

Cenário de Investimentos

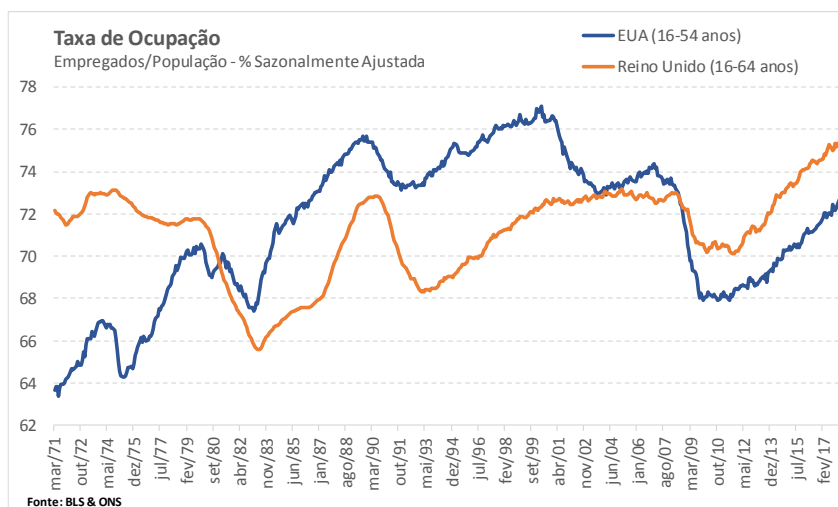
Internacional

Após o ano de 2017, em que a volatilidade de preços dos principais ativos financeiros foi extremamente baixa, o 1º Trimestre do ano de 2018 foi marcado por uma forte mudança de padrão e um elevado nível de volatilidade nos mercados globais. A volatilidade realizada do S&P500 em 2017 que era somente 6,7%, alcançou 20% no primeiro trimestre do ano. Parte desse movimento aparenta ser técnico, já que o *rally* das bolsas mundiais até então era um dos mais extensos da história. Desde outubro de 2016, o índice que mede a valorização das bolsas mundiais não apresentava um mês fechado de rentabilidade negativa, padrão que foi quebrado em fevereiro desse ano. O S&P500 chegou a operar a 18,5 vezes o lucro estimado 12 meses à frente, um nível elevado quando comparado à média de 14.7x dos últimos 15 anos.

Outra parte do movimento pode ser explicada por fatores fundamentais, como o estágio avançado do ciclo de recuperação econômica em que o mundo se encontra, em especial os EUA. Capacidades ociosas cada vez menores já estão produzindo uma inflexão nos principais índices de inflação no mundo e tem motivado a redução dos estímulos monetários por parte de alguns Bancos Centrais. Como já mencionamos na carta do [4º Trimestre](#), 2018 será o primeiro ano desde 2014 em que as compras de títulos públicos pelo ECB, BoE, BoJ e o FED serão conjuntamente menores do que as emissões soberanas. Depois de 3 anos a participação privada no financiamento das dívidas soberanas voltará a aumentar. Outros fatores também contribuíram para o aumento de volatilidade visto no 1º trimestre do ano, dentre eles: a grande perda de alguns produtos *ETF's* ligados à venda de volatilidade; um discurso mais duro do presidente Donald Trump em relação à política comercial global, elevando riscos de um *“trade war”*; e mais recentemente, problemas específicos em ações do setor de tecnologia, que há muitos anos é o setor líder do *bull market* e está entre os mais vulneráveis às mudanças regulatórias.

Apesar do aumento de volatilidade, o pano de fundo do cenário segue benéfico para os principais ativos de risco globais. As condições financeiras ainda se encontram em terreno bastante estimulativo, apesar do recente aperto na margem. O crescimento global segue em bom ritmo e difuso. A inflação, apesar de maior na margem, ainda se encontra em níveis muito tranquilos. Com a correção das últimas semanas, o S&P voltou a operar próximo a 16 vezes o lucro estimado 12 meses à frente. Também é esperado um fluxo de *buybacks* de ações em 2018 ainda maior do que em 2017, em função da repatriação do lucro de empresas americanas retido no exterior. Esses fatores, na nossa visão, devem dar suporte à Bolsa americana e aos ativos de risco nos próximos meses.

