

Cenário de Investimentos

Internacional

Na carta do [3º Trimestre](#) chamávamos a atenção para os riscos de um “acidente financeiro” nos mercados externos em função: i) do estágio avançado do ciclo econômico; ii) da remoção dos estímulos monetários pelo FED via elevação de juros e *Quantitative Tightening*; iii) do *Trade War*; iv) e dos altos índices de alavancagem das empresas. Esse cenário contrastava com *valuations* elevados de muitos dos ativos americanos. Não por acaso, no 4º trimestre a bolsa americana teve um dos piores desempenhos trimestrais da história, chegando a cair 20% do seu ponto mais alto, e os spreads de crédito das empresas *High Yield* abriram mais de 200 *bps* apertando de forma relevante as condições financeiras.

Apesar de ainda termos a percepção de que em 2019 não ocorrerá uma recessão americana, o aperto das condições financeiras foi relevante e não descartamos que a alta de juros pelo FED em dezembro possa ter sido a última do ciclo. Esse risco de uma recessão precoce, de certa forma, já parece ter sido reconhecido “oficialmente”. Além da mudança significativa de postura do FED frente ao 3º trimestre, passando de um modo de altas graduais, quase que pré-estabelecidas (“uma alta por trimestre”) para um modo *data-dependent*, temos assistido também uma postura mais conciliatória entre EUA e China com relação ao *Trade War*. Dessa forma, as correções recentes dos ativos de risco nos parecem exageradas para o momento. Dito isso, a reflexividade entre o ciclo financeiro e econômico parece ter se elevado nos últimos anos e, caso ocorram mais quedas nos ativos financeiros, certamente a economia irá se enfraquecer e os riscos de recessão se elevarão. Nesse sentido, é sempre relevante ficar atento à possibilidade de um movimento autorrealizável.

Para os próximos trimestres enxergamos dois grandes riscos, além dos já mencionados em cartas anteriores: o mercado de crédito corporativo americano e os investidores passivos/“algoritmos”. Sobre o mercado de crédito, é compreensível o expressivo aumento do total de dívidas em um ambiente de juros muito abaixo do padrão histórico por tanto tempo. Diversas empresas emitiram dívidas primordialmente para fazer *buybacks* em detrimento de novos investimentos, algo que fazia sentido do ponto de vista financeiro. Contudo, o tamanho do mercado de títulos emitidos de empresas com *Investment Grade* nos EUA se elevou significativamente nos últimos anos, atingindo tamanho próximo a US\$ 7,5 trilhões. A grande questão é que boa parte dessas emissões se encontram uma nota acima do nível *junk*, com salvaguardas e *covenants* menos rígidos que no passado. O mercado de *junk bonds* é muito menor, totalizando cerca de US\$ 1,2 trilhão de títulos em circulação e, caso ocorram *downgrades*, será difícil não vermos grande abertura dos *spreads* corporativos de crédito, algo que apertaria ainda mais as condições financeiras. Em relação aos investidores passivos e “algoritmos”, cabe ressaltar que cerca de 90% do volume *intraday* do mercado americano já é feito por estratégias automatizadas. A questão relevante é que várias dessas estratégias parecem ter uma característica comum de venda de volatilidade (voluntária ou involuntária). Assim, a partir de determinados níveis de preços é possível perceber uma exacerbação das oscilações, aumentando os riscos de processos autorrealizáveis. Desconfiamos que a magnitude dos movimentos observados de vários ativos, em dezembro, se deve em grande parte à predominância desse tipo de estratégia de investimento.

Os mercados emergentes sofreram muito ao longo de 2018, em especial no primeiro semestre, mas têm conseguido apresentar uma performance em termos relativos até melhor do que alguns países desenvolvidos nos últimos meses. Supondo que o mundo não entre em recessão, alguma desaceleração do crescimento americano para níveis próximos ao seu potencial é bem vinda. Pior seria a economia continuar crescendo mais do que o mundo e muito acima do seu potencial, o que certamente exigiria mais altas de juros pelo FED. Os níveis de *valuations* mais atrativos para os emergentes também devem colaborar para a continuidade de uma performance relativa melhor no futuro.

