



Relatório Trimestral

Março 2017

Índice

Cenário Econômico

Os juros podem mudar de patamar nos próximos anos?

Estratégias de Renda Fixa

CDI

Crédito CDI

Inflação

Crédito Inflação

Estratégia de Renda Variável

Dividendos

Estratégia de Multimercado

Multimercado Macro

Quadro de Desempenho

Os juros podem mudar de patamar nos próximos anos?

As elevadas taxas reais e nominais de juros no Brasil na comparação com a experiência internacional continuam sendo alvo de amplo debate, tanto na academia quanto fora dela. Há algum consenso acerca dos motivos por trás dos maiores níveis de juros no Brasil (contas públicas desajustadas, incerteza jurisdicional, ausência da conversibilidade da moeda, elevada participação do crédito direcionado no crédito total, dentre eles), mas há divergência de qual é o patamar da taxa de juros de equilíbrio no médio e longo prazo. Todavia, há uma crescente convergência de opiniões sugerindo uma queda sustentada e estrutural das taxas de juros no Brasil.

Na nossa visão, as condições estão sendo criadas, mas é um processo relativamente longo e que não permite a interrupção da agenda de reformas e ajustes em curso. Nesse artigo, vamos explorar alguns elementos determinantes para essa possível mudança no nível das taxas de juros no Brasil.

A insistência nas políticas anticíclicas no pós-Lehman Brothers levou a uma tendência de piora dos resultados primários do setor público após 2011 e à reversão da trajetória (para crescente) da relação dívida pública/PIB a partir do início de 2014. O prêmio de risco-país, medido pelo CDS de cinco anos, que era negociado bem próximo aos níveis de México e Colômbia, começou a descolar do final de 2012 em diante, culminando em sucessivos rebaixamentos pelas agências internacionais de classificação de risco. Na metade final de 2015, o CDS de cinco anos de Brasil superava em cerca de 300 pontos-base a média dos prêmios de risco soberano de Colômbia e México e a taxa real de juros embutida nos títulos indexados à inflação, com vencimento em 2050, atingiu 7,5% nos períodos de maior estresse. Para efeito de comparação, um título similar no México precificava juros reais entre 3,5% e 4% nessa mesma época.

A mudança da postura em relação à política fiscal e ao crédito subsidiado, com o atual governo, levou a um rápido fechamento das taxas de juros nominais e reais (as primeiras também se beneficiaram da queda do componente de inflação esperada embutido nos títulos).

A taxa real de juros precificada nos títulos públicos indexados à inflação, vencendo em 2050, caiu recentemente para abaixo de 5,5%. Houve a aprovação da PEC do teto de gastos, no final de 2016, e há expectativa de aprovação de uma reforma da Previdência satisfatória. Será que já está tudo no preçõ?

Ainda não. Devemos lembrar que a situação fiscal está longe de ser equacionada. As nossas simulações de dívida bruta sugerem que o nível do endividamento poderá ultrapassar 90% do PIB em 2023. Conseqüentemente, as taxas reais de juros e prêmios de risco país permanecem sensivelmente acima dos países emergentes, dentre eles os latinos.

A concretização da aprovação da reforma da Previdência, combinada com medidas fiscais adicionais nos próximos anos, como a recomposição de desonerações de impostos, contribuirá para a reversão da trajetória crescente de endividamento público, estreitando cada vez mais a diferença entre os juros brasileiros e as taxas dos países emergentes. E com taxas de juros menores, a dinâmica da dívida fica bem mais favorável. Por outro lado, a interrupção da agenda de ajuste fiscal e de reformas em curso tem potencial para nos levar a um cenário bem sombrio, de elevação de risco país e das taxas de juros, de piora na trajetória de endividamento, requerendo no futuro um ajuste fiscal ainda maior do que estamos vislumbrando na atual conjuntura.

A redução da fatia do crédito direcionado no estoque total de crédito e a possível convergência da TJLP para as taxas de mercado, as quais estão na agenda do atual governo, são outros motivos pelos quais as taxas de juros poderão cair adicionalmente no Brasil. Um canal é o fiscal, pois grande parte do

crédito direcionado é subsidiada e, conseqüentemente, um estoque maior desse tipo de crédito piora a dinâmica da dívida. Outro canal é o que afeta a potência da política monetária. Quando se tem uma grande parcela do estoque de crédito direcionado, que não responde às alterações da Selic, o Banco Central precisa mover essa taxa básica de juros de maneira mais acentuada se comparada à situação na qual todo o crédito é livre, para atingir o mesmo objetivo de inflação.

Outro motivo que pode levar as taxas de juros no Brasil para menores patamares é a possível revisão para baixo da atual meta de inflação de 4,5%, a qual está acima do "padrão" de 3% para países emergentes com regime de metas de inflação. Um objetivo menor para a taxa de inflação poderá significar expectativas de inflação menores, puxando o componente de inflação esperada das taxas nominais de juros para baixo.

Há um cenário cada vez mais plausível de convergência das taxas de juros no Brasil para patamares mais próximos dos padrões internacionais para países emergentes. Entretanto, é imprescindível que as reformas (da Previdência, trabalhista, tributária e microeconômica) e o ajuste fiscal em curso não sejam interrompidos. Por mais que haja boas intenções, a volta do populismo fiscal poderá significar a continuidade do Brasil como paraíso dos poupadores e rentistas do CDI, em detrimento dos empresários, empreendedores e das famílias e empresas devedoras.