A principal posição de investimento global do fundo continua sendo tomada em taxas de juros de países desenvolvidos, em especial em juro real no Reino Unido, que foi aumentada recentemente. A taxa de desemprego se encontra no menor nível desde 1975, a razão de empregados/população e a taxa de participação na força de trabalho estão em seus níveis mais elevados desde o início da pesquisa em 1971. Esse dado fica ainda mais impressionante quando comparamos o Reino Unido com os Estados Unidos, como pode ser visto abaixo:



Temos visto nos últimos anos um aumento expressivo de alocações em *bonds* ligados à inflação por parte dos Fundos de Pensão no Reino Unido em detrimento de ações. Essa mudança de alocação pode não ser a mais racional quando se leva em conta os preços atuais dos títulos de longuíssimo prazo, que rendem atualmente Inflação -1,7% a.a. versus uma meta atuarial em torno de

3,5% nominal. A inflação durante muitos anos precisará ser bem elevada para que esses investimentos alcancem os objetivos de retorno dos Fundos.

Ainda na parte internacional, entendemos que as taxas de juros devem continuar a se elevar com o crescimento global ainda sólido e o hiato do mercado de trabalho a nível global muito mais próximo da NAIRU agregada. A política “*America First*” do Presidente Trump, que defende um aumento de investimento local via expansão fiscal, irá elevar o investimento em relação à poupança, o que deve contribuir também para o aumento das taxas de juros. Estruturalmente, vale mencionar que a China tem reduzido seu superávit em conta corrente e pretende elevar seu nível de consumo local, algo que também deve elevar os juros globais nos próximos anos na medida em que exporte menos poupança.

Seguimos também com a opinião que o aperto monetário ocorrido até o presente momento nos EUA ainda não é suficiente para causar uma recessão nos próximos trimestres, dado que as condições financeiras ainda seguem muito frouxas. Entendemos também que o crescimento potencial pode se elevar com a maturidade do ciclo econômico e a volta dos investimentos.

Temos dificuldade de ver uma apreciação robusta do dólar globalmente. É possível que ocorra um *rally* temporário, considerando que vimos uma grande queda da moeda nos últimos trimestres, mas com o crescimento global positivo, é raro ver apreciações significativas do dólar.

A posição vendida em EUR/SEK, atualmente detida pelo fundo, está sendo acompanhada com cautela. Apesar do crescimento sólido da Suécia, o Riksbank, BC do país, segue bastante *dove* e dificilmente subirá os juros em 2018. Além disso, os últimos dados do mercado imobiliário no país mostraram um arrefecimento, algo que também causou temores no mercado. O posicionamento técnico, que aparenta ser bastante comprador na coroa sueca, é algo que segue prejudicando o trade. Estamos continuamente acompanhando o país e reavaliando a posição.

Diminuímos taticamente a posição comprada em JPY recentemente, mas continuamos com a visão de que a moeda se aprecia mais frente ao USD no médio e longo prazos. Além de ser a moeda de G10 mais depreciada pelas métricas usuais, a composição do enorme estoque de investimentos japoneses nos mercados externos (o Japão tem uma posição líquida de investimentos no exterior próximo a 70% do PIB) tem mudado nos últimos anos. Os *QE's* dos principais BC's do mundo “forçou” uma migração maior para ativos de crédito, com maior risco de *duration* do que os *bonds* soberanos tradicionais. Com um portfólio mais sensível a altas de juros, temos visto saídas líquidas de investimentos japoneses de renda fixa americana nos últimos meses. Além disso, pelo formato da curva de juros americana ser atualmente bastante *flat*, em função da alta dos juros mais curtos, o custo de se fazer o *hedge* da moeda nesses investimentos aumentou bastante. Tipicamente o investidor japonês compra títulos longos, mas faz o *hedge* da moeda em prazos curtos, 3 meses. Dessa forma, o nível atual de *hedge* é baixo para o padrão histórico, o que implica em compra líquida de JPY/USD em caso de repatriações. Em um contexto global mais volátil, e sujeito a externalidades políticas nem sempre racionais, parece bem assimétrico manter posições compradas em JPY no portfólio.

No mercado de ações internacional, apesar do fundo não ter posições direcionais nos índices, a volatilidade recente no setor de tecnologia tem sido positiva para a posição relativa comprada em S&P500 e vendida em Nasdaq. Não questionamos os benefícios dos avanços tecnológicos nos últimos anos, mas entendemos que os *valuations*, principalmente das empresas não geradoras de caixa, estão exagerados para um cenário de aumento gradual do custo de capital e maior dificuldade de financiamento de terceiros. O fundo ainda possui algumas posições específicas em empresas, como o *short* em Tesla e a posição comprada em Kraft Heinz, empresa que hoje já possui um *dividend yield* esperado próximo a 4% e *P/E forward* abaixo de 16x. A pressão sobre algumas empresas de consumo tradicionais tem sido grande, mas acreditamos que o *valuation* é atraente, dada a lucratividade e expectativa de melhora no *topline* nos próximos anos.

