

Cenário de Investimentos

Internacional

A economia americana segue como o grande destaque em 2018 beneficiada principalmente pelo pacote fiscal de redução de impostos na virada do ano. Contudo, o FED já elevou as taxas de juros três vezes em 2018, e a quarta alta deve ocorrer em dezembro. Com o passar do tempo estamos nos aproximando cada vez mais da chamada taxa de juros neutra.

O aumento das tensões provenientes da imposição de tarifas comerciais pelo governo Trump, criando um *trade war*, associado ao estágio avançado do ciclo de recuperação econômica americana, *valuation* relativamente elevado de muitos ativos de risco, altos índices de alavancagem e muitos agentes adictos à taxa de juros extremamente baixas, aumenta as chances de um “acidente financeiro”. A divergência de performance entre os ativos de países emergentes e dos EUA esse ano é sintomática, na nossa visão, do estágio avançado desse quadro. Uma forte correção dos ativos financeiros poderá ser suficiente para apertar as condições financeiras americanas e levar o FED a rever seu plano base de altas de juros. Em função disso, optamos por reduzir nossas posições tomadas em taxas de juros curtas nos Estados Unidos, dado que a curva já precifica um juro terminal nesse ciclo próximo a 3%, e iniciamos uma posição apostando no *steepening* da curva.

No book de moedas seguimos com posições neutras em relação ao dólar. Estamos comprados em JPY, SEK e CHF e vendidos em EUR, AUD e CNH. A recente estabilização do DXY próximo a 95, mesmo com a continuidade da elevação de juros pelo FED, reforça nossa tese de que o dólar irá se enfraquecer no médio/longo prazo. A necessidade de financiamento da economia americana vai crescer em função do aumento dos déficits fiscal e da conta corrente. Como o mundo já carrega muitos ativos americanos, esse financiamento adicional na margem deverá se dar com um nível de dólar mais fraco.

Vale comentar dois pontos que apesar de terem pouco ou nenhum impacto de curto prazo, podem influenciar bastante o cenário para o USD a médio e longo prazo. O primeiro diz respeito às críticas crescentes do presidente Trump em relação ao FED e à continuidade de altas de juros. Pode ser o início de uma perda, mesmo que parcial, da independência do Banco Central, o que significaria um USD estruturalmente mais fraco. O segundo ponto está relacionado às evidências que a China vem estrategicamente implementando medidas para ficar menos dependente dos Estados Unidos no longo prazo, desenvolvendo conexões cada vez maiores com o resto do mundo, e em especial com os seus vizinhos da Ásia. O país tem procurado desenvolver o comércio cada vez mais em renminbi entre os países, e incentivado o uso de contratos futuros de diversos ativos denominados na moeda. Também não nos parece coincidência a relativa estabilidade do renminbi versus as principais moedas asiáticas, e ao ouro, a despeito da maior volatilidade do USD/CNY nos últimos meses. Um país que busca ter um papel central numa configuração global mais multipolar precisa de uma moeda relativamente estável, de preferência com uma leve tendência de apreciação, e mais representativa para os seus principais parceiros comerciais. Um mundo menos dependente do dólar no futuro também pode significar um dólar estruturalmente mais fraco.

Seguimos com a posição tomada em juros reais longos do Reino Unido por entender que o *valuation* continua atrativo e os dados macroeconômicos continuam positivos. Estamos cada vez mais perto da definição de como se dará a saída do Reino Unido da União Européia com vários *deadlines* se aproximando. Riscos continuam a existir e a possibilidade de um *No Deal* é real, mas entendemos ser de baixa probabilidade. É pertinente ponderar que o referendo de junho de 2016 pelo *brexit* foi apertado e, em nossa visão, uma nova votação provavelmente traria um resultado distinto. Muitos dizem que a realização de um novo referendo não deve ocorrer, já que seria uma releitura de algo que a população já decidiu. Sob a nossa ótica, colocar todas as opções na mesa, ou seja, chamar a população a decidir entre *No Deal*, *Remain* ou acordo específico, pode ser sim uma nova opção de referendo. Fundamentalmente, entendemos que o *Labour Party* sempre almejou um *soft brexit*, mas que o fato de não terem o controle do Parlamento os deixam cautelosos em votar algo nessa linha. De fato, o maior problema da primeira ministra Theresa May parece vir de dentro de seu partido Conservador que possui a maioria dos *hard brexiter*s. Em última instância, seguimos entendendo que a razoabilidade irá prevalecer e, mesmo que estejamos errados, a assimetria de retorno esperado ainda é grande e a posição técnica do mercado favorece a posição.

