

## Cenário de Investimentos

### Internacional

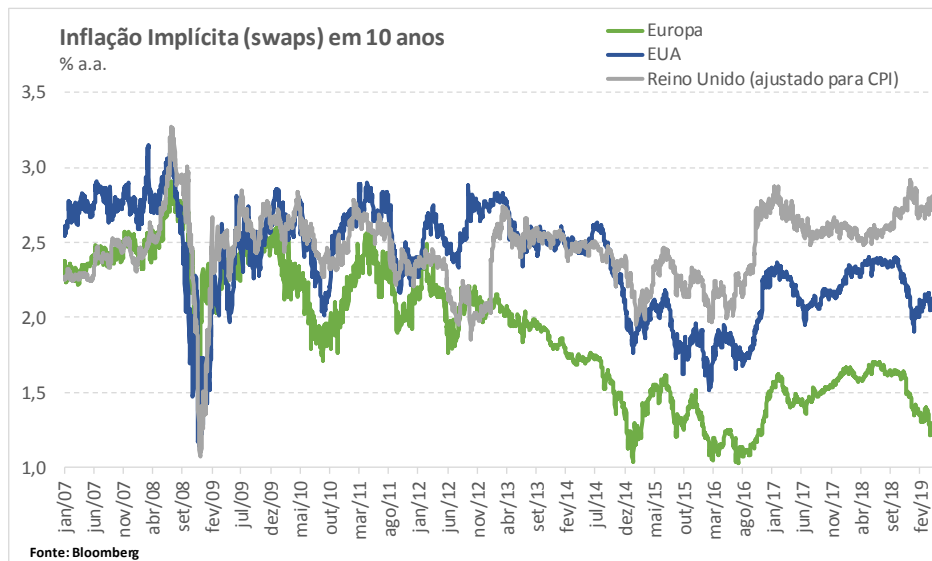
Após a grande queda dos ativos financeiros no último trimestre de 2018 e a consequente piora das condições financeiras, o FED interrompeu o ciclo de alta, algo que já desconfiávamos, conforme expusemos na carta do [4º Trimestre](#) de 2018. A mudança foi significativa, afinal, em setembro de 2018 o FED ainda indicava que poderia subir a taxa de juros mais quatro vezes e que ainda estaria distante do juro neutro. Desde então, consolidou-se no mercado a ideia de que a alta de dezembro de 2018 seria a última do ciclo. Além disso, a redução do balanço do BC americano, que estava em “piloto automático”, será pausada em breve. Como consequência, os ativos de risco apresentaram grande recuperação no 1º Trimestre de 2019. Suspeitamos que tamanha mudança do FED não tenha sido motivada somente por razões cíclicas, mesmo porque até certo ponto era necessário e natural que os EUA desacelerassem do ritmo bem acima do potencial dos trimestres anteriores. Informalmente já parece haver alguma motivação de mudança de *framework*, de forma que o tratamento de desvios da inflação *versus* a meta já seja assimétrico a favor de mais inflação. Fica claro o desconforto de alguns membros do FED com a persistência da inflação baixa e o risco que isso teria em desancorar para baixo as expectativas mais longas.

Seguimos com a percepção que não deverá ocorrer uma recessão americana nos próximos 12 meses, a despeito da curva americana estar *flat*/invertida, da desaceleração global e do menor estímulo fiscal. Não vemos os pré-requisitos clássicos de uma recessão, como BC's tendo que apertar a política monetária para desinflacionar a economia e/ou excessos e alavancagens financeiras. Além disso, o aperto das condições financeiras ocorrido ao longo do 4º Trimestre de 2018 foi quase todo revertido a reboque dessa nova guinada *dovish* por parte dos principais BC's. Assim, o crescimento global deve apresentar uma retomada nos próximos trimestres.

A incapacidade das taxas de juros globais se elevarem continua chamando a nossa atenção, em especial se levarmos em conta o momento do ciclo econômico em que estamos (de menor hiato do produto) e a melhora substancial dos ativos financeiros nesse início de ano. É possível que a dose de “heterodoxia” tenha passado do ponto e que mais estímulos monetários sejam contraproducentes nesse momento. O foco quase que exclusivo na política monetária para reflacionar as economias desde a crise de 2008 tem gerado consequências nocivas do lado da oferta da economia. Juros negativos ou extremamente baixos atuam como um inibidor de empréstimos pelo setor bancário, dão sobrevida a agentes ineficientes, além de ser um incentivo ruim para a alocação de capital, o que compromete a capacidade produtiva futura. Talvez parte da frustração com o baixo crescimento global, mesmo com taxas de juros tão baixas, já seja reflexo dos efeitos dessa política nociva do lado da oferta e não somente de questões estruturais da Europa e China ou de um maior protecionismo global.

