

Cenário de Investimentos

Internacional

O ano de 2018 tem se mostrado bem desafiador para os mercados, mas apesar disso, quando olhamos os dados macroeconômicos mais gerais, o quadro ainda parece positivo. O crescimento na maior parte das economias avançadas continua robusto e acima do potencial, apesar de alguma acomodação natural na Europa e Ásia. Os Estados Unidos, em particular, estão sendo beneficiados pelo corte de impostos do governo Trump anunciado no fim de 2017, que deve fazer com que sua economia cresça na média do 1º semestre acima de 3% a.a.. Os índices de inflação no mundo inflexionaram e estão ascendentes, mas partindo de níveis ainda bem tranquilos e, no geral, ainda abaixo das metas dos BCs. Comparando com padrões históricos, o momento atual do ciclo econômico, com capacidade ociosa sendo zerada e ainda sem grandes pressões inflacionárias, deveria ser condizente com um bom desempenho dos ativos de risco. Por que então alguns ativos estão tendo um comportamento pior?

Olhando com cautela comparações do atual ciclo com outros ciclos ou crises passadas, o primeiro ponto que vale destacar é que nunca tivemos um ativismo de política monetária tão intenso e tão longo por parte de diversos Bancos Centrais. Pequenas mudanças de rota depois desse longo período na mesma direção podem ter impactos imprevisíveis. Soma-se a isso o fato de estarmos em um estágio bastante avançado de um dos mais longos ciclos de expansão econômica. A capacidade ociosa agregada do mundo foi praticamente zerada, o que tem permitido aos BCs o início da remoção do excesso de estímulos monetários da última década. Com o FED na liderança desse processo, hoje temos, mesmo que de forma bem gradual e transparente, a combinação de alta (efetiva ou anunciada) de juros com “*Quantitative Tightening*”, de forma que as condições financeiras, na margem, estão ligeiramente mais apertadas. Não nos parece coincidência que algumas “crises” tenham ocorrido desde que esse processo se iniciou, com destaque para a explosão de volatilidade no início de fevereiro, a crise Argentina, a crise Turca, e a piora da “classe” de Emergentes ao longo do ano.

Outro ponto que na nossa visão explica o mau desempenho dos ativos de risco é a volta de um padrão de crescimento global menos sincronizado. Em 2018, o crescimento dos EUA tem sido bem mais intenso do que do restante do mundo, o que tem levado a uma valorização do dólar globalmente. A combinação de dólar mais forte com a alta no preço do petróleo representa um aperto nas condições de liquidez global importante. Raramente ativos de risco vão bem quando há essa coincidência.

Outro ponto que o mercado pode estar começando a descontar de alguma forma é a eventual dificuldade no exercício da “*FED put*”, em caso de algum aperto maior das condições financeiras. A política fiscal de Trump bastante expansionista para o atual estágio da economia americana, que já se encontra sem nenhuma capacidade ociosa remanescente e com inflação retornando para a meta de 2% a.a., pode restringir a capacidade do FED de reagir de forma estimulativa, caso necessário. No mínimo, parece que a barra está bem mais alta. Nessa linha, chama atenção a primeira alta de juros pelo FED sob a gestão Powell, que não trouxe o tom “*dovish*” no seu comunicado, como era de costume da gestão Yellen. Vale lembrar também que as projeções do FED ainda apontam para cerca de 100 bps de altas de juros no próximo ano, a despeito do mercado seguir sem precificar isso.

Outro fator que tem levado a temores nos mercados globais é a disputa comercial entre Estados Unidos e outros países, em especial a China. O aumento de tarifas comerciais é algo que certamente reduziria o crescimento global. O que foi implementado até agora é pequeno. Estamos falando de algumas dezenas de bilhões de dólares, mas a última ameaça do presidente Trump foi de taxar mais de 400 bilhões de dólares em exportações Chinesas, um montante grande sob qualquer perspectiva e que poderia ser elevado ainda mais caso a China retalie. Entendemos que os Estados Unidos têm razão em parte de suas reclamações e nosso cenário base ainda é de que as coisas eventualmente irão se acalmar com a China reduzindo suas tarifas de importações. O caminho, porém, pode ser bastante tortuoso e a temperatura pode se elevar bastante antes das negociações se assentarem. Tentar estimar o impacto de uma escalada do *trade war* é bastante difícil, já que os impactos financeiros podem se retroalimentar e levar a grandes choques nos mercados. Afinal, estamos falando de disputas entre as maiores economias do mundo. Nas últimas semanas temos visto a moeda chinesa se desvalorizar contra o dólar e dúvidas foram levantadas se isso já seria uma retaliação frente às ameaças de Donald Trump. Entendemos que não seja o caso, já que os efeitos da desvalorização induzida pelo governo em 2015 não foram positivos e a lembrança disso está fresca na cabeça dos *policymakers* chineses. De qualquer forma, a desvalorização recente do CNH junto com a queda abrupta da bolsa chinesa tem pesado ainda mais sobre os ativos dos países emergentes.