Brasil

O cenário eleitoral segue bastante nebuloso. Apesar de Lula já poder ser enquadrado na Lei da Ficha Limpa, seu nome prossegue aparecendo nas principais pesquisas eleitorais em primeiro lugar. Quando ele não consta na lista de candidatos, Bolsonaro se beneficia mais e lidera a disputa. Em nossa visão, entre os diversos temas bastante importantes para a população, como emprego e segurança, a questão da corrupção terá um peso bastante relevante, o que sem dúvida beneficia candidatos vistos como políticos não tradicionais, como Bolsonaro. Existe razoável possibilidade de vermos um próximo governo seguindo com a agenda reformista, que parece finalmente ter sido compreendida por grande parte do Congresso e por uma parcela significativa da opinião pública. Dito isso, devido aos enormes desafios fiscais de médio e longo prazos, é preciso um Executivo bastante convicto do grau e abrangência das reformas para de fato mudar a percepção de solvência de longo prazo. Por ora, no quadro atual de candidatos com maior possibilidade de vitória, só enxergamos Alckmin como capaz de promover as reformas necessárias na magnitude requerida.

Alguns pontos seguem como dúvidas importantes para uma maior clareza do quadro eleitoral: Bolsonaro irá resistir ao início formal da campanha com pouco tempo de TV e ao debate com os demais candidatos oficiais quando estes estiverem totalmente

definidos? O PT optará por apresentar candidatura própria ou vai se aliar ao candidato Ciro Gomes já no 1º turno com Lula inelegível e eventualmente preso? Ciro conseguirá manter um discurso palatável ao longo da campanha? Entre tantos outros, são três pontos que podem mudar bastante o quadro eleitoral e demonstram o quão incerto está o cenário hoje.

A melhora da atividade econômica tem sido incapaz de gerar dividendos políticos para os eventuais candidatos “governistas”, algo que ajuda a explicar o excesso de candidatos de centro-direita. De qualquer forma, o cenário mais provável para o 1º turno é que muitos candidatos tenham chance de passar para o 2º turno e que, provavelmente, só saberemos os dois mais votados no dia 7 de outubro ao término da apuração dos votos. Com a aproximação da campanha é natural que o mercado comece a dar cada vez mais peso à disputa.

Do lado econômico, no 1º trimestre, mais uma vez a inflação ficou muito abaixo do que se projetava inicialmente. Apenas como referência, destacamos que o FOCUS projetava no fim de 2017 uma inflação de 1,18% para o 1º trimestre de 2018, enquanto tudo indica que a inflação fechada será bastante próxima de 0,76% (o dado final de março ainda não foi divulgado). Essa diferença é significativa para apenas três meses de projeções e permite a continuidade do afrouxamento do BCB. No 4º trimestre esperávamos uma SELIC terminal de 6,50%, mas tudo indica que haverá mais um corte para 6,25% e, caso essas surpresas inflacionárias continuem no curtíssimo prazo, novos cortes não podem ser descartados, apesar de não ser nosso cenário base.

Seguimos com posições de *flattening* na curva de juros brasileira, concentradas em prazos curtos e intermediários, combinada com posições compradas em inflação implícita de médio prazo. Essa posição apresentou ótima performance no 1º trimestre e mais do que compensou as perdas do segundo semestre de 2017. Apesar de esperar ganhos mais parcimoniosos daqui para frente, seguimos bastante convictos de que ainda existe um excesso de prêmio de altas de juros nos anos de 2019 e 2020, principalmente quando comparados com prêmio de risco em outras classes de ativos. Por mais que o juro real *ex-ante* de um ano esteja muito baixo para os padrões históricos, aproximadamente 2,5%, não entendemos ser razoável esperar uma alta de 200 a 250 *bps* no juro real a partir do final de 2019, olhando estritamente para os fundamentos econômicos e os condicionantes da inflação. Sem dúvida os riscos eleitorais existem, mas um formato mais razoável de curva de juros seria uma distribuição mais diluída das altas de juros ao longo da curva e não concentrado apenas nos anos de 2019 e 2020. Além disso, por mais que o momento inflacionário seja excepcional, caso o cenário eleitoral se complique, entendemos que a inflação de médio prazo deveria ter muito mais prêmio do que o apreçado atualmente pelo mercado. Seguimos também gostando de posições aplicadas nos juros reais de médio/longo prazo por entender que eles oferecem um atrativo nível de *yield*, se comparado à taxa de juros de curto prazo.

No lado externo, o Brasil segue com contas em ótimos níveis tanto do lado da conta corrente, como no financiamento externo via FDI (*Foreign Direct Investment*). Contudo, seguimos entendendo que o menor carrego, como consequência da taxa de juros baixa, seguirá colocando percalços para apreciações do Real à frente. Ademais, nesse ano eleitoral é possível que, justamente pelo menor carrego que acarreta em menores custos de *hedge*, ocorra maior busca de proteção por parte das empresas. Assim, temos optado por operar taticamente com bastante flexibilidade no Real.

