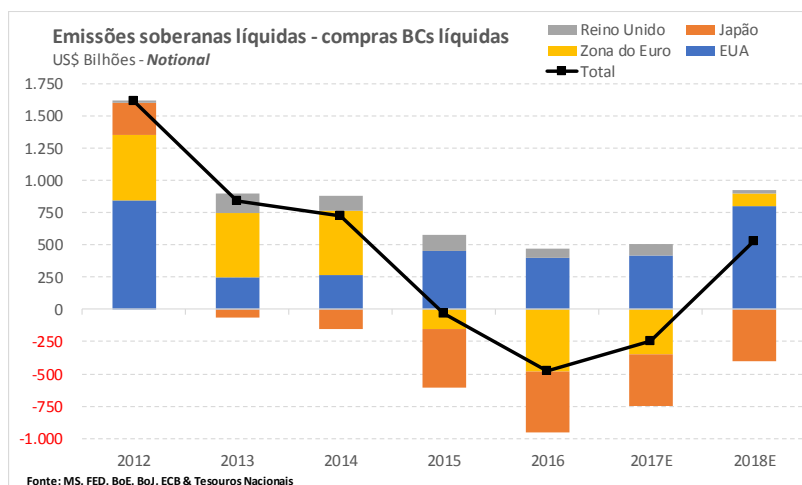
O principal acontecimento dos últimos meses foi a aprovação nos Estados Unidos do plano de corte de impostos, principalmente para empresas. As consequências para as empresas são mais claras do que as consequências para a economia de uma forma geral. O corte de imposto representará um impulso direto para os lucros das companhias americanas. Já seus impactos na economia como um todo são mais incertos. Embora pareça relativamente fácil afirmar que o impacto no crescimento de 2018 e 2019 seja positivo, no médio e longo prazo há mais incertezas. Outro ponto importante do pacote “America First” do presidente Trump está relacionado à repatriação de lucros retidos no exterior por empresas americanas em troca de benefícios fiscais. Uma dúvida importante diz respeito ao uso que as companhias farão desse caixa. Esses recursos serão de fato investidos nos EUA em nova capacidade produtiva ou serão primordialmente usados para novos *buybacks* ou pagamento de dividendos? As consequências macroeconômicas são bastante distintas no médio / longo prazo de cada uma dessas possibilidades. De uma forma geral, acreditamos que o mais correto, no atual estágio da economia americana, seria uma reforma tributária com efeito fiscal neutro (diminuição de imposto para as empresas e a introdução de um VAT por exemplo) e não um corte líquido de imposto.

Entendemos que o Banco Central americano, sob liderança de Jerome Powell, seguirá subindo os juros de forma cautelosa e gradual como já vinha ocorrendo com sua antecessora Janet Yellen. Por mais que a inflação americana tenha decepcionado ao longo de quase todo o ano de 2017, acreditamos que o FED não queira afrouxar ainda mais as condições financeiras. Ressaltamos que apesar das 5 altas de juros já ocorridas, as condições financeiras estão no nível mais baixo desde 2014. Assim, seguimos otimistas com o crescimento americano e com a continuidade do recuo da taxa americana de desemprego, o que deve ocasionar, eventualmente, pressões inflacionárias. Muitos analistas têm chamado atenção para o nível da curva americana de juros e que poderá ocorrer uma inversão da mesma (taxas curtas de juros acima das taxas longas), caso o FED siga subindo os juros. Historicamente, inversões da curva de juros precedem recessões. Preferimos olhar com bastante cautela o formato da curva de juros como predictor de recessão dessa vez, dada a realidade de heterodoxia monetária extrema na qual vivemos nos últimos anos. Seguimos sem ver grandes *imbalances* na economia americana e acreditando que as condições financeiras frouxas seguirão dando suporte ao crescimento do PIB. Olhando para potenciais surpresas e “caudas” em 2018, parece-nos mais provável a inflação surpreender para cima do que os EUA entrem numa recessão no curto prazo.

