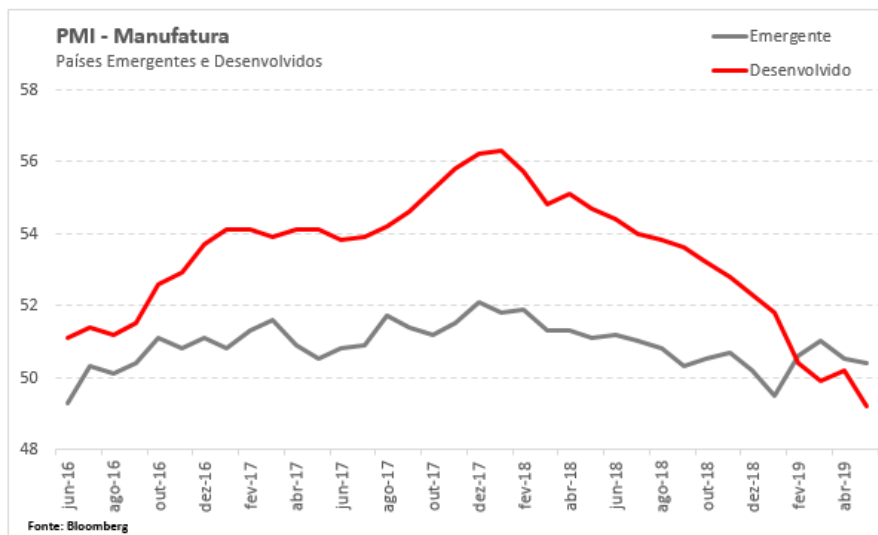


Cenário de Investimentos

Internacional

Destacamos atualmente duas forças antagônicas, para ativos de risco, no cenário externo: de um lado a desaceleração do crescimento global, que começou em meados do ano passado e se acentuou mais recentemente (como pode ser observado no gráfico dos *PMIs* de manufaturas na figura abaixo), do outro, queda expressiva das expectativas de inflação, que aliada à essa desaceleração da atividade permitiram uma nova rodada *dovish* por parte dos principais Bancos Centrais do mundo e uma consequente compressão ainda maior dos juros globais.

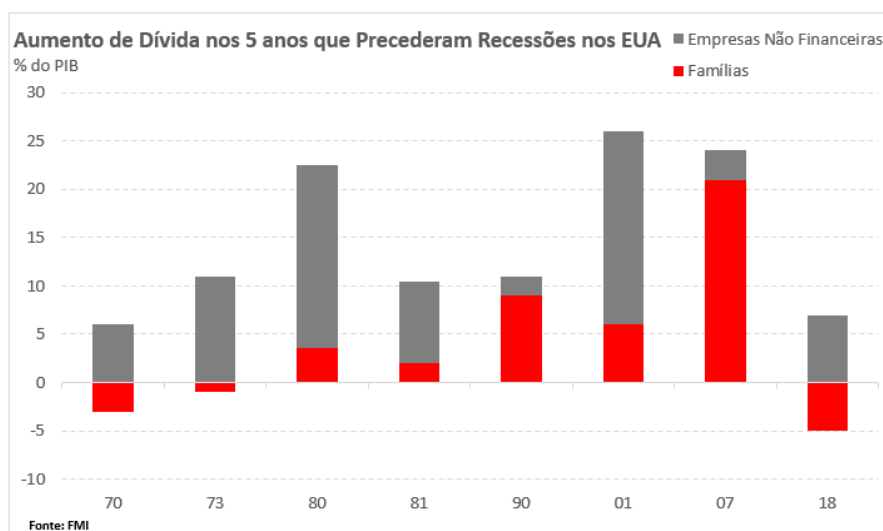


Mesmo reconhecendo que os riscos são maiores em função da combinação perversa e interdependente de uma desaceleração econômica mais forte com uma escalada das tensões comerciais, ainda trabalhamos com o cenário central em que o efeito líquido dessas duas forças é positivo para ativos de risco num horizonte de seis a doze meses. Os benefícios de políticas monetárias e juros ainda mais estimulativos tendem a se sobrepor aos efeitos negativos da desaceleração da atividade nesse momento do ciclo. Importante ressaltar que, apesar da queda significativa dos *PMIs* de manufatura, os *PMIs* de serviços ainda se encontram em níveis expansionistas.

Atribuímos uma baixa probabilidade dos EUA entrarem em recessão no próximo ano. Parte da desaceleração era esperada pela própria maturidade do atual ciclo de expansão. Como já mencionamos em cartas anteriores, ciclos de crescimento econômico não acabam simplesmente pelo seu tempo de duração. É preciso que ocorra algum desequilíbrio importante no (i) mercado de bens - inflação, (ii) financeiro - bolhas e alavancagens, (iii) ou alguma interferência humana/geopolítica importante, como guerras.