Brasil

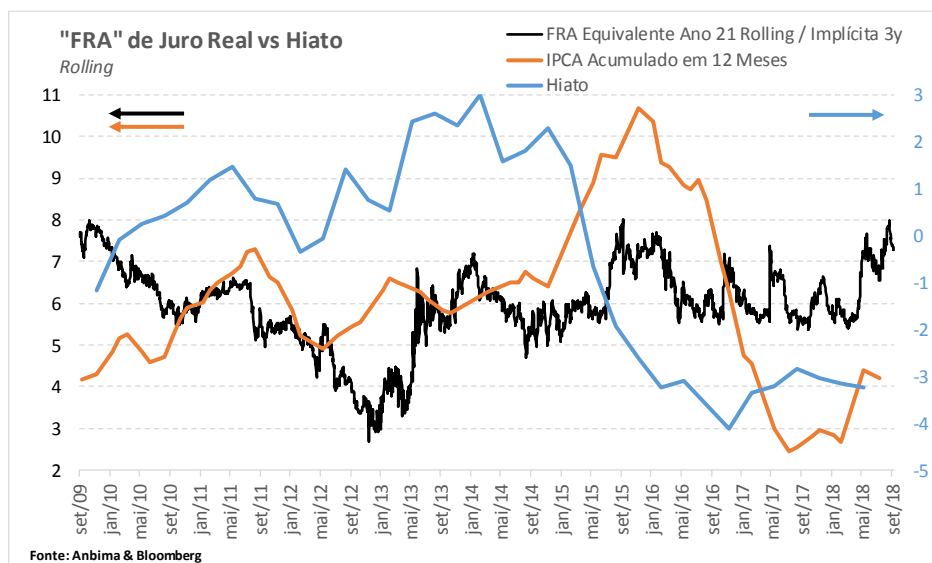
Escrevemos esta carta a poucos dias do 1º turno das eleições para presidente no país. O 2º turno parece convergir para os candidatos Jair Bolsonaro e Fernando Haddad, exceto por algum “acidente” grave. Serão semanas de campanha dura e as pesquisas de 2º turno apontam no momento, quase de forma unânime, um empate técnico entre os candidatos. Apesar disso, entendemos que o sentimento anti-PT, a favor da Lava Jato, e *anti-establishment* seja maior do que a parcela de eleitores petistas e/ou que

rejeitam Bolsonaro, potencialmente dando a ele uma pequena vantagem na disputa. Entendemos que a pequena vantagem numérica para Haddad em algumas pesquisas do 2º turno, nesse momento, se deva à maior velocidade de transferência de votos lulistas vis a vis as transferências de votos do centro-direita, que tenderiam a acontecer mais para o final da campanha. Independente do vencedor, a governabilidade será um desafio, principalmente considerando a urgência em se avançar com a agenda de reformas econômica e política que coloquem a sustentabilidade fiscal minimamente nos trilhos.