A curva de juros americana, na atual precificação, demonstra de forma acentuada a mudança de postura do FED ao contemplar quedas nos próximos meses. Voltamos a montar posições tomadas em juros curtos (que havíamos reduzido no [4º Trimestre](#) de 2018) casadas com *steepeners* mais longos, que funcionariam como uma proteção em caso de uma recessão precoce. Tal movimento gerou, em nossa opinião, um descasamento entre os mercados de juros vis-à-vis a precificação do S&P. A bolsa americana, que chegou a operar a quase 13x *forward* P/E no fim de dezembro de 2018, agora encontra-se em torno de 17x. Lembramos que o pico desse ciclo foi 18,5x no início de 2018, mas naquele momento estávamos no auge do corte de impostos e com Fed Funds em níveis menores do que os atuais. Já o mercado de juro curto precifica quase 50 *bps* de cortes até o fim de 2020, um sinal que existe uma visão muito menos benigna sobre o futuro da economia americana. Dessa forma e na contramão das estratégias de *risk-parity* tão comuns nos dias de hoje, iniciamos uma pequena posição tomada em juro curto e vendida em S&P.

Reduzimos em cerca de 50% a posição tomada em juros reais no Reino Unido, em função da nova compressão de juros globais e em decorrência do processo interminável e confuso do Brexit. Apesar de ainda acreditarmos em uma saída *soft* da União Europeia, sem dúvida, o processo está mais caótico do que esperávamos. Os *hard brexiter*s (ERG) e o DUP (Irlanda do Norte) se mostraram bem mais inflexíveis do que acreditávamos. Entendíamos que com a proximidade da data de saída da União Europeia, esses dois grupos se mostrariam mais propensos a aceitarem o plano proposto pela primeira ministra Theresa May. Parte do ERG até votou com o governo, mas não em montante suficiente para aprová-lo. Assim, o processo segue complicado, mas como existe maioria no parlamento para evitar um *no deal*, seguimos entendendo que a saída será *soft*, o que irá beneficiar a posição. A curva de inflação implícita no Reino Unido continua em níveis extremamente elevados e muito acima dos seus pares como pode ser observado no gráfico abaixo. Parte desse prêmio é compreensível, já que uma saída *hard* da UE muito provavelmente ocasionaria uma depreciação da libra. Todavia, em prazos mais longos, entendemos que as expectativas não deveriam se mostrar tão desancoradas, como tem ocorrido nos últimos trimestres. Se esse prêmio fosse comprimido os juros reais se elevariam também, beneficiando a posição tomada em juros reais nesse processo.



No *book* de moedas, seguimos vendidos liquidamente no USD. O destaque é a compra de JPY que não apresentou boa performance a despeito da queda ocorrida nos juros globais desde o fim de 2018, em função do *risk-on* dos mercados nesse 1º trimestre. Temos pequenas posições vendidas em EUR/SEK, CAD/NOK, MXN e CNH. O crescimento da China e da Europa, em especial da Alemanha, decepcionou bastante nos últimos meses e isso continua a dar suporte ao dólar. Contudo, acreditamos em uma nova sincronização do crescimento global, com os EUA desacelerando seu crescimento para níveis mais próximos do potencial e as demais regiões melhorando ao longo de 2019, o que deve contribuir para o enfraquecimento do USD. Essa combinação de crescimento global melhor na margem e BC's dos países desenvolvidos ainda muito *dovish* pode beneficiar, em particular, os mercados emergentes.

Na parcela da carteira de ações globais alocada em teses individuais, o fundo sofreu resultados adversos com a posição comprada em KHC (KraftHeinz) contra Mondelez e Nestlé. As ações da KraftHeinz se desvalorizaram quase 30% após a divulgação dos resultados em fevereiro, em função do reconhecimento de perda extraordinária no balanço e questionamento da SEC sobre práticas contábeis. Acreditamos que a capacidade de gestão e agilidade da KHC seja capaz de mantê-la competitiva, se adaptando a nova realidade de hábitos de consumo de forma mais rápida do que alguns grandes concorrentes. Apesar da grande decepção com o evento de fevereiro, que contribuiu negativamente para a performance (-30 bps), mantemos as posições no fundo. Vale ressaltar que a filosofia de investimento da Vintage, que busca sempre diversificação e não concentra suas apostas em poucas teses, tem seu benefício evidente em um movimento discreto como este, que poderia comprometer a rentabilidade do fundo caso a gestão de risco não fosse executada dessa forma. Ainda na carteira de ações individuais, TESLA caiu pouco mais de 15% no trimestre contribuindo de forma positiva para o fundo. A tese de investimento permanece a mesma e os sinais de deterioração do modelo de negócio começam a surgir de forma mais recorrente provando o desafio de financiamento e de competição que a empresa enfrentará. O resultado do 1º trimestre de 2019 já divulgado mostra o agravamento desse desafio.