O primeiro desequilíbrio inexistente hoje em dia. Na verdade, o problema do FED e dos demais BCs é exatamente o inverso. Estão se preparando e sinalizando que mais estímulos estão por vir na tentativa de reancorar para cima as expectativas de inflação. Já é consenso entre analistas que o FED irá realizar cortes preventivos ("*insurance cuts*"), a despeito do conjunto de dados econômicos estarem longe de apontar um risco de recessão iminente. A "oficialização" do viés *dovish* na última reunião do FOMC reforçou esse consenso, e atualmente a curva de juros americana precifica cortes superiores a 100bps até o final de 2020.

O segundo risco é um pouco mais preocupante após uma década de estímulos monetários heterodoxos pelos BCs. De qualquer forma, não enxergamos no momento nenhuma alavancagem financeira relevante em termos agregados. Como pode ser verificado no gráfico abaixo, o aumento da alavancagem das empresas americanas está sendo, em grande medida, compensado pela diminuição da alavancagem das famílias, ao contrário de experiências pré-recessões passadas quando houve um aumento agregado da alavancagem privada.



Já o terceiro risco é mais preocupante na conjuntura atual em função da escalada do *Trade War* e o uso de retaliações comerciais como instrumento de coerção geopolítico. A proximidade das eleições americanas, que ocorrerão no final do ano que vem, torna a análise ainda mais difícil, na medida em que as motivações são dominadas também pelo interesse eleitoral. Dito isso, ainda acreditamos que o cenário mais provável seja o de alguma acomodação e reconciliação dessa disputa comercial e ameaças tarifárias, já que um eventual agravamento das tensões comerciais certamente traria impactos negativos para os mercados e economias. Politicamente, não interessa a nenhuma das partes que haja uma grave crise econômica. Além disso, acreditamos que a China conseguiria atender boa parte dos pleitos americanos de forma a se apaziguar minimamente os ânimos, e de forma que um eventual acordo pudesse ser explorado eleitoralmente pelo governo do presidente Trump como uma vitória.

Temos mantido no portfólio global algumas posições defensivas em função do aumento dos riscos. Temos posições vendidas no S&P500 nos preços atuais; continuamos comprados no JPY e com posições tomadas em inclinação na curva americana. Por outro lado, seguimos tomados em juros reais longos no Reino Unido que se encontram nos níveis mais baixos da história. Além do conforto em termos de valuation - inflações implícitas nos títulos longos bem acima dos pares globais e juros nominais nos menores níveis históricos - ainda trabalhamos com o cenário no qual o *No Deal* será evitado. Mesmo com a substituição da primeira ministra May provavelmente por um membro mais *hard* Brexiter do partido Conservador, acreditamos que a maioria do Congresso ainda se opõe a uma saída da EU sem acordo.

Nossa visão em relação ao USD continua sendo da moeda com dificuldade em se apreciar mais globalmente, e provavelmente começará a se depreciar no médio prazo. Essa tese foi reforçada com a confirmação da guinada *dovish* do FED no último FOMC. Chama a atenção também a menor sensibilidade do USD à piora de risco. Seguimos acreditando que esse ambiente de crescimento global menor, mas sem recessão, com USD tendo dificuldade de se apreciar e juros extremamente baixos ao redor do mundo, é benéfico para países emergentes.