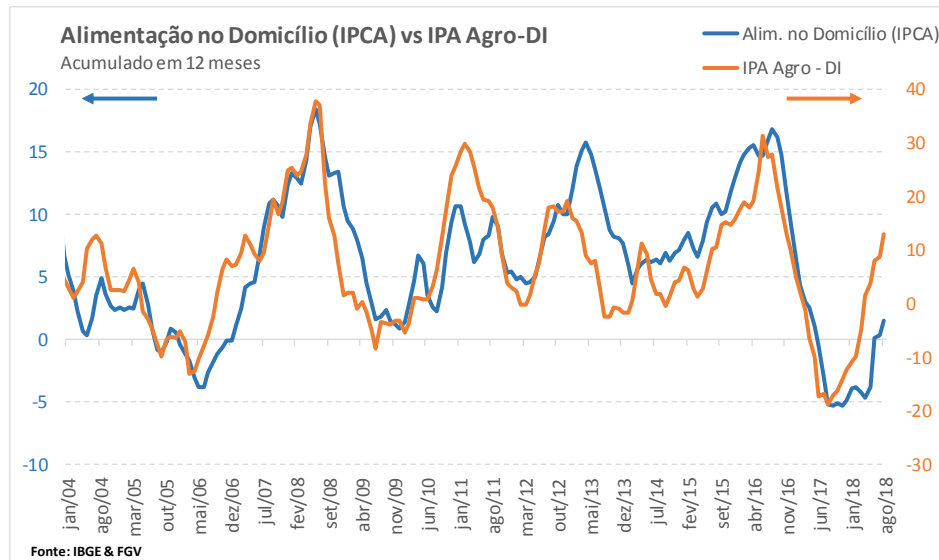
No mês de setembro assistimos a uma melhora nos ativos brasileiros, e a explicação passa, em ordem decrescente de importância, pelos seguintes fatores na nossa opinião: melhora nos ativos de países Emergentes, depois de meses de grande *underperformance*; uma posição técnica muito mais favorável no mercado local, já que muitos *hedges* já parecem ter sido realizados mesmo antes do 1º turno; e, finalmente, um discurso mais moderado e ao centro do candidato Haddad antes do início do 2º turno.

Não vemos grandes assimetrias para posições direcionais em USD/BRL e na Bolsa dada a grande incerteza eleitoral. O que podemos afirmar é que o mercado como um todo parece carregar pouco risco Brasil nesse momento, e que o discurso mais moderado de Haddad até aqui reduz o risco de cauda mais negativo. A despeito de termos poucas dúvidas que no curto prazo uma vitória de Jair Bolsonaro levará a uma apreciação dos ativos brasileiros, temos muitos questionamentos em relação à sustentabilidade dessa melhora. A “conversão” recente do candidato ao liberalismo econômico num quadro de governabilidade difícil nos preocupa.

Nossa principal posição em Brasil continua sendo um combo no mercado de renda fixa local: aplicados em *forwards* (FRA's) intermediários da curva de juros nominal e comprados em inflação implícita de 3 a 4 anos à frente. Além disso, possuímos posições aplicadas em juros reais de médio prazo. As posições aplicadas, tanto em juro nominal quanto em juro real, são hoje cerca de 70% da posição comprada em inflação implícita. Vale destacar algumas observações: apesar dos níveis de *forwards* não estarem tão altos em termos nominais, como no auge da desconfiança com o governo Dilma, a taxa SELIC hoje é muito menor do que naquele período. Além disso, o juro real “sintético” encontra-se nos níveis mais altos historicamente, como pode ser visto no gráfico abaixo. Em momentos anteriores que tínhamos esse nível de juro real, o hiato do produto era menos negativo ou a inflação do IPCA de 12 meses era bem mais alta.