Renda Fixa - Estratégias CDI

IV Gold FI Renda Fixa LP

(Benchmark: CDI)

IV Renda Fixa FI Plus LP

(Benchmark: CDI)

IV FIC de FI Renda Fixa Plus

(Benchmark: CDI)

No primeiro trimestre do ano, tivemos a continuação do ciclo de afrouxamento monetário brasileiro. O Banco Central surpreendeu na primeira reunião do ano, acelerando o ritmo de queda de juros para 75 bps (de 25 bps em novembro de 2016). Na reunião seguinte, cortou mais 75 bps, levando a Selic para 12,25. No último relatório de inflação, deixou claro a intenção de acelerar a queda de maneira moderada, indicando, em nossa opinião, uma queda de 100 bps para a reunião de abril.

O principal fator que possibilitou o BC cortar os juros foi o cenário benigno de inflação. Sucessivas surpresas para baixo dos IPCAs ajudaram a influenciar a queda nas expectativas de inflação desse ano. As projeções do Focus já indicam uma inflação abaixo da meta em 2017 e na meta em 2018. Além disso, já se discute uma redução da meta de inflação para 2019 na reunião a ser realizada pelo CMN em junho. Outro ponto relevante é o crescimento brasileiro, que ainda está indicando uma recuperação muito lenta e a redução dos juros pode ajudar a impulsionar a economia.

Por outro lado, há alguns riscos que podem atrapalhar a queda dos juros. No que tange o cenário interno, a reforma da previdência certamente é um ponto a se considerar. Uma reforma mais frouxa pode atrapalhar os planos de reduzir a taxa de juros brasileira de forma mais consistente. As reformas são muito importantes para a queda do juro neutro brasileiro (ponto que o BCB já destacou na ata do COPOM como fator relevante para a política monetária).

O cenário externo está mais calmo, porém merece atenção. A perda de Trump no Congresso americano no que diz respeito ao Obamacare, deixou o mercado cético quanto a capacidade do presidente americano aprovar sua agenda econômica. Além disso, se o FED continuar subindo juros de forma ordenada e gradual, os impactos nos mercados emergentes parecem limitados.

Estratégia

Nossa estratégia pode ser dividida em duas. A primeira diz respeito a política monetária e pode ser traduzida via posição vendida em juro nominal. Essa posição reflete nossa percepção de que cenário de inflação é bastante favorável e mais revisões para baixo dos economistas devem ocorrer. Dessa forma, com a inflação ancorada e a atividade aquém do desejado, permitirá que o banco central continue afrouxando a política monetária.

A segunda posição é uma abordagem mais estrutural. Acreditamos que, se as reformas passarem, a taxa de juros real neutra brasileira diminuirá consideravelmente. O risco Brasil, que pode ser medido pelo CDS brasileiro, também irá melhorar. A NTN-B 2050 é um ativo que acreditamos se beneficiar dessa agenda econômica positiva do governo.

	dez/16	jan/17	fev/17	mar/17
F19	11,05%	10,37%	9,86%	9,50%
F21	11,34%	10,68%	10,11%	9,88%
NTN-B 2050	5,73%	5,58%	5,17%	5,19%

Crédito CDI

IV Crédito Privado FIRF LP

(Benchmark: CDI)

O Icatu Vanguarda Crédito Privado encerrou o mês de março com 77,9% do PL investido, os demais 22,1% em caixa. A carteira possui 47,3% do PL em bancos, 26,6% em empresas e 4% em FIDCs. Os investimentos estão distribuídos por 92 ativos de 57 emissores diferentes. A posição individualmente por emissor varia entre 0,1% e 3% do PL do fundo, com exceção de Bradesco e Itaú que respondem em conjunto por 19% do PL.

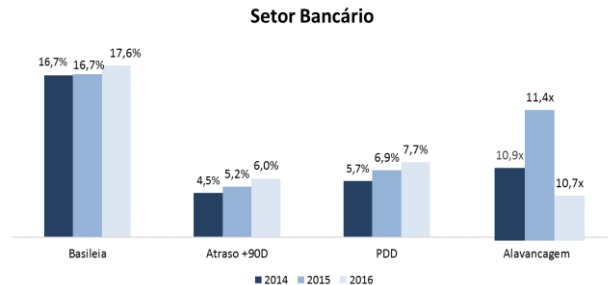
Considerando apenas os 77,1% do PL investidos em crédito privado, o yield médio do portfólio é de CDI + 0,92% com uma duration de 1,64 anos, incluindo o caixa o yield do fundo encerrou o trimestre em CDI + 0,72% e a duration em 1,28 anos.

O fundo encerrou o primeiro trimestre do ano com um retorno líquido de 104,80% do CDI. Na carteira de bancos a maior contribuição veio de uma Letra Financeira Subordinada Nova (LFSN) do Bradesco com vencimento em 2025 que iniciou o ano marcada a 112,40% do CDI e atualmente é negociada ao redor de 108% do CDI. Na carteira de debêntures as maiores contribuições foram NCF Participações (NCFP13) que iniciou 2017 marcada a 112% do CDI e terminou o trimestre marcada a 106% do CDI e Multiplan (MULP13) que fechou 22bps no período – de CDI + 0,98% para CDI + 0,76%.