Em relação à bolsa brasileira, acreditamos que deva haver cautela na utilização dos índices Ibovespa e IBX como parâmetro de precificação do mercado. Isso se deve à composição atual concentrada em empresas do setor financeiro, representando aproximadamente 30% dos índices, e o peso ainda elevado em empresas ligadas aos preços de commodities, apesar da diminuição do percentual de Vale e Petrobrás nos últimos anos. Alguns dos maiores bancos estão negociando a 2,4x Preço/Valor Patrimonial, valuation que consideramos elevado para o momento atual. Entendemos que possa haver pressão sobre os spreads bancários e consequente redução nas margens dos bancos caso os juros permaneçam baixos e as medidas regulatórias do BC continuem sendo implementadas com intuito de redução das taxas finais para o consumidor. É verdade que essa eventual redução dos spreads pode ser compensada por aumento nos volumes de crédito, mas esse movimento deve ser demorado dado o nível atual de endividamento das famílias e do desemprego.

Acreditamos que o momento cíclico, com inflação muito comportada e juros baixos, é favorável para o setor produtivo e de serviços. Existe grande possibilidade de ganhos provenientes da expansão de margem, em função da alavancagem operacional com a retomada do crescimento das receitas. Nesse cenário preferimos seguir com o processo de análise e criação de *portfólio* com foco em posições individuais, pares intra-setoriais e utilização de instrumentos entre mercados, como por exemplo o *hedge* com posição vendida em ações do setor financeiro versus posições compradas em bonds perpétuos de bancos. Mantemos apostas nos setores de educação, shopping centers, propriedades e setor elétrico com posições liquidamente compradas.

No mercado de *corporate bonds* o fundo está reduzindo as posições em Banco do Brasil, com a recente oferta de recompra dos ativos pela empresa e aumentando posições em bonds perpétuos de Itaú.

As principais posições são:

- (i) BRL: taticamente neutros no BRL;
- (ii) Outras Moedas: posição comprada no JPY. No continente europeu destaque para a posição comprada em SEK vs EUR;
- (iii) Pré Inclinação: mantida a posição de *flattening* na parte curta da curva;
- (iv) Juro Real: mantida a posição aplicada de 1 PL equivalente ano em juro real no ano 2022;
- (v) Inflação: posição comprada em inflação implícita mantida em 1,5 PL equivalente ano;
- (vi) Corporate Brasil: posição nova em *bonds* de Banco Itaú e redução da posição em de Banco do Brasil com o anúncio de recompra pela empresa; Mantemos posição em *bonds* de Petrobrás.
- (vii) Juros Global: Posição consolidada tomada em 4.40 PLs em juros nominais e juro real com destaque para posição no Reino Unido;
- (viii) Long Short Brasil: Exposição bruta em 24% e exposição líquida comprada em 7%.

VINTAGE MACRO MASTER FIM
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE
Desempenho 1º Tri 2018

	FUNDO
Estratégias Direcionais	-56
Estratégias de Valor Relativo	269
Hedge	-0
Custos	-11
Caixa	-5
Total	197

Alocação Média 1ºTri 2018

Estratégias Direcionais	57.0%
Estratégias de Valor Relativo	42.1%
Hedge	-0.3%
Custos	0.0%
Caixa	1.2%
Fundo	100.0%

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	-95
Ações Global	-9
BRL	19
Cupom Cambial	28
Outras Moedas	-16
Inflação Brasil	-86
Inflação Global	-3
Pré Direcional	27
Juro Real	85
Corporate Brasil	9
Corporate Global	-3
Juro Global	-19
Volatilidade	8
Total	-56

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	8.3%
Ações Global	0.0%
BRL	3.0%
Cupom Cambial	11.6%
Outras Moedas	21.0%
Inflação Brasil	-12.9%
Inflação Global	0.2%
Pré Direcional	11.3%
Juro Real	9.7%
Corporate Brasil	2.3%
Corporate Global	0.0%
Juro Global	2.5%
Volatilidade	0.0%
Total	57.0%

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	234
RV Cupom Cambial	0
RV Juro Global	0
Intermercado	-0
Long Short Brasil	44
Long Short Global	-8
Total	269

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	33.2%
RV Cupom Cambial	0.0%
RV Juro Global	0.0%
Intermercado	0.0%
Long Short Brasil	7.4%
Long Short Global	1.5%
Total	42.1%

Desempenho

Alfa	197
CDI	159
Gestão	356
% do CDI	223.9%

Stress por região

Brasil	74.6%
Global	25.4%
Stress Total	-11.6%

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



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.