Seguimos com a visão de que o USD globalmente não tem razões fundamentais para entrar em uma nova tendência de apreciação. Fundamentalmente, métricas de *valuation* indicando que o USD ainda está um pouco “caro”, ambiente global de crescimento robusto e sincronizado, e um diferencial de juros já muito a favor dos EUA versus o restante do mundo, são fatores que jogam a favor da continuidade do movimento de depreciação do USD a médio prazo. Dito isso, dado o movimento de depreciação recente e a perspectiva de que a repatriação de lucros retidos no exterior possa ter algum impacto positivo para o dólar (embora acreditemos que boa parte desses recursos já tenham um hedge cambial), decidimos taticamente ter posições líquidas em dólar no *Book* de moedas perto de zero. Temos concentrado apostas em determinados *crosses*, em especial na posição vendida em EURSEK.

O principal tema de investimento global segue sendo as posições tomadas em taxa de juros em alguns países do G-10. Além de níveis extremamente baixos de uma forma geral, tanto do juro corrente como do prêmio de risco para prazos mais longos, acreditamos que a partir de 2018 alguns fatores têm o potencial de mudar a dinâmica de preços observada até então. A despeito de alguns países como os EUA, Inglaterra, Alemanha e a Suécia já estarem há algum tempo crescendo acima do potencial e com taxas de desemprego abaixo da *NAIRU*, somente agora que o hiato do mercado de trabalho a nível global se aproximou da *NAIRU* agregada. Em um mundo globalizado, com imigração e *outsourcing* produtivo, finalmente podemos entrar no estágio aonde pressões salariais fiquem mais evidentes. Em termos de política monetária, mais BCs do mundo estarão executando efetivamente seus planos de remoção gradual dos estímulos. De uma situação até pouco tempo atrás, quando todos os principais BCs estavam “pisando no acelerador”, passaremos para uma situação na qual o agregado talvez deixe de acelerar. Além disso, apesar das incertezas a respeito das projeções orçamentárias dos diversos países e sem entrar no mérito da discussão se o que é mais importante para preço é o

estoque ou o fluxo, a combinação de *tapering* com um esperado aumento dos déficits fiscais deve implicar em um aumento das emissões líquidas de dívida dos países do G4 para os agentes privados a partir desse ano. Isso pode ser visto no gráfico abaixo:



Seguimos com posições tomadas em taxas na parte curta da curva americana (hoje com 30% da posição original) e italiana, e na parte longa da curva de França, Japão e principalmente Reino Unido. Alguns avanços ocorreram nas negociações do *Brexit*, mas o mercado continua, de forma compreensível, bastante cético e cauteloso com os acontecimentos futuros. A inflação tem seguido a surpreender o *Bank of England* (BoE) para cima nos últimos meses, e acreditamos que sejam possíveis outras elevações de juros para conter as expectativas e os preços no Reino Unido. Apesar de todos os percalços, seguimos acreditando que avanços foram feitos e que o mercado segue extremamente pessimista. Além disso, os níveis de juros, em especial dos juros reais, são absolutamente dramáticos e seguem oferecendo uma boa oportunidade de risco/retorno.

Apesar de acreditar que o risco ainda seja muito pequeno em 2018, faz-se necessário começar a contemplar como um cenário de cauda com baixa probabilidade, algum desmonte mais desordenado de operações de *carry trade*, tão comuns e estimuladas nos últimos anos. Tomando os EUA como exemplo, o FED já subiu os juros 5 vezes e o *Tax Plan* recém aprovado prevê um limite para dedução tributária do pagamento de juros sobre as dívidas, o que certamente elevará o seu custo final. Na margem, operações de engenharia financeira (emissão de dívida para se investir em ativos financeiros com mais “*yield*”) ficarão menos atrativas. Um bom termômetro para se analisar esse risco é o mercado de *High Yield* americano.