Vendemos integralmente nossa posição em NCFP13 (Holding do Bradesco) e aumentamos nossa exposição em LFSN Bradesco com vencimento em 2025. Consideramos os riscos semelhantes e na taxa de compra da LFSN de 111% do CDI havia uma melhor relação risco retorno.

Abaixo alguns highlights de resultados dos Bancos, que concentram a maior alocação da nossa carteira. O gráfico apresenta uma

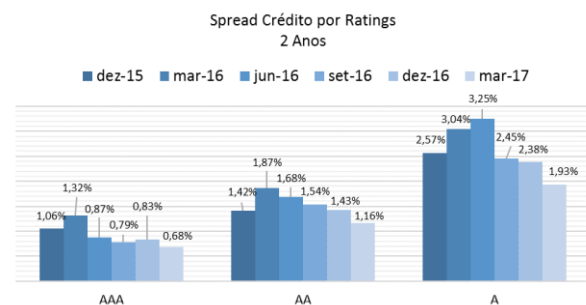
consolidação dos números apresentados pelos bancos que compõe a nossa carteira.



Fonte: Bloomberg, Icatu Vanguarda.

Os bancos que tradicionalmente são grandes emissores para os fundos de Renda Fixa/Crédito privado reduziram sua captação em 2016 e no começo de 2017. Como há um vazo comunicante entre a demanda dos fundos por ativos de bancos (CDB e LF) e ativos de empresas (Debêntures) a demanda por debêntures aumentou, e a oferta não tem acompanhado.

O gráfico abaixo mostra que os spreads de crédito continuam uma trajetória de queda, principalmente influenciado pela alta demanda por parte dos fundos.



Fonte: ANBIMA, Icatu Vanguarda.

Dando um pouco mais de materialidade aos números do gráfico acima, que são consolidados, vale resgatar alguns exemplos do histórico recente de emissões corporativas:

I. Valid (VLID16), emitido em junho de 2016 com prazo de 3 anos e taxa teto de 119% CDI, foi emitida a 114,80% do CDI. Atualmente é negociada a 109,80%.

II. Sanepar (SAPR16 e SAPR26), emitido em

agosto de 2016 com prazos respectivamente de 2 e 3 anos e taxa teto de 116% e 117% do CDI, foram emitidas a 112,60% e 113% do CDI. Atualmente são negociadas perto de 108% do CDI.

III. NCF Participações (NCFP13), emitido em outubro de 2016 com prazo de 4 anos e taxa teto da emissão a 116% do CDI, foi emitida a 112% do CDI. Atualmente é negociado abaixo de 106% do CDI.

Um dos maiores desafios em gestão de recursos é manter a disciplina de investimentos. O momento atual é desafiador pois acabamos de sair de um período favorável em termos de boas oportunidades de investimentos especialmente no mercado secundário (ativos com bons riscos de créditos e spreads acima de taxas históricas), e entramos em uma dinâmica de mercado onde a demanda voltou a exceder em muito a oferta de títulos. Esta nova dinâmica afetou de forma relevante os preços dos ativos tanto no mercado secundário como nas novas emissões. Com isso, mais do que nunca, devemos nos manter atentos para não abrir mão do nosso objetivo que é montar uma carteira atrativa em termos de risco retorno no médio longo prazo.

Inflação

IV FI Inflação Curta Renda Fixa

(Benchmark: IMA-B 5)

IV FIC FI Inflação Curta Renda Fixa

(Benchmark: IMA-B 5)

IV FI Inflação Longa Renda Fixa

(Benchmark: IMA-B 5+)

IV FIC FI Inflação Longa Renda Fixa

(Benchmark: IMA-B 5+)

Nesse primeiro trimestre do ano, vale destacar a continuação do processo de desinflação que vem permitindo o Banco Central brasileiro cortar os juros de forma mais célere que anteriormente previsto. Dessa forma, houve um fechamento relevante dos juros reais, principalmente os títulos mais curtos. Podemos destacar a NTN-B de vencimento 2019 que fechou 100 bps nesse início de ano.

O IPCA de janeiro e fevereiro surpreenderam para baixo o mercado. A soma das surpresas entre o efetivo e a mediana do mercado foi de 14 bps. Além disso, as expectativas de inflação no relatório Focus continuaram cadentes. Para o ano de 2017 a projeção está em 4,12% e para 2018 em 4,50%. Esses dados de inflação, a valorização do real e a credibilidade conquistada pela equipe do Banco Central foram fundamentais para a continuação do movimento de queda das implícitas. A implícita da NTN-B 2019, por exemplo, caiu aproximadamente 50 bps, atingindo o valor de 4,35% no final de março.

Os leilões do Tesouro foram divididos em “grupo I”, NTN-B 2022 e NTN-B 2026, e “grupo II”, NTN-B 2035 e NTN-B 2055. Nesse primeiro trimestre ocorreram 6 leilões tradicionais e 1 leilão de troca. As ofertas do “grupo I” ficaram entre 1,25 e 1,5 milhão de títulos e a demanda mais concentrada na NTN-B 2022. Em relação ao grupo II, a oferta foi consideravelmente menor, entre 150 e 300 mil títulos, sendo que, na maioria dos casos, a NTN-B 2055 foi o

vencimento mais demandado.