Com o cenário global mais nebuloso temos optado por tornar o portfólio mais defensivo. Isso tem sido feito principalmente na carteira de moedas via compra de JPY e CHF, além da venda de AUD, CNH e GBP. A despeito disso, continuamos com nossas posições tomadas em juros globais, em especial no Reino Unido. O nível de *valuation* continua, em nossa visão, muito extremo com juros reais longos extremamente negativos e não condizentes com o estágio atual do ciclo econômico.

Seguimos com a visão que o dólar tende a se depreciar globalmente no médio/longo prazo, apesar da potencial pressão de mais apreciação no curto prazo. A necessidade de financiamento da economia americana vai crescer via aumento do déficit fiscal e

de conta corrente. Dado que o mundo já carrega bastante ativos americanos, esse financiamento adicional na margem deverá se dar com um nível de dólar mais fraco.

Brasil

O cenário doméstico apresentou grande deterioração recentemente e parte dessa piora se deve ao *beta* do Brasil em relação à classe dos Emergentes, que tem sofrido uma correção significativa nos últimos meses. Contudo, as idiosincrasias locais também tiveram um peso importante na deterioração dos ativos domésticos. O atual governo encontra-se em estado terminal e a greve dos caminhoneiros parece ter sido o golpe final. Muito pressionado, o governo teve de recorrer a soluções populistas e insustentáveis que culminaram com a demissão de Pedro Parente da presidência da Petrobras, a forte queda de suas ações na bolsa e a abertura dos *yields* dos seus *bonds*. O efeito prático tem sido a quase incapacidade de se avançar com as votações da agenda econômica e consequentes revisões negativas para o crescimento do PIB. Vale lembrar que os 60 dias de congelamento do preço do diesel acabam no final de julho e novas pressões devem surgir.

No lado eleitoral as pesquisas continuam sem mostrar grandes mudanças. Nossa impressão é que a maioria dos ativos locais, nos preços atuais, parecem justos ou até eventualmente “baratos” para um cenário de 2º turno entre “semi-reformistas”, como por exemplo, Bolsonaro com Paulo Guedes versus Marina. Na margem, o que vai mexer com os mercados são as mudanças nas probabilidades da esquerda não reformista ou da centro-direita reformista estarem no 2º turno. No entanto, grandes dúvidas ainda existem sobre a real capacidade de transferência de votos de Lula (que no nosso cenário base não terá condições de se candidatar) para o candidato do PT, provavelmente Haddad. Caso essa transferência seja ao redor de 50%, o candidato do PT seria altamente competitivo para chegar ao segundo turno. Temos que acompanhar também se o Centro continuará desunido e com muitos candidatos, como tem acontecido. Marina tem apresentado boa performance nas pesquisas, mas a falta de uma estrutura partidária sólida e a ausência de alianças são desafios para sua campanha. Dito isso, ela é vista como uma figura de fora do *establishment* político dominante nos últimos governos e poderia roubar votos tanto do PT quanto do PSDB, lembrando que o contingente de órfãos do PT e do PSDB hoje é expressivo. O mercado parece mais tranquilo em relação à candidatura de Jair Bolsonaro, por conta da assessoria econômica de Paulo Guedes. É duvidoso, porém, até que ponto essa aliança perduraria. O passado não liberal de Bolsonaro para assuntos econômicos ainda nos deixa cautelosos.