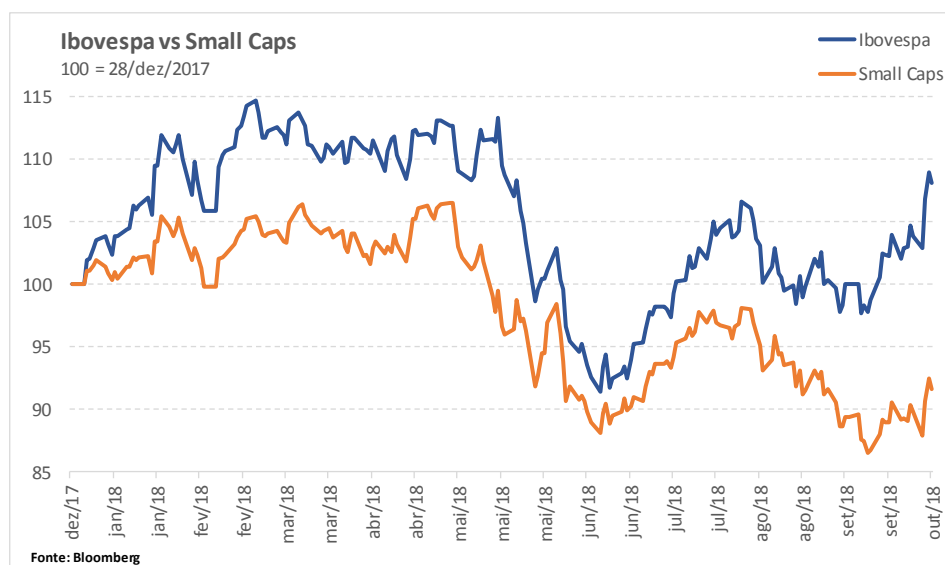
Como já comentamos na carta do trimestre passado, não acreditamos que ciclicamente o país precise praticar um juro real dessa magnitude, independente do resultado eleitoral. O que provavelmente depende do resultado eleitoral é a forma em que se dará um juro real mais baixo: ou via taxas de juros nominais mais baixas, ou via inflação mais alta. Também cabe destacar que acreditamos que o IPCA possa surpreender o mercado nos próximos meses, com a depreciação cambial que já ocorreu e com os altos índices de preços no atacado. O hiato continua extremamente negativo e atuará como um amortecedor para essa depreciação cambial, mas acreditamos que nos próximos meses o carregamento das posições possa ser positivo.



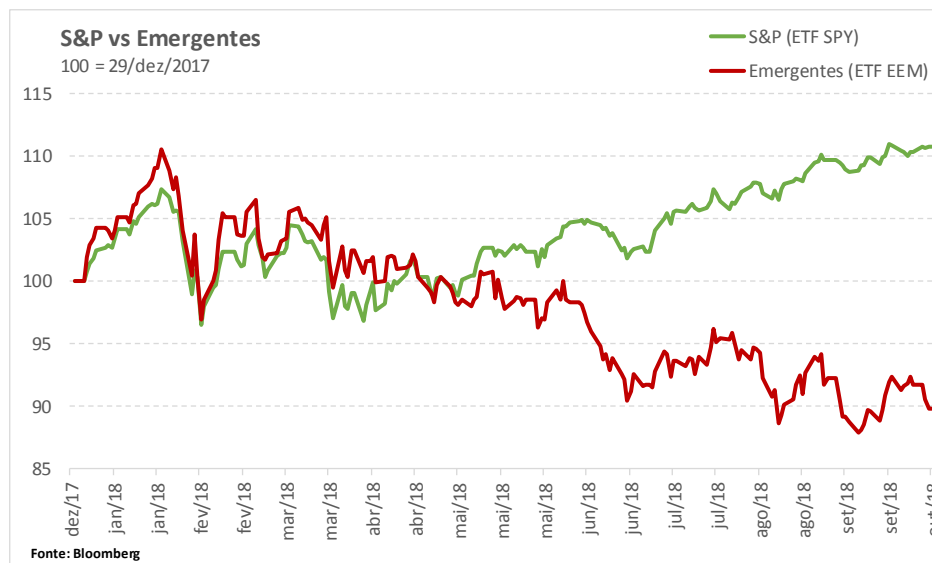
No *book* de ações brasileiras o fundo manteve posições defensivas com maior exposição ao setor de *utilities*, com destaque para as posições de Taesa e Eneva. Apesar da instabilidade política e das incertezas econômicas à frente, as duas empresas têm conseguido realizar investimentos em novos projetos com excelentes taxas implícitas de retorno, explorando potenciais sinergias com os ativos já existentes.

A exposição bruta em ações ao longo do trimestre se manteve em torno de 20% do patrimônio sendo aproximadamente 10% em pares de PETR4 vs PETR3 e Bradespar vs Vale. Como *hedge* para posições compradas o fundo manteve posições vendidas no Ibovespa e taticamente em grandes bancos privados. Entendemos que a precificação atual, operando entre 2,0 e 2,5x *Book Value*, já embute eficiência na gestão e altas margens. Por outro lado, parece não precificar o potencial aumento de competição, não só resultado de uma ampla discussão em relação aos juros altos ao consumidor, mas como a evolução acelerada de *fintechs* nas áreas de transações, meios de pagamento, investimento e crédito.