O Tesouro Nacional emite um relatório mensal da dívida pública em que divulga algumas informações interessantes sobre o mercado de títulos públicos. Entre elas, merece destaque a participação de estrangeiros, quem vem caindo desde o ano passado. A participação de não residentes na dívida passou de aproximadamente 20% para cerca de 13%. Outro ponto relevante foi que os estrangeiros nos últimos meses trocaram uma parte de NTN-F por LTN. Eles mantêm uma concentração em títulos prefixados (LTN e NTN-F), que representam mais de 85% dos títulos que eles possuem. Nos últimos meses, podemos observar uma troca de parte das NTN-Fs por LTNs.

No mês de fevereiro houve pagamento de cupom das NTN-Bs cujos vencimentos ocorrem nos anos pares, aproximadamente R\$88 por papel. Os recursos foram reinvestidos no fundo de forma proporcional.

A estratégia adotada tanto nos fundos de inflação curta como de inflação longa foi de ficar mais longo que o benchmark via juro nominal e uma posição de venda implícita que carregamos desde o ano passado.

Taxa de juros do final do mês					
	dez/16	jan/17	fev/17	mar/17	Variação YTD
NTN-B 2019	5,87%	5,74%	5,33%	4,87%	-100 bps
NTN-B 2022	5,96%	5,89%	5,49%	5,28%	-68 bps
NTN-B 2050	5,73%	5,58%	5,17%	5,19%	-54 bps
IPCA					
	jan/17	fev/17	MAR-17 (E)	Variação YTD (E)	
IPCA	0,38%	0,33%	0,26%	0,97%	

Os fundos de inflação curta no final do mês de março estavam com uma duration de 2,26 anos e yield médio de 5,62%. Já os fundos de inflação longa, fecharam com uma duration de 10,78 anos e yield médio de 5,24 %

Crédito Inflação

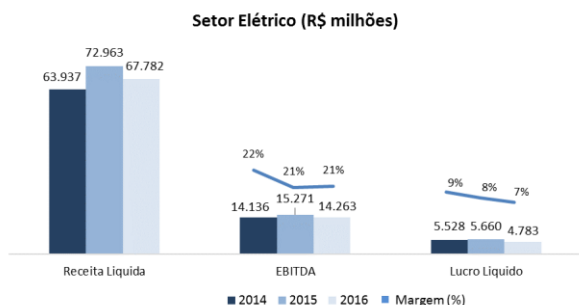
IV IMA-B 5 Crédito Privado FIRF
(Benchmark: IMA-B 5)

O Icatu Vanguarda IMAB-5 Crédito Privado encerrou o mês de março com 72,40% do PL investidos em crédito privado, 12,2% em NTN-Bs e 15,4% em caixa. A carteira possui 52,2% do PL em debêntures, 14,8% em bancos e 5,4% em CRIs. Os investimentos estão distribuídos por 35 ativos de 23 emissores diferentes. A posição individualmente por emissor varia entre 0,2% e 5% do PL do fundo, com exceção de Itaú que responde por 6% do PL.

Considerando apenas os 72,4% do PL investidos em crédito privado, o yield médio do portfólio é de IPCA + 6,67% com uma duration de 2,33 anos, incluindo o caixa e as NTN-Bs o yield do fundo encerrou o trimestre em IPCA + 6,37% e a duration em 2,17 anos.

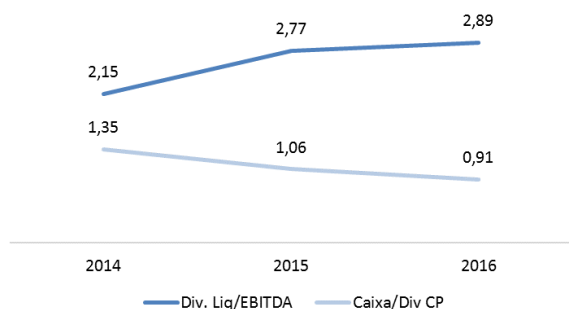
O fundo encerrou o primeiro trimestre do ano com um retorno líquido de 4,80%. Contribuíram para esse resultado a queda nos juros das NTN-Bs e o fechamento dos spreads de crédito. Um destaque foi a Letra Financeira Subordinada Nova (LFSN) emitida pelo Bradesco com vencimento em 2025, que iniciou o ano marcada com 127bpts de spread de crédito acima da NTN-B equivalente e foi vendida em março com 74bpts de spread de crédito acima da B. A Sabesp (SBESC7) também foi outro ativo que contribuiu positivamente para a rentabilidade do fundo, o ativo iniciou o ano precificando um spread de crédito de 153bpts acima da NTN-B equivalente e encerrou o trimestre com um fechamento do spread de crédito para 124bpts.

Abaixo alguns highlights de resultados das empresas do setor elétrico, que concentram a maior alocação da nossa carteira. Os gráficos apresentam uma consolidação dos números apresentados pelas empresas que compõe a carteira.



Para o grupo de empresas consideradas no gráfico os resultados de 2016 foram marginalmente piores que os de 2015, parte relevante dessa piora se deve ao resultado de EDP. O EBITDA da empresa em 2015 foi inflado por um efeito não recorrente de “ganho de alienação / aquisição de investimento”, retirando esse efeito o EBITDA teria sido R\$ 676 milhões menor.