### Brasil

As eleições de outubro estão se aproximando e nenhum candidato de “centro-direita” despontou até o momento. Com isso, as últimas pesquisas seguem colocando Lula e Bolsonaro como líderes absolutos, algo que, se confirmado, provavelmente traria consequências negativas ao mercado. Seguimos “cautelosamente otimistas” com o cenário político, não só por acreditarmos ser bem mais provável a confirmação da condenação do ex-presidente pelo TRF-4, mas também pelo ainda potencial dividendo político que o bom momento econômico de 2018 trará ao candidato do centro-direita. Acreditamos que o item mais sensível e importante para os eleitores nessa eleição seja a corrupção e o vínculo do candidato à política tradicional, mas não desprezamos por completo a importância da economia. Dito isso, há o risco efetivo de não conseguirmos ter um candidato único competitivo que represente e aglutine o centro-direita reformista a tempo de evitar que tenhamos um 2º turno entre extremistas e/ou representantes menos convictos e fiéis à agenda de reformas. Sendo assim, muita água ainda vai rolar e não podemos descartar nem mesmo a candidatura do Luciano Huck, caso não apareça a tempo um representante competitivo. De qualquer forma, acreditamos que, a partir do 2º trimestre do ano, as notícias relativas às eleições ganharão mais peso e importância para os mercados.

Do lado econômico, a recuperação da atividade continua ocorrendo com índices de confiança melhorando mês após mês e a taxa de desemprego, aos poucos, recuando. Por mais que a queda seja lenta, entendemos que a melhora é saudável, como pode ser visto pelo CAGED e também pela massa de rendimentos reais que apresenta ótimo crescimento. Muitos argumentam que os rendimentos reais apresentam bom desempenho pela queda da inflação, o que é verdade, e que assim não podemos esperar uma continuidade dessa melhora em 2018, com a inflação se acelerando. Entendemos, entretanto, que outros fatores irão compensar a inflação baixa, como a melhora de crédito e os baixos níveis de alavancagem dos consumidores. Além disso, insistimos que boa parte

da queda de juros ocorrida em 2017 trará seus frutos em 2018, já que as defasagens de transmissão são grandes e as taxas de juros aos consumidores/empresas na economia real ainda são extremamente altas.

Do lado da inflação, o IPCA encerrou o ano de 2017 em 2,95%, abaixo do piso da meta de inflação de 3% e, em 2018, o índice deve continuar bastante reduzido, encerrando o ano próximo a 4,2%. Por mais que os alimentos tenham contribuído substancialmente para essa performance ao apresentar grande deflação, o núcleo continua muito bem-comportado, com os preços de serviços em níveis extremamente baixos. Com isso, é possível que o BC continue a cortar os juros no curto prazo, apesar do nível atual já ser estimulativo há algum tempo. Contudo, nossa visão é de que o hiato negativo deverá ser fechado no início/meio de 2019 e, cortar os juros ainda mais, traria maiores riscos do que benefícios a frente.

Na parte de renda fixa local, seguimos com posições de *flattening* na curva de juros brasileira, concentrado em prazos curtos e intermediários, combinada com a posição comprada em inflação implícita de médio prazo. Em retrospectiva, começamos a montar essas posições no início do 2º semestre de 2017, o que se mostrou cedo demais. Tivemos dois erros de análise: além de termos subestimado o tamanho da desinflação que ocorreu, principalmente com relação aos preços de alimentos, mal interpretamos a função reação do BC ao longo do processo de flexibilização monetária. Acreditávamos que os cortes de juros seriam mais agressivos no início/meio do ciclo em função das defasagens naturais e da evidência da inflexão que havia ocorrido com a inflação numa economia em recessão profunda e, conseqüentemente, que o ciclo fosse menos extenso do que está sendo. De qualquer forma, ainda temos bastante convicção que o excesso de prêmio na curva de juros “curta” (todo o prêmio de risco da estrutura a termo se encontra nos anos de 2019 e 2020) não combina com o pouco prêmio observado na curva de inflação implícita (com inflação implícita de 5 anos ao redor de 4,8%). Por mais que concordemos que o juro real ex-ante de 1 ano ao redor de 2,8% seja estimulativo, não achamos razoável que haja a necessidade de aumento de cerca de 300 *bps* no juro real já a partir do ano de 2019. Para melhor refletir os riscos eleitorais e/ou fiscais a curva de juros, na nossa opinião, deveria ter os prêmios de risco mais distribuídos e não concentrados inteiramente nos anos de 2019 e 2020 e a curva de inflação implícita deveria ter muito mais prêmio.