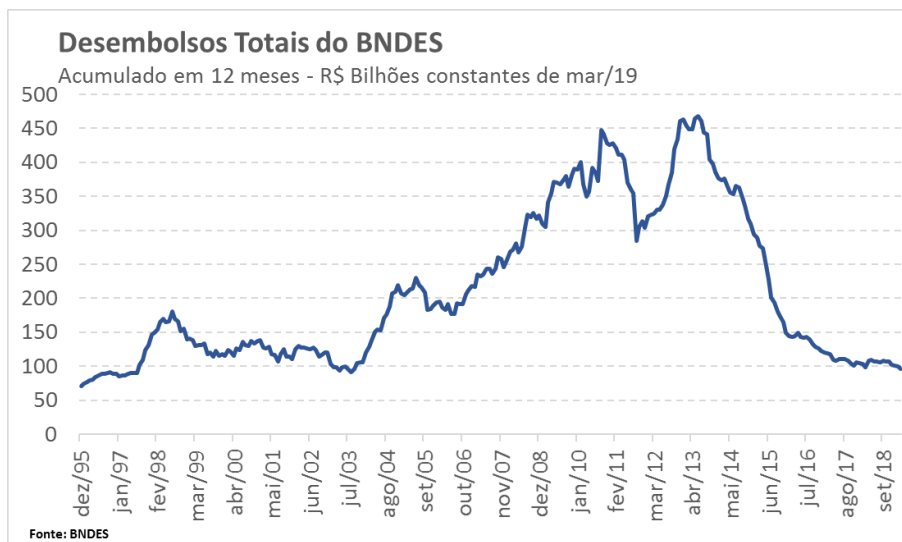
Voltamos a montar posições vendidas no Dólar de Hong Kong. Por mais que não tenha sido levada adiante, a polêmica em torno do projeto de lei que permitiria a extradição de cidadãos de Hong Kong para a China, expôs a fragilidade do sistema *one country/two systems*, fundamental para o status de centro financeiro de Hong Kong para a região. Além disso, o arranjo econômico de ter um *peg* ao USD para uma economia cujo maior parceiro comercial é a China, parece hoje desajustado e sob risco. O sistema bancário de Hong Kong representa cerca de 850% do PIB, sendo que 280% do PIB são empréstimos ao setor de construção chinês. É a economia mais alavancada do mundo, e com o mercado imobiliário sobrevalorizado. Além disso, boa parte dos empréstimos são indexados à taxa de juros de curto prazo, o que inviabiliza qualquer tentativa de usar a política monetária para defender o *peg*. Dada a baixa volatilidade implícita nas opções, boa parte da posição que temos são em *calls* de USDHKD.

Brasil

Seguimos otimistas com os ativos brasileiros. A diminuição do barulho da ala mais ideológica do governo recentemente, aliada à convergência da agenda das Reformas da Previdência e Tributária, entre a equipe econômica do governo e o Congresso, diminuem muito os riscos de um cenário de ruptura. Pela primeira vez na história vemos uma disputa pela paternidade da Reforma da Previdência entre governo e Congresso. Independente do texto do relator da Comissão Especial conter algumas diferenças (ainda negociáveis) com relação ao texto original do governo, acreditamos na aprovação de uma reforma robusta com uma economia fiscal ao redor de R\$ 800bi. Além disso, é possível que a votação em 1º turno no plenário aconteça antes do recesso parlamentar do meio do ano.

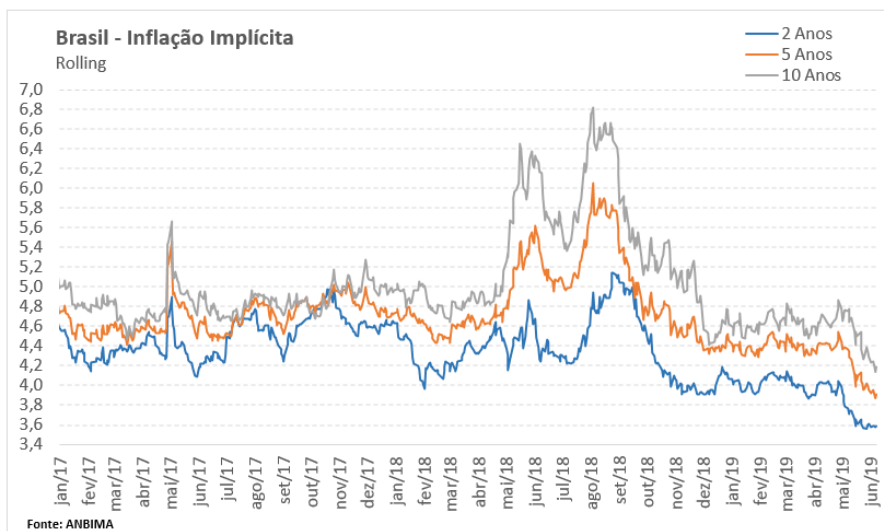
Acreditamos que após a aprovação da Reforma da Previdência em 1º turno no Congresso, o governo será mais ativo na agenda de crescimento. Medidas como liberação do FGTS, desburocratização, concessões, privatizações e macroprudenciais para fomentar o crédito, devem ganhar foco e prioridade.

Nessa linha, o Banco Central praticamente “garantiu” um corte de pelo menos 75 bps na SELIC caso a Previdência seja aprovada, na medida em que as novas projeções de inflação para 2019 e 2020 se encontram abaixo das metas, incorporando o cenário de mercado (com SELIC de 5,75% no final de 2019, 6,50% no final de 2020 e câmbio de 3,80). Independente do BC estar condicionando um novo ciclo de cortes à aprovação da Reforma da Previdência, acreditamos que a tese de mais estímulo monetário ganhou força nos últimos meses. Acumularam-se mais evidências da fraqueza da atividade econômica com a divulgação do PIB do 1º tri e dos dados mais contemporâneos do 2º tri. Muito provavelmente o PIB fechado de 2019 será inferior a 0,90%, contratando um hiato negativo por ainda mais tempo. Dentre os vários vetores contracionistas, chama particular atenção o enorme *crowding out* do setor público no crédito direcionado, como podemos observar na queda abrupta dos desembolsos totais do BNDES nos últimos anos no gráfico abaixo.