Indicadores: Setor Elétrico



De 2014 para 2016 o indicador Dívida Líquida / EBITDA aumentou de 2,15x para 2,89x, embora a alavancagem esteja em um nível aceitável, vemos as empresas que investimos com bons fundamentos para iniciar uma desalavancagem. Um fator que vai auxiliar esse movimento é a queda das taxas de juros.

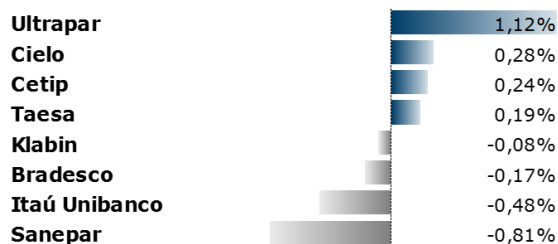
Para 2017 esperamos um aumento do número de emissões corporativas, e uma volta das emissões em IPCA + Juros estimulado pela queda de taxa das NTN-Bs e pelo aumento da demanda por crédito privado pelas fundações.

Dividendos

IV Dividendos FIA

IV FIC Dividendos FIA

Março se encerrou com os principais índices de renda variável em baixa, com o IBX-100 caindo 2,35%. O fundo Icatu Vanguarda Dividendos FIA apresentou boa performance no mesmo período e subiu 0,90%. Olhando para o desempenho no 1º trimestre de 2017, o IBX-100 acumula alta de 8,14% e o nosso fundo apresenta alta de 7,21%. Em termos de atribuição de resultados, seguem abaixo as principais contribuições positivas e negativas para o nosso fundo neste mês:



Ao longo das últimas semanas, as discussões em torno da proposta de reforma da previdência ganharam espaço na mídia. Muitas emendas já estão sendo discutidas e o governo vem precisando negociar bastante para angariar apoio do congresso. A dinâmica da negociação, até este momento, não está sendo favorável ao governo, que vem abrindo mão de diversos pontos importantes da proposta original. Por enquanto, ainda acreditamos na aprovação da reforma da previdência, tão necessária ao país. No entanto, nos parece cada vez mais difícil a aprovação de uma reforma robusta, que reduza de forma acelerada a curva de crescimento dos gastos públicos com a previdência. Vamos continuar acompanhando de perto todo esse processo ao longo do próximo trimestre.

Em março, tivemos eventos relevantes em duas empresas que estamos posicionados: Cetip e Klabin. No caso de Cetip, foi aprovada a fusão com a BMFBovespa e a criação da nova empresa B3 (Bolsa Brasil Balcão). Gilson Finkelsztain, ex-presidente da Cetip, foi confirmado como CEO da B3 e deve assumir já

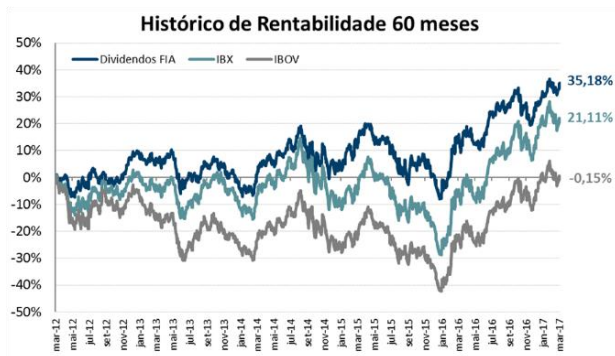
em maio, substituindo Edemir Pinto. Consideramos muito acertada a escolha do novo presidente, dado o excelente trabalho realizado pelo mesmo à frente da Cetip e sua capacidade de fazer com que o processo de integração entre as duas empresas seja um sucesso. Em nossa opinião, a nova empresa combina resiliência com capacidade de crescimento e será uma das grandes beneficiárias da queda de juros em curso no país.

Sobre Klabin, um evento relacionado ao top management merece destaque. Em março, o atual CEO, Fábio Schwartsman, foi apontado como próximo CEO da Vale. Desde 2011, durante sua gestão, a empresa assistiu inúmeros avanços: expressiva melhora operacional, crescimento sequencial de EBITDA, execução do Projeto Puma e melhoria de governança, com listagem no Nível 2 da BM&F Bovespa e criação da unit. Indiscutivelmente, tais avanços reforçaram a nossa confiança no case. Apesar do risco inerente a um processo de transição, acreditamos que a escolha do Cristiano Teixeira como novo CEO sinaliza continuidade. Merece destaque que o mesmo possui 20 anos de experiência no setor e compõe o corpo técnico da empresa desde 2011, tendo sido parte integrante do processo evolutivo citado anteriormente. De qualquer forma, monitoraremos de perto esse momento de transição.

Adicionalmente, incluímos a Hermes Pardini ao portfólio do fundo, empresa que atua no setor de medicina diagnóstica. O setor ainda se encontra muito fragmentado, com sólida perspectiva de crescimento, o que deve ser alavancado pelo envelhecimento natural da população e aumento da renda. A companhia é líder no mercado brasileiro de Lab to Lab (B2B) e uma das líderes no segmento de atuação (PSC), nas regiões em que atua. É considerada benchmark do setor em termos de qualidade do serviço prestado, eficiência logística, margens e retorno sobre capital investido. Apresenta baixo nível de alavancagem, o que deve possibilitar que a

mesma continue avançando no processo de consolidação do setor. Além disso, ressaltamos a boa perspectiva de geração de caixa e dividend yield para 2017 e os próximos anos.