De forma mais ampla, vale observar que o mercado de ações brasileiro teve nesse ano um comportamento bem distinto entre as *Small* e *Big Caps*, principalmente as empresas muito influenciadas por preços de *commodities* e câmbio. A diferença de performance entre o índice Ibovespa e o índice da BM&FBovespa que mede a performance das companhias de menor valor de mercado chegou próximo a 15% no final de setembro. Entendemos que essa divergência deverá ser reduzida nos próximos trimestres.



No cenário externo, temos monitorado a performance relativa do índice de ações emergentes vs o S&P500 cujo diferencial chegou a quase 20% no ano. Iniciamos posições pequenas que se beneficiam de uma eventual reversão dessa tendência.



No *book* de *corporate bonds* aumentamos na margem as posições em *bonds* de Banco Itaú e diminuímos em Banco do Brasil, fazendo com que o livro fique com aproximadamente 1/3 do risco distribuído entre Petrobras, Banco do Brasil e Banco Itaú. Além da proteção contra abertura de taxas americanas já existente no fundo aumentamos ao longo do trimestre *hedges* para risco sistêmico local, em função da eleição, comprando CDS de 5 e 10 anos e montando estruturas altistas de opções em USD/BRL.

As principais posições são:

- (i) **BRL:** Foram mantidas posições táticas ao longo do trimestre sem apostas direcionais relevantes;
- (ii) **Outras Moedas:** As posições mais relevantes no *book* continuam sendo a compra de JPY e a venda do EUR/SEK;
- (iii) **Pré Direcional:** Posições aplicadas em 1,7 PLs equivalente ano em FRAs nos vértices intermediários da curva;
- (iv) **Juro Real:** Posição aplicada em juro real passou a ser de 2,2PLs equivalente ano;
- (v) **Inflação:** A posição comprada em inflação implícita foi aumentada para 5 PLs equivalente ano;
- (vi) **Corporate Brasil:** As posições de *bonds* de Petrobras, Banco do Brasil e Banco Itaú foram um pouco aumentadas na margem para 12% do PL;
- (vii) **Juros Global:** A principal posição do fundo continua sendo a tomada em juro real no Reino Unido;
- (viii) **Long Short Brasil:** A exposição bruta está em 22% e exposição líquida em torno de 5% comprada;
- (ix) **Ações Brasil:** Posições mais relevantes nos setores de utilities com destaque para Taesa e Eneva;

VINTAGE MACRO MASTER FIM
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE
Desempenho 3º Tri 2018

	FUNDO
Estratégias Direcionais	121
Estratégias de Valor Relativo	-35
Hedge	-10
Custos	-9
Caixa	-20
Total	47

Alocação Média 3ºTri 2018

Estratégias Direcionais	89,9%
Estratégias de Valor Relativo	9,0%
Hedge	0,9%
Custos	0,0%
Caixa	0,2%
Fundo	100,0%

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	-11
Ações Global	-7
BRL	54
Cupom Cambial	-9
Outras Moedas	-30
Inflação Brasil	46
Inflação Global	0
Pré Direcional	-6
Juro Real	6
Corporate Brasil	28
Corporate Global	2
Juro Global	43
Volatilidade	7
Total	121

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	11,4%
Ações Global	-0,4%
BRL	1,1%
Cupom Cambial	2,3%
Outras Moedas	20,5%
Inflação Brasil	31,8%
Inflação Global	0,3%
Pré Direcional	5,9%
Juro Real	10,5%
Corporate Brasil	2,4%
Corporate Global	0,0%
Juro Global	4,1%
Volatilidade	0,1%
Total	89,9%

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	-45
RV Cupom Cambial	0
RV Juro Global	0
Intermercado	0
Long Short Brasil	7
Long Short Global	3
Total	-35

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	5,7%
RV Cupom Cambial	0,0%
RV Juro Global	0,0%
Intermercado	0,0%
Long Short Brasil	2,7%
Long Short Global	0,7%
Total	9,0%

Desempenho

Alfa	47
CDI	159
Gestão	205
% do CDI	129,5%

Stress por região

Brasil	74,6%
Global	25,4%
Stress Total	-12,0%

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