No setor externo, os fundamentos seguem bastante favoráveis com o déficit em conta corrente pouco negativo e a balança comercial nos mais altos níveis históricos. Contudo, um dos “problemas” que talvez o Real enfrente seja o menor carregamento da história. Com a taxa SELIC podendo atingir 6,5% e o Banco Central Americano continuando a subir os juros, o ganho acima do diferencial da inflação pode ser pouco acima de zero. Isso talvez impeça apreciações substanciais do Real e, por isso, temos optado por operar taticamente com bastante flexibilidade no Real (BRL).

Dentre os ativos brasileiros, temos procurado operar aplicados na curva de juros e nas taxas de juros reais de médio/longo prazo, por ainda oferecerem um *yield* bastante expressivo. Estamos levemente comprados na bolsa brasileira e seguimos bastante ativos em operações de *long/short* em papéis/setores que gostamos.

As principais posições são:

- (i) **BRL:** temos optado por operar taticamente comprados no BRL;
- (ii) **Outras Moedas:** mantemos posições vendidas em CNH e SAR e compradas no JPY e no continente europeu destaque para a posição comprada em SEK vs EUR;
- (iii) **Pré Inclinação:** estamos com posição de *flattening* na parte curta 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 1,5 PL equivalente ano;
- (vi) **Corporate Brasil:** mantivemos as posições em *bonds* de Petrobras e Banco do Brasil em torno de 6,0% do PL;
- (vii) **Juros Global:** Estamos tomados em 3 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 22% do PL com destaque para os setores de educação e energia elétrica.

**VINTAGE MACRO MASTER FIM**
**ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE**
**Desempenho 4º Tri 2017**

	FUNDO
Estratégias Direcionais	-131
Estratégias de Valor Relativo	-53
Hedge	7
Custos	-16
Caixa	-10
<b>Total</b>	<b>-204</b>

**Alocação Média 4º Tri 2017**

Estratégias Direcionais	52,8%
Estratégias de Valor Relativo	46,2%
Hedge	-0,3%
Custos	0,0%
Caixa	1,3%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>

**Estratégias Direcionais**

Ações Brasil	-11
Ações Global	20
BRL	-54
Cupom Cambial	14
Outras Moedas	-60
Inflação Brasil	-1
Inflação Global	0
Pré Direcional	-39
Juro Real	-23
Corporate Brasil	18
Corporate Global	0
Juro Global	5
Volatilidade	-0
<b>Total</b>	<b>-131</b>

**Estratégias Direcionais**

Ações Brasil	6,3%
Ações Global	-0,1%
BRL	11,7%
Cupom Cambial	12,5%
Outras Moedas	15,8%
Inflação Brasil	-13,5%
Inflação Global	0,1%
Pré Direcional	8,4%
Juro Real	7,5%
Corporate Brasil	1,7%
Corporate Global	0,0%
Juro Global	2,4%
Volatilidade	0,0%
<b>Total</b>	<b>52,8%</b>

**Estratégias de Valor Relativo**

Pré Inclinação	-67
RV Cupom Cambial	0
RV Juro Global	0
Intermercado	-1
Long Short Brasil	29
Long Short Global	-14
<b>Total</b>	<b>-53</b>

**Estratégias de Valor Relativo**

Pré Inclinação	40,9%
RV Cupom Cambial	0,0%
RV Juro Global	0,0%
Intermercado	-0,1%
Long Short Brasil	5,3%
Long Short Global	0,1%
<b>Total</b>	<b>46,2%</b>

**Desempenho Ano**

Alfa	-204
CDI	177
Gestão	-27
% do CDI	

**Stress por região**

Brasil	81,6%
Global	18,4%
<b>Stress Total</b>	<b>-13,7%</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](http://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



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.