## Brasil

Até certo ponto não nos surpreendeu a dificuldade do governo em se articular politicamente. A falta de experiência no Executivo e o discurso de “nova política” vs “velha política” já anunciava essa dificuldade. Na carta do [4º Trimestre](#) de 2018 mencionamos que o maior desafio do novo governo seria o de execução da agenda de reformas. Dito isso, a imaturidade em dar ênfase para alguns pontos controversos da agenda de costumes e a agressividade nas redes sociais, que lembra a época de campanha, é uma surpresa negativa. Entendemos que o momento atual requer agregar forças e foco para aprovar a reforma da Previdência e o restante da ambiciosa agenda econômica. É fundamental, no nosso entendimento, que qualquer que seja a nova forma de fazer política, os deputados e senadores se sintam “sócios” de alguma maneira da provável melhora econômica como consequência da aprovação das reformas. Esses benefícios econômicos e políticos não podem ser exclusivos do governo.

Nosso cenário base segue o de aprovação da reforma da Previdência no 2º semestre na Câmara e no Senado, com economia superior a R\$ 600 bilhões em dez anos. Esse número parece ser consensual no mercado, já que valores aquém não estabilizariam a dívida/PIB em nossa visão. Parte do nosso otimismo se baseia no fato de que a reforma é reconhecidamente necessária pela maioria da classe política. É evidente a asfixia que a Previdência exerce sobre os demais gastos do governo e que as despesas discricionárias já encontram-se em níveis extremamente reduzidos. O tamanho da desidratação da proposta original, assim como a continuidade da agenda de reformas da equipe econômica, vai depender da habilidade do governo em se articular politicamente.

Entendemos ser legítima a discussão sobre quão estimulativo ou não é o nível atual de juro e que as discussões sobre cortes adicionais devem prosseguir por algum tempo. Certamente, a queda do crédito subsidiado na economia brasileira e a intensa ancoragem de expectativas de inflação contribuem para um juro de equilíbrio menor. Dito isso, ainda acreditamos ser mais provável a manutenção dos juros atuais por um longo período. A trajetória declinante de metas de inflação e preços um pouco mais fortes na ponta são fatores que argumentam a favor da manutenção. Um ponto que divergimos do consenso é que se a conclusão do BCB de que é necessário um estímulo adicional, este deveria ocorrer antes da reforma da Previdência. Caso a reforma passe, pode ser que ocorra uma expansão de margens e do crescimento que impeçam uma queda adicional dos juros. E caso a reforma não passe, é muito provável que tenhamos que subir os juros por piora de prêmio de risco. Não descartamos que, com a nova composição do BCB mais “pró mercado”, a condução da política monetária possa ser um pouco mais ativa e mais propensa a tomar certos riscos. De qualquer forma, o prêmio de risco da curva de juros no Brasil nos parece muito baixo vis-à-vis os demais ativos. A precificação atual certamente está influenciada pela probabilidade relativamente alta que o mercado atribui a mais cortes de juros e à “importação” de prêmios de risco baixos globais.

A frustração com relação ao ritmo de atividade ainda nos parece muito relacionada às incertezas políticas e às dúvidas quanto a aprovação das reformas tão necessárias para a sustentabilidade fiscal de médio e longo prazo. Além disso, parece-nos que os *lags* tradicionais entre *soft data*/melhora de confiança para o *hard data* sejam especialmente maiores dessa vez, em função da devastação produtiva que ocorreu nos últimos anos e da ampla capacidade ociosa da economia. Chama atenção em particular o baixo crescimento da formação bruta de capital fixo, que tem um peso grande do setor de construção civil que foi particularmente afetado nos últimos anos.

O Real segue com a pior performance dentre as classes de ativos no país. Parte disso parece ocorrer em função da força do dólar globalmente, mesmo após a guinada *dovish* do FED desde o início de 2019, e outra parte por questões idiossincráticas locais já comentadas em cartas anteriores. O carregamento muito baixo continua a estimular uma demanda por *hedge* bem acima dos padrões históricos, tanto para investidores globais como para empresas locais. Além disso, investidores locais têm usado a moeda como *hedge* para posições compradas em bolsa e aplicadas em juros. Contudo, seguimos com o entendimento que a taxa de juros baixa ao longo do tempo irá trazer ao país outras fontes de investimentos mais duradouras e de longo prazo. As contas externas continuam extremamente saudáveis e acreditamos que, com o destravamento da agenda de consolidação fiscal, concessões e privatizações, o fluxo será bastante positivo em um contexto em que o novo governo tende a ser menos intervencionista no câmbio do que o anterior. Seguimos compradas no BRL ao redor de 15% do PL.