Ao longo do mês zeramos a nossa posição em Cesp, tendo em vista que acreditamos que a ação já precificava boa parte do cenário da possível privatização.



Icatu Vanguarda Dividendos	YTD	12 m	24 m	36 m	60 m	Início **
Retorno Acumulado	7,29%	19,27%	19,72%	32,08%	35,18%	204,83%
Volatilidade Diária a.a.	12,26%	14,95%	17,81%	18,52%	12,01%	16,10%
Tracking Error *	10,43%	9,96%	9,71%	8,86%	9,46%	9,48%
Information Ratio	-0,08	-0,93	-0,31	0,11	0,24	0,41
Retorno - Índices	YTD	12 m	24 m	36 m	60 m	Início **
IBOVESPA	7,90%	28,53%	26,82%	28,90%	-0,15%	64,52%
IBX-100	8,14%	28,52%	26,34%	28,62%	21,11%	109,96%

* Calculado utilizando o IBX-100 como benchmark. ** Início do fundo: 24/10/2006.

Multimercado Macro

IV Macro FIM

O cenário para Brasil sofreu poucas mudanças ao longo do mês. Tanto a inflação corrente quanto a esperada continuam baixas, inclusive com notícias bastante baixistas para o curto-prazo, como o anúncio da devolução de recursos para os consumidores anunciado pela Aneel. Este fato deverá causar uma baixa em torno de 17bps no IPCA de abril, ainda que parte dessa queda seja devolvida em maio. Nossa área econômica continua trabalhando com um IPCA de 3,8% para este ano e um pouco abaixo da meta para 2018.

O BCB corroborou um cenário de corte de 100bps na taxa Selic em documentos e discursos oficiais, o que continua a dar sustentação à perspectiva de taxas de juros mais baixas no país.

A atividade econômica segue mostrando uma recuperação bastante lenta e gradual. O balanço de pagamentos se mostra confortável, enquanto as contas públicas estão sendo ajustadas a fim de cumprir as metas determinadas para este ano.

A Reforma da Previdência passa por um momento delicado, em que as negociações se tornam mais duras e explícitas. Como temos repetido de maneira insistente, a negociação da Reforma deverá ser mais delicada do que a do Teto do Endividamento. Negociações fazem parte do processo democrático e mudanças no texto original proposto pela equipe econômica devem ocorrer. O importante é que a espinha dorsal não seja modificada. Continuamos acreditando que, “aos trancos e barrancos”, uma reforma decente deverá ser aprovada.

Além da Reforma da Previdência, o governo trabalha simultaneamente em uma série de outras medidas, micro e macro, que aos poucos vão ajudar o país estruturalmente

(Terceirização, Reforma Trabalhista, Concessões e etc.).

Neste contexto, ainda trabalhamos com um cenário construtivo para o país.

No cenário externo, os dados de atividade econômica global continuam robustos. Nos EUA, dois eventos merecem menção específica.

O Fed elevou a taxa básica da economia em 25bps, o que não era esperado até poucos dias antes da decisão. A despeito da surpresa, os mercados financeiros globais reagiram de maneira tranquila à decisão. A mensagem por parte da autoridade monetária continua a ser de gradualismo no processo de normalização monetária.

No campo político (ainda nos EUA), a grande novidade deste mês ficou por conta da derrota do Governo Trump no “Health Care Bill”, o que colocou em xeque a capacidade do governo em implementar uma agenda de reformas realmente impactante. Acreditamos que Trump e cia. irão aprender com os erros cometidos neste início de mandato, aumentando assim a chance de conseguirem maior apoio em seu partido, e na oposição, para uma reforma tributária mais ampla e incentivos fiscais maiores.

Assim, embasado no cenário econômico, com números robustos ao redor do mundo, continuamos trabalhando com um cenário de “reflation” e achamos que as últimas semanas representam apenas uma pausa neste processo.

Os dados econômicos na Europa e na China estão seguindo a tendência dos EUA de recuperação. Nas últimas semanas, a China anunciou uma série de medidas visando frear o avanço excessivo em alguns setores. O crescimento de curto-prazo se mostra saudável, mas ainda existem enormes dúvidas em relação à sustentabilidade deste cenário, face aos enormes desafios que a economia chinesa apresenta a longo-prazo.

Alocação/Estratégia:

Neste momento, vemos o mercado de renda variável como o melhor risco/retorno dos ativos locais. Quanto ao mercado de juros reais e nominais acreditamos que uma posição estrutural deve continuar fazendo parte de qualquer alocação a risco no Brasil mas, de agora em diante, preferimos alocações na parte intermediária da curva, visando um movimento no qual o mercado retire prêmio de risco dos anos posteriores a 2017. No mercado de câmbio, continuamos não vendo grandes movimentos no BRL (Real), preferindo adotar postura tática na moeda. A sazonalidade de abril, contudo, poderá ajudar a manter a moeda ancorada e bem comportada, caso o cenário externo permaneça estático.