Há muita chance do governo e o mercado terem superestimado a capacidade do setor privado em fazer o *crowding in* para compensar esse “desmame” público. Além disso, o choque de alimentação e combustíveis se reverteu, fazendo com que a *headline* da inflação mensal nos próximos meses seja muito baixo. Provavelmente o IPCA cairá abaixo de 3,20% no acumulado de 12 meses ao longo do 3º tri desse ano. Essa queda da inflação corrente contribuiu para a significativa diminuição das expectativas de inflação e das inflações implícitas, como podemos ver no gráfico a seguir.

Esse movimento tem sido reforçado pelo fluxo vendedor por parte dos investidores finais que vêm carregando posições compradas em NTN-B por muito tempo. Com juros reais intermediários na faixa de 3%, muitos desses investidores bateram seus objetivos e têm desinvestido das Bs, independentemente do nível das implícitas. Nos níveis atuais, as implícitas intermediárias operam sem prêmio algum *versus* o centro das metas de inflação. Seguimos comprados em implícitas como *hedge* para as demais posições de Brasil. Aos preços atuais é provável que alonguemos as posições, dado que as implícitas mais longas fecharam mais que as curtas.



Aumentamos nos últimos meses a aposta tática em mais cortes de juros, aplicados na parte curta da curva e via opções. Dito isso, acreditamos que as partes intermediária e longa da curva de juros têm muito pouco prêmio, principalmente quando comparadas com os demais ativos brasileiros. É importante distinguir juro neutro cíclico de juro neutro de longo prazo. Temos muita convicção que o juro neutro cíclico (corrente e dos próximos 2 anos) é extremamente baixo. A combinação de um hiato do produto extremamente negativo após anos de depressão econômica, com vetores fiscais e para-fiscais muito contracionistas, explica o porquê de um juro real corrente em torno de 2,00% a 2,50% ainda não ter sido capaz de estimular a economia. Já nossa convicção sobre a queda do juro neutro de longo prazo existe, mas é menor. Compressões adicionais de juros nominais na parte mais longa da curva podem tornar interessante posições tomadas, seja para fins de *hedge* ou mesmo como aposta direcional.

Temos mantido a posição comprada em Real contra o USD. Exploramos bastante em cartas anteriores as razões para estarmos otimistas com o Real: combinação de *undervaluation* versus pares emergentes, contas externas extremamente saudáveis e posição técnica favorável. A boa performance relativa do Real recentemente, mesmo com o aumento da probabilidade de mais cortes de juros pelo BC, deixa-nos mais confiantes com essa tese.

Também já exploramos as razões para estarmos otimistas com a bolsa no Brasil. Mais de 70% da nossa exposição líquida comprada em bolsa hoje vem de uma carteira de ações em que a análise *bottom-up* é determinante. Continuamos investidos em algumas empresas de setores que se beneficiam de um ambiente de juros mais baixos, como de propriedades imobiliárias, transmissoras de energia e shopping centers, assim como casos específicos ligados a setores de consumo discrecional. Do ponto de vista *top-down*, ainda nos parece que o mercado subestima o efeito que um juro estrutural bem mais baixo terá sobre o fluxo potencial para a classe de ativos de ações. Durante décadas o juro real praticado na economia brasileira foi extremamente alto e punitivo para a Bolsa. O *Equity Risk Premium* (ERP) medido pela diferença entre o *Earnings Yield* e o juro real de 10 anos foi na média muito baixo, não favorecendo alocações em Bolsa. Dessa forma, análises de ações eram quase que exclusivamente focadas na capacidade de crescimento de lucros de empresas individuais. Se acreditarmos na tese que o juro estrutural do país caiu, e que o novo padrão de juro real de 10 anos seja em torno do atual (3,50% a.a.) ao invés da média de 5,50% a 6,00% da última década, teríamos hoje um ERP em torno de 5,5% (dado que o *forward* P/E está levemente acima da média histórica de 11,2x), quase 2 desvios da média de 3,50% da última década. Só para voltar à média de um ERP em torno de 3,50%, a Bolsa poderia subir mais de 30% dos níveis atuais.

No mercado de Corporate Bonds brasileiros, vale