Na carteira de *corporate bonds*, mantemos uma alocação em torno de 15% do patrimônio com foco em risco quase soberano. Aumentamos a posição em *bonds* da Cemig e reduzimos as posições em Petrobras e Banco Itaú. Em razão da maior volatilidade política até a votação da reforma da Previdência, optamos por manter as posições alocadas, porém comprando um pouco de proteção via CDS soberano e via CDS de Petrobras.

No *book* de Ações Brasil fechamos o mês com uma exposição líquida comprada próximo a 10% do patrimônio, principalmente em empresas e temas específicos. Acreditamos em um cenário mais positivo para o mercado de ações, em função de um provável *re-rating* estrutural após a aprovação da reforma da Previdência, combinado com os benefícios provenientes da alavancagem operacional e financeira de algumas companhias e setores. A performance recente de algumas ações sugere uma antecipação deste cenário benigno, mas sabemos que há um longo caminho até a votação final no Congresso. Além disso, o que se tem observado é a constante redução das estimativas de crescimento do PIB para 2019, contrariando a expectativa pós-eleição. Diante deste ambiente, neste momento não estamos confiantes em aumentar ainda mais a alocação direcional em ações.

As principais posições são:

- (i) BRL: ao longo do trimestre mantivemos posições direcionais vendidas em USD/BRL próximas a 15% do PL.
- (ii) Outras Moedas: As posições mais relevantes no *book* são a compra de JPY, CHF, venda do EUR/SEK, CAD/NOK, MXN e CNH;
- (iii) Pré Direcional: Sem posições relevantes;
- (iv) Juro Real: Posição aplicada em juro real de 1,9 PL equivalente ano;
- (v) Inflação: A posição comprada em inflação implícita encontra-se em 4,0 PL's equivalente ano;
- (vi) Corporate Brasil: Mantemos as principais posições de *bonds* em Petrobras, Banco do Brasil, Banco Itaú e Cemig, somando aproximadamente 15% do PL;
- (vii) Juros Global: A principal posição do fundo continua sendo a tomada em juro real no Reino Unido em 2,2 PL's equivalente ano, seguida de uma posição tomada em inclinação de curva de juros americana de 0,85 PL equivalente ano;
- (viii) Long Short Brasil: A exposição bruta está em 18% e exposição líquida foi aumentada para 10% comprada;
- (ix) Ações Brasil: Posições mais relevantes permanecem sendo no setor de *utilities*, educação e consumo.

**VINTAGE MACRO MASTER FIM**
**ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE**
**Desempenho 1º Tri 2019**

	FUNDO
Estratégias Direcionais	188
Estratégias de Valor Relativo	60
Hedge	-20
Custos	-21
Caixa	-19
<b>Total</b>	<b>189</b>

**Alocação Média 1º Tri 2019**

Estratégias Direcionais	97,6%
Estratégias de Valor Relativo	1,7%
Hedge	-0,8%
Custos	0,0%
Caixa	1,4%
<b>Fundo</b>	<b>100,0%</b>

**Estratégias Direcionais**

Ações Brasil	98
Ações Global	-31
BRL	92
Cupom Cambial	2
Outras Moedas	-48
Inflação Brasil	65
Inflação Global	-0
Pré Direcional	-13
Juro Real	107
Corporate Brasil	82
Corporate Global	3
Juro Global	-166
Volatilidade	-3
<b>Total</b>	<b>188</b>

**Estratégias Direcionais**

Ações Brasil	14,7%
Ações Global	0,3%
BRL	13,8%
Cupom Cambial	1,8%
Outras Moedas	12,4%
Inflação Brasil	32,6%
Inflação Global	0,0%
Pré Direcional	1,5%
Juro Real	14,8%
Corporate Brasil	3,3%
Corporate Global	0,1%
Juro Global	2,9%
Volatilidade	-0,4%
<b>Total</b>	<b>97,6%</b>

**Estratégias de Valor Relativo**

Pré Inclinação	9
RV Cupom Cambial	0
RV Juro Global	0
Intermercado	1
Long Short Brasil	50
Long Short Global	-0
<b>Total</b>	<b>60</b>

**Estratégias de Valor Relativo**

Pré Inclinação	-0,1%
RV Cupom Cambial	0,0%
RV Juro Global	0,0%
Intermercado	0,2%
Long Short Brasil	1,9%
Long Short Global	-0,3%
<b>Total</b>	<b>1,7%</b>

**Desempenho**

Alfa	189
CDI	151
Gestão	340
% do CDI	224,7%

**Stress por região**

Brasil	84,8%
Global	15,2%
<b>Stress Total</b>	<b>-12,9%</b>

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](http://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