Reduzimos substancialmente as posições tomadas em juros americanos curtos ao longo do trimestre, com os primeiros sinais de mudança de postura do FED. Aos preços atuais nos parece preferível combinar uma posição tática comprada no S&P com *steepener* na curva de juros 10Y-2Y que já vínhamos carregando. Essa posição na curva americana funcionará como um ótimo *hedge* caso a recessão de fato ocorra antes do esperado. A bolsa americana sofreu um *de-rating* substancial desde o início de 2018. Naquele momento, o *forward P/E* 12 meses chegou a um pico de 18,5x. O *earnings per share (EPS)* de 2018 deve encerrar o ano próximo a US\$ 162 e, em 2019, o consenso espera um crescimento de cerca de 7,5% para um nível de US\$ 174. Essas estimativas, para o ano que está começando, nos parecem bastante otimistas, mas supondo um crescimento próximo a zero, o nível atual do S&P implica em um múltiplo de 15,0x, o que é praticamente igual a média dos últimos 10 anos de 14,8x e abaixo da média dos últimos 5 anos em 16,5x. Comparado aos níveis do início de 2018, vemos uma compressão razoável do múltiplo e enxergamos um *equity risk premium* relativamente atrativo para padrões históricos.

No *book* de moedas estamos vendidos no USD por conta de posições compradas em BRL (mais detalhes no cenário Brasil). No curto prazo, o crescimento da Ásia e Europa tem decepcionado bastante e pode continuar a dar suporte ao USD. Contudo, acreditamos em uma nova sincronização da expansão global, com os EUA desacelerando para próximo do potencial e convergindo para o crescimento dos demais países ao longo de 2019, o que deve enfraquecer o USD. O nível de juros americano seguirá acima dos seus pares, mas o diferencial, já elevado há muitos trimestres, pode até se reduzir no decorrer dos próximos meses.

Nas demais moedas o portfólio continua defensivo, com destaque para posições compradas em JPY e CHF e vendidas em EUR/SEK, MXN e CNH. Recentemente iniciamos duas posições novas no *book* global. A primeira comprada em um *call spread* de EUR/GBP para proteger parcialmente a posição tomada em juro real longo de Reino Unido, enquanto a indefinição do *Brexit* permanece. A segunda é uma pequena posição vendida em SAR (Arábia Saudita) em função da abrupta queda do petróleo nos últimos dois meses.

Brasil

O Brasil deve continuar a apresentar performance superior aos seus principais pares em 2019, caso a conjuntura internacional continue minimamente favorável. Ao contrário dos Estados Unidos, que estão em *late cycle*, o país está no início do seu ciclo de recuperação e a base deprimida deve favorecer nossa retomada. Além disso, temos um governo recém eleito, com uma popularidade elevadíssima e com uma agenda de reformas ambiciosas e baseadas num diagnóstico dos problemas econômicos muito correto. O maior risco prossegue sendo o de execução dessa agenda, dada a complexidade das reformas e da tarefa difícil em tentar lidar de forma diferente com um Congresso renovado, mas entendemos que esse risco ficará maior somente a partir de meados do ano, quando os contornos das Reformas estarão mais delineados.

Desde as eleições temos aumentado as posições vendidas em dólar / comprada em Reais. A saída de capitais do país foi extremamente agressiva nos dois últimos meses de 2018, totalizando valores próximos a US\$ 20 bilhões, o que é muito acima da sazonalidade do período. É bem provável que haja uma reversão importante desses fluxos ao longo do primeiro semestre de 2019. Além disso, a combinação de um carregamento nos menores níveis históricos com o *sell-off* nos mercados globais, tem deixado os estrangeiros confortáveis em carregar posições significativas compradas em USD/BRL como *hedge* “barato” de outros riscos. Acreditamos que essas posições devem ser reduzidas na medida em que o governo divulgar os detalhes dos projetos e reformas nos próximos meses.