Na parte de Renda Fixa nossa maior convicção continua sendo o combo comprado em inflação implícita versus posições aplicadas nos FRA's intermediários da curva (entre 11% e 13% de Selic). Seguimos com a visão de que o mercado de juros local tem um excesso de altas (prêmio) contra a curva de inflação implícita, que continua muito bem-comportada. O juro real implícito na parte intermediária da curva parece excessivo pelos fundamentos econômicos e pelo momento cíclico da economia brasileira. Insistimos que em um cenário eleitoral muito ruim a “saída” do nosso problema fiscal se daria via inflação e seguimos entendendo que a compra de inflação implícita é um excelente *hedge* para eventuais posições *long* em Brasil. Aproveitamos a recente piora do mercado para adicionar posições aplicadas. Hoje a posição aplicada em juros é cerca de 70% da posição comprada em implícita. Acreditamos que essa piora no mercado de juros no mês de junho foi fruto de *stops* da indústria de fundos locais. Além da frustração de boa parte do mercado com a manutenção dos juros na reunião do Copom de maio, entendemos que parte desses *stops* foram reforçados/induzidos pela intervenção exagerada do BC no câmbio, na ocasião em que anunciou que venderia US\$ 24 bilhões em uma semana. O descolamento de preço que essa intervenção gerou fez com que o mercado absorvesse facilmente o lote vendido pelo BC, dada a percepção de que o preço estaria “artificialmente” fora do equilíbrio. Isso levou o mercado a atribuir alguma probabilidade à alternativa de choque de juros (como recentemente fizeram Argentina e Turquia), em função da incapacidade de se manter o mesmo ritmo de intervenção cambial por muito mais tempo. Como comentado em cartas anteriores, fomos críticos à postura muito *dovish* do BC no final desse ciclo de afrouxamento monetário e acreditamos que 6,50% de Selic parece baixo demais, dado os riscos atuais. Dito isso, atribuímos baixíssima probabilidade de um choque de juros com a atual equipe econômica. Não temos crise no Balanço de Pagamentos (muito pelo contrário) e, no arcabouço de metas de inflação, a política monetária deve ser guiada e ajustada aos impactos secundários sobre a inflação de eventuais choques. Acreditamos que provavelmente o BC irá elevar os juros em algum momento no futuro, mas sob o argumento de que o balanço de riscos para a inflação piorou e provavelmente bem menos do que o atualmente apreçado pelo mercado.

No câmbio estamos comprados em Dólar versus o Real via estrutura de opções. Entendemos que o BC exagerou na intervenção recente de swap, tanto no tocante de volume (US\$ 24 bilhões em 1 semana) quanto em termos de nível, já que houve aumento generalizado dos riscos locais e globais nos últimos meses. Dessa forma, temos utilizado o *short* em Real como *hedge* para as demais posições. É importante lembrarmos que as contas externas continuam em ótimo estado e os riscos fiscais é que se fazem presentes. Com o dólar acima de R\$ 4,00, entendemos que a conta corrente deva ficar próximo a zero. Em um cenário da esquerda saindo vitoriosa nas eleições de outubro, certamente teríamos um *overshooting* com mais saídas na conta financeira. No entanto,

mesmo supondo uma deterioração da conta portfólio e emissões líquidas que totalizem saída da ordem de 3% do PIB (lembrando que já houve grande saída/desalavancagem nos últimos anos), é razoável supor que a combinação de um superávit em conta corrente ainda maior em função do provável recuo do PIB, com uma relativa resiliência do FDI (situando-se, por exemplo, na casa dos 2,5%), serviria de importante suavização para movimentos mais extremos. Vale ressaltar que o Brasil apresenta números externos muito melhores do que países como Turquia e Argentina, ambos com déficits em conta corrente próximos a 5% do PIB, além de uma inflação muito mais controlada. Colocar o país no mesmo joio nos parece um exagero. É claro que nossa situação depende muito das eleições e nossos desafios fiscais são enormes, mas não achamos que o Brasil esteja em situação tão ruim como Turquia e Argentina que possuem, em nossa visão, fundamentos muito aquém dos brasileiros. A comparação com ambos é válida na medida em que o Real é a terceira pior moeda do ano atrás, respectivamente, da Lira turca e do Peso argentino.