Fundo Icatu Vanguarda Macro Fundo de Investimento Multimercado:

Diante do cenário descrito acima, promovemos alterações importantes no fundo.

Mantivemos posições aplicadas na curva local de juros, administrando apenas os instrumentos e seus tamanhos.

Mantivemos uma posição tomada nas taxas de juros dos EUA, visando a manutenção de uma tendência de abertura de taxas de juros em meio a um cenário de recuperação econômica e inflação ascendente.

Zeramos a posição comprada em dólar contra uma cesta de moedas. Ainda vemos a economia dos EUA em um estágio muito mais avançado do ciclo econômico e, conseqüentemente, do ajuste monetário, do que a maioria dos países desenvolvidos. Contudo, a manutenção de um processo gradual de ajuste monetário está mantendo o dólar sem tendência definida. Optamos por esperar um trigger mais claro para retornar, eventualmente, a posição.

Quadro de Desempenho



Data de Início	RENTABILIDADE ACUMULADA				RENTABILIDADE ANUAL			RENTABILIDADE MENSAL			INFORMAÇÕES ADICIONAIS				
	Últimos 12 Meses	Últimos 24 Meses	Últimos 36 Meses	Últimos 60 Meses	Acum. 2017	2016	2015	mar/17	fev/17	jan/17	Patrimônio Líquido	Tx Adm. (a.a.)	Tx Perf. (a.a.)**		
Renda Fixa															
ICATU VANGUARDA SIMPLES SOBERANO FI RF	01/03/2016	13,22%	-	-	-	2,94%	11,17%	-	1,02%	0,86%	1,04%	R\$	46.921.825	0,25%	-
% CDI		96,51%	-	-	-	97,18%	96,00%	-	97,22%	99,34%	95,50%				
Icatu Vanguarda Renda Fixa FI Plus	03/11/2003	14,68%	29,18%	43,73%	67,37%	3,42%	15,05%	11,67%	1,14%	1,12%	1,13%	R\$	109.461.587	0,30%	20% s/CDI
% CDI		107,23%	99,15%	99,55%	98,16%	113,08%	107,50%	88,12%	108,54%	129,68%	103,83%				
ICATU Vanguarda FIC RF PLUS	28/12/2011	14,19%	28,05%	41,87%	63,59%	3,31%	14,55%	11,19%	1,10%	1,10%	1,09%	R\$	46.314.865	0,35%	-
% CDI		103,61%	95,32%	95,31%	92,66%	109,38%	103,93%	84,49%	104,78%	125,95%	100,34%				
Icatu Vanguarda Crédito Privado RF LP	17/05/2006	14,55%	30,44%	45,94%	72,18%	3,18%	14,59%	13,48%	1,12%	0,89%	1,13%	R\$	590.025.524	0,50%	-
% CDI		106,23%	103,45%	104,57%	105,17%	104,83%	104,19%	101,85%	106,39%	103,43%	104,31%				
Icatu Vanguarda GOLD FI Renda Fixa	26/06/2009	13,93%	29,51%	44,28%	69,51%	3,09%	14,20%	13,07%	1,08%	0,91%	1,07%	R\$	229.128.084	0,15%	20% s/CDI
% CDI		101,75%	100,27%	100,81%	101,29%	102,17%	101,41%	98,72%	102,54%	105,57%	99,05%				
Icatu Vanguarda Inflação Curta FI Renda Fixa	23/07/2009	13,90%	33,08%	50,16%	76,71%	4,14%	15,54%	15,29%	1,37%	1,54%	1,18%	R\$	221.124.347	0,25%	-
Versus IMA - B 5		0,12%	0,02%	-0,31%	-1,56%	0,05%	0,06%	-0,17%	-0,02%	0,05%	0,02%				
ICATU Vanguarda FIC Inflação Curta Renda Fixa	02/12/2010	13,27%	31,61%	47,68%	71,91%	4,00%	14,90%	14,65%	1,32%	1,50%	1,13%	R\$	66.112.116	0,50%	-
Versus IMA - B 5		-0,51%	-1,45%	-2,80%	-6,36%	-0,09%	-0,58%	-0,81%	-0,07%	0,00%	-0,02%				
Icatu Vanguarda FIRF IMA-B 5 Crédito Privado	25/04/2014	16,67%	38,23%	-	-	4,80%	19,10%	15,41%	1,48%	1,81%	1,43%	R\$	88.311.604	0,40%	20% s/ IMA-B 5
Versus IMA-B 5		2,89%	5,16%	-	-	0,71%	3,62%	-0,04%	0,09%	0,32%	0,27%				
Icatu Vanguarda Pré Fixado FIRF LP	11/04/2014	26,55%	40,51%	-	-	7,94%	33,00%	-1,80%	1,61%	2,91%	3,22%	R\$	92.633.418	0,35%	20% s/ IRFM1+
Versus IRFM 1+		2,85%	-0,62%	-	-	1,13%	3,36%	-5,07%	-0,02%	0,54%	0,56%				
ICATU Vanguarda Inflação Longa FI Renda Fixa	26/06/2009	25,27%	46,56%	70,36%	80,54%	8,38%	31,03%	5,20%	0,87%	5,09%	2,24%	R\$	386.313.727	0,25%	-
Versus IMA - B 5+		0,00%	-0,51%	-1,01%	-1,40%	0,03%	-0,01%	-0,50%	-0,01%	0,03%	0,01%				
ICATU Vanguarda FIC Inflação Longa Renda Fixa	23/05/2007	24,64%	45,02%	67,72%	75,85%	8,24%	30,36%	4,66%	0,82%	5,05%	2,20%	R\$	244.325.637	0,50%	-
Versus IMA - B 5+		-0,63%	-2,05%	-3,66%	-6,08%	-0,11%	-0,68%	-1,05%	-0,05%	-0,01%	-0,04%				
Multimercados															
ICATU VANGUARDA MACRO FIM	21/08/2015	15,13%	-	-	-	2,98%	14,96%	3,21%	2,02%	0,32%	0,62%	R\$	25.848.764	2,00%	20% s/CDI
% CDI		110,45%	-	-	-	98,28%	106,84%	66,45%	191,99%	37,25%	56,92%				
Ações															
Icatu Vanguarda Ações IBX FI	18/05/2004	27,36%	22,58%	25,28%	16,84%	5,94%	35,35%	-12,21%	-3,01%	2,46%	6,61%	R\$	31.623.436	0,55%	20% s/ IBx100
Versus IBX Fechamento		-1,15%	-3,76%	-3,34%	-4,26%	-2,20%	-1,35%	0,20%	-0,66%	-0,84%	-0,60%				
Icatu Vanguarda Dividendos FI em Ações	24/10/2006	19,27%	19,72%	32,08%	35,18%	7,29%	25,02%	-4,92%	0,90%	2,61%	3,63%	R\$	164.249.252	2,00%	-
-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-				
ICATU Vanguarda FIC Dividendos	28/02/2012	17,60%	16,55%	24,78%	22,53%	6,94%	22,95%	-6,64%	0,78%	2,50%	3,52%	R\$	12.046.852	1,00%	20% s/ IBx100
-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-				
Indicadores Financeiros															
CDI		13,69%	29,43%	43,93%	68,63%	3,03%	14,00%	13,24%	1,05%	0,86%	1,08%	-	-	-	-
Poupança		8,20%	17,19%	25,54%	42,18%	1,87%	8,30%	8,07%	0,65%	0,53%	0,67%	-	-	-	-
IGP-M		4,85%	17,04%	20,67%	40,03%	0,73%	7,19%	10,54%	0,01%	0,08%	0,64%	-	-	-	-
IGP-M + 6% a.a.		11,14%	31,51%	43,72%	87,40%	2,21%	13,60%	17,12%	0,54%	0,50%	1,15%	-	-	-	-
IMA - C (Ref : IGP-M)		14,15%	37,94%	53,00%	79,12%	6,94%	18,65%	10,77%	1,06%	3,04%	2,70%	-	-	-	-
IMA-B (Ref : IPCA)		20,95%	41,22%	62,34%	79,08%	6,89%	24,81%	8,88%	1,04%	3,85%	1,87%	-	-	-	-
IMA-B 5 (Ref : IPCA)		13,79%	33,06%	50,47%	78,27%	4,09%	20,21%	38,79%	1,39%	2,90%	4,09%	-	-	-	-
IMA-B 5 + (Ref : IPCA)		25,27%	47,06%	71,37%	81,94%	8,35%	31,04%	5,71%	0,88%	5,06%	2,24%	-	-	-	-
IRFM 1+		23,70%	41,13%	55,52%	81,00%	6,81%	38,46%	42,99%	1,63%	4,04%	6,81%	-	-	-	-
Dólar Comercial		-11,49%	-2,81%	40,01%	73,87%	-2,78%	-16,54%	47,01%	2,23%	-0,89%	-4,05%	-	-	-	-
IBX Fechamento		28,52%	26,34%	28,62%	21,11%	8,14%	36,70%	-12,41%	-2,35%	3,30%	7,21%	-	-	-	-
Ibovespa Fechamento		28,53%	26,82%	28,90%	-0,15%	7,90%	38,94%	-13,31%	-2,52%	3,08%	7,38%	-	-	-	-