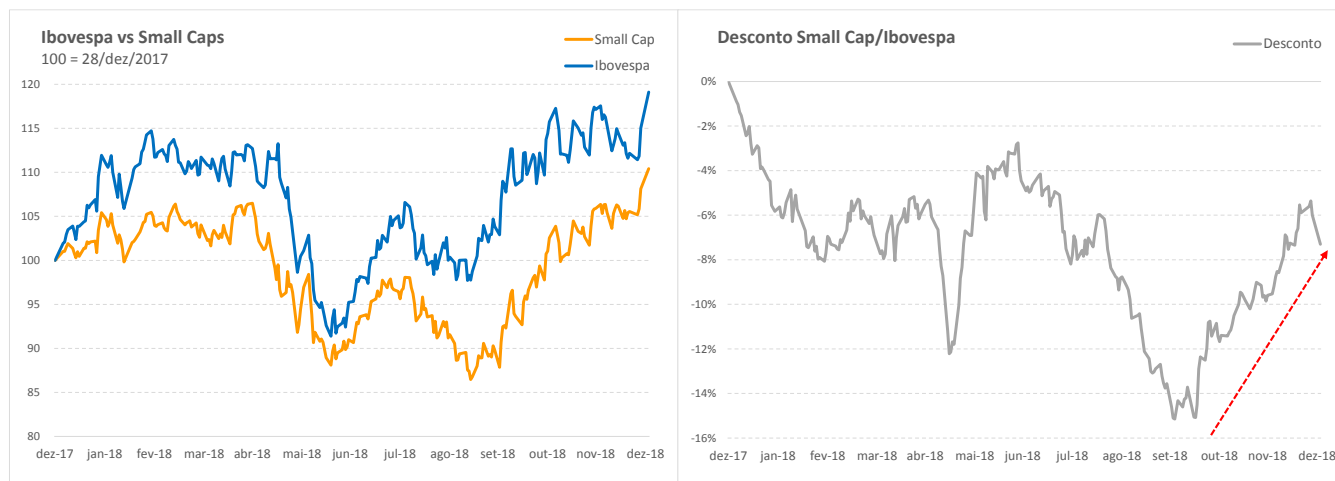
O Real decepcionou em 2018, apresentando performance pior do que uma cesta dos seus principais concorrentes emergentes, em especial em novembro e dezembro. Muitos argumentam que o carregamento mais baixo da nossa história é responsável por isso, mas lembramos que a médio/longo prazo a taxa de juros baixa irá trazer ao país outras fontes de investimentos mais duradouras e de longo prazo. Além disso, a situação do nosso Balanço de Pagamentos continua extremamente favorável, com a Conta Corrente sendo tranquilamente financiada por Investimento Estrangeiro Direto.

Na parte de renda fixa local seguimos com posições tomadas em inflação implícita de médio prazo, que hoje operam sem prêmio algum em relação às metas de inflação do período. A substancial queda do petróleo nos últimos meses, além da bandeira tarifária verde na conta de luz, favoreceu a inflação no curto prazo no país. Contudo, dado o nível de precificação atual, entendemos que é uma posição com pouco para perder e que atuaria como *hedge* em uma eventual decepção com as reformas apresentadas. Em nosso entendimento, essa posição continua a ser o *hedge* mais barato em Brasil. Casamos essa posição parcialmente com posições aplicadas em juro real intermediário e *FRA's* nominais.

No *book* de Ações Brasil continuamos com exposição líquida comprada, encerrando o trimestre em torno de 11% do patrimônio. Mantemos algumas posições defensivas, como Taesa e Transmissão Paulista e outras mais sensíveis ao ciclo e que, a nosso ver, apresentam significativo potencial de retorno, como Estácio e Eneva. Ao longo do trimestre, em função de um cenário prospectivo macroeconômico mais favorável, adicionamos ações de setores que se beneficiam da combinação do ambiente de juros baixos e eminente retomada da economia. Destacam-se as ações dos shoppings centers BR Malls e Iguatemi, das construtoras Ectec e Even, e da varejista Hering. Além disso, zeramos a posição vendida de Ibovespa que mantínhamos contra uma carteira comprada de *single names* e passamos a uma posição comprada no índice. Dentro desse contexto de uma perspectiva mais favorável, vislumbramos à frente um potencial de maior crescimento dos resultados das empresas brasileiras e uma possível expansão de múltiplo do Ibovespa após a eleição. Entendemos que essa combinação de uma carteira de ações (*stock picking*) que já fazem parte da composição do fundo com um pouco de Beta, neste momento, potencializa a geração de retorno.