Nos *books* de ações brasileiras, como mencionado na última carta, mantivemos uma postura relativamente conservadora, com um portfólio composto por empresas boas pagadoras de dividendos e/ou modelos de negócios menos elásticos ao ciclo econômico e com proteção via posições vendidas em algumas ações de bancos e no índice. Apesar dessa cautela, tivemos perdas principalmente na posição comprada em ações de Estácio Participações. Reduzimos a exposição bruta e líquida do fundo em ações, para 18% e 5% respectivamente, incluindo a posição de Estácio, porém mantemos a postura seletiva comprada liquidamente por acreditar que algumas empresas se encontram com *valuation* bastante atrativo e bom potencial de retorno. No livro *long & short* mantemos o par de PETR4 versus PETR3 por entendermos que não há nenhuma razão para as ações ordinárias da empresa valerem mais do que as preferenciais, em uma empresa que não terá o seu controle alterado, não há diferença de liquidez entre as duas classes e a preferencial, como o nome bem diz, tem a prioridade no recebimento de dividendos.

No *book* de *Corporate Bonds*, o aumento dos receios com mercados emergentes e as idiosincrasias brasileiras mencionadas anteriormente fizeram com que os *spreads* soberanos abrissem no período. A curva de *eurobonds* brasileiros sentiu ainda mais, dado o *beta* maior, com destaque para os *bonds* de Petrobras com a saída de seu presidente Pedro Parente. Aproveitamos essa realização para aumentar posições em *bonds* de Banco do Brasil e Banco Itaú atingindo uma alocação de 10% na classe de ativos.

As principais posições são:

- (i) **BRL:** temos optado por operar taticamente comprados em USD/BRL via estratégia de opções;
- (ii) **Outras Moedas:** aumentamos posições compradas em moedas com perfil defensivo, JPY e CHF, que devem se beneficiar em momentos de *risk off*; mantemos a posição comprada em SEK em função dos fundamentos econômicos, mas em tamanho menor e vendidos em AUD, GBP, EUR e CNH;
- (iii) **Pré Direcional:** posições aplicadas em FRAs intermediários em 1,5 PLs equivalente ano;
- (iv) **Pré Inclinação:** reduzimos as posições de inclinação ao longo do trimestre para 0,5 PLs equivalente ano;
- (v) **Juro Real:** mantemos posições aplicadas em 0,8 PLs;
- (vi) **Inflação:** aumentamos a posição comprada em inflação implícita para 3PLs equivalente ano;
- (vii) **Corporate Brasil:** aumentamos as posições em *bonds* de Petrobras, Banco do Brasil e Itaú para 10% do PL;
- (viii) **Juros Global:** Estamos tomados em 4 PLs de juro real em Reino Unido;
- (ix) **Long Short Brasil:** A exposição bruta está em 18% do PL e exposição líquida em 5% comprada.

VINTAGE MACRO MASTER FIM
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE
Desempenho 2º Tri 2018

	FUNDO
Estratégias Direcionais	40
Estratégias de Valor Relativo	-156
Hedge	13
Custos	-15
Caixa	-15
Total	-133

Alocação Média 2ºTri 2018

Estratégias Direcionais	85,2%
Estratégias de Valor Relativo	14,0%
Hedge	0,3%
Custos	0,0%
Caixa	0,5%
Fundo	100,0%

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	3
Ações Global	-19
BRL	50
Cupom Cambial	38
Outras Moedas	-24
Inflação Brasil	35
Inflação Global	1
Pré Direcional	51
Juro Real	-110
Corporate Brasil	-51
Corporate Global	1
Juro Global	63
Volatilidade	-0
Total	40

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	11,9%
Ações Global	-0,1%
BRL	6,6%
Cupom Cambial	6,4%
Outras Moedas	21,8%
Inflação Brasil	12,1%
Inflação Global	0,2%
Pré Direcional	12,1%
Juro Real	8,6%
Corporate Brasil	2,6%
Corporate Global	0,0%
Juro Global	3,1%
Volatilidade	0,0%
Total	85,2%

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	-13
RV Cupom Cambial	0
RV Juro Global	0
Intermercado	1
Long Short Brasil	-144
Long Short Global	0
Total	-156

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	7,9%
RV Cupom Cambial	0,0%
RV Juro Global	0,0%
Intermercado	0,0%
Long Short Brasil	5,9%
Long Short Global	0,3%
Total	14,0%

Desempenho

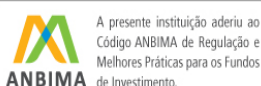
Alfa	-133
CDI	156
Gestão	23
% do CDI	14,6%

Stress por região

Brasil	74,5%
Global	25,5%
Stress Total	-11,7%

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.