Este documento foi elaborado pela Icatu Vanguarda com fins meramente informativos. Apesar do cuidado utilizado tanto na obtenção quanto no manuseio das informações apresentadas, a Icatu Vanguarda não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem tampouco por decisões de investimentos tomadas com base nas informações contidas neste documento, as quais podem inclusive ser modificadas sem comunicação. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance dos fundos é recomendável uma análise de período mínimo de 12(doze) meses. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo ao aplicar seus recursos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos.





O Boletim Financeiro é desenvolvido pela Icatu Vanguarda Administração de Recursos Ltda. para fins de circulação privada e com propósito meramente informativo. As análises contidas neste documento foram realizadas em caráter de estrita boa-fé a partir de informações e dados obtidos de fontes consideradas confiáveis e, dessa forma, as opiniões ora demonstradas podem ser modificadas a qualquer tempo, sem prévia comunicação. A Icatu Vanguarda Administração de Recursos Ltda. não assume qualquer responsabilidade por quaisquer decisões de investimento, baseadas neste documento, não constituindo o mesmo em sugestão e/ou expectativa de investimento ou performance. Este documento está atualizado até a presente data, não se comprometendo a Icatu Vanguarda Administração de Recursos Ltda. em efetuar atualizações de novas informações ou eventos futuros.