Compondo o portfólio, mantemos algumas posições vendidas, com destaque para ações de grandes bancos e algumas empresas de varejo, dado o nível recorde de precificação que apresentam e expectativas de crescimento de lucros já bastante otimistas. No caso específico de bancos, a posição vendida também funciona como *hedge* para a posição comprada em Eurobonds.

Na carta anterior, chamamos a atenção para o descolamento entre o desempenho no ano das ações das *Large e Mid Caps*, representado pelo Ibovespa, e as *Small Caps*, que chegou a 15% no início de outubro. Desde então, dado o movimento de recuperação do preço das ações, esse desconto foi reduzido pela metade e acreditamos na continuidade dessa tendência.



No *book de corporate bonds* mantemos a exposição próxima a 15% do patrimônio sem mudanças nas principais posições. Apesar da grande volatilidade nos mercados externos, os *bonds* brasileiros se comportaram muito bem com um pouco mais de oscilação apenas em Petrobrás, em função da queda acentuada do preço do petróleo, mas parcialmente compensada pelo anúncio de recompra de emissões na parte curta da curva.

As principais posições são:

- (i) **BRL:** ao longo do trimestre montamos posições direcionais vendidas em USD/BRL encerrando o mês de dezembro com 18% do PL.
- (ii) **Outras Moedas:** As posições mais relevantes no book são a compra de JPY, CHF, venda do EUR/SEK, venda de MXN e CNH;
- (iii) **Pré Direcional:** Sem posições relevantes;
- (iv) **Juro Real:** Posição aplicada em juro real de 2,3PLs equivalente ano;
- (v) **Inflação:** A posição comprada em inflação implícita foi levemente reduzida para 4,5 PLs equivalente ano;
- (vi) **Corporate Brasil:** Mantemos as posições de *bonds* de Petrobras, Banco do Brasil e Banco Itaú e foi adicionada uma posição em Cemig somando 15% do PL;
- (vii) **Juros Global:** A principal posição do fundo continua sendo a tomada em juro real no Reino Unido em 3,5 PLs equivalente ano;
- (viii) **Long Short Brasil:** A exposição bruta está em 20% e exposição líquida foi aumentada para 11% comprada;
- (ix) **Ações Brasil:** Posições mais relevantes permanecem sendo no setor de utilities com destaque para Taesa e Eneva e novas posições foram iniciadas em Malls e Varejo.

VINTAGE MACRO MASTER FIM
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE
Desempenho 4º Tri 2018

	FUNDO
Estratégias Direcionais	10
Estratégias de Valor Relativo	41
Hedge	-7
Custos	-18
Caixa	-22
Total	4

Alocação Média 4ºTri 2018

Estratégias Direcionais	94,3%
Estratégias de Valor Relativo	4,7%
Hedge	-1,0%
Custos	0,2%
Caixa	1,7%
Fundo	100,0%

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	79
Ações Global	-19
BRL	-82
Cupom Cambial	-15
Outras Moedas	-20
Inflação Brasil	-580
Inflação Global	-6
Pré Direcional	280
Juro Real	337
Corporate Brasil	60
Corporate Global	-1
Juro Global	-27
Volatilidade	2
Total	10

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	12,1%
Ações Global	0,1%
BRL	8,9%
Cupom Cambial	0,7%
Outras Moedas	14,7%
Inflação Brasil	31,1%
Inflação Global	0,1%
Pré Direcional	7,2%
Juro Real	14,9%
Corporate Brasil	0,8%
Corporate Global	0,0%
Juro Global	3,6%
Volatilidade	0,0%
Total	94,3%

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	51
RV Cupom Cambial	0
RV Juro Global	0
Intermercado	-0
Long Short Brasil	-14
Long Short Global	5
Total	41

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	2,8%
RV Cupom Cambial	0,0%
RV Juro Global	0,0%
Intermercado	0,0%
Long Short Brasil	1,5%
Long Short Global	0,4%
Total	4,7%

Desempenho

Alfa	4
CDI	154
Gestão	158
% do CDI	102,6%

Stress por região

Brasil	80,8%
Global	19,2%
Stress Total	-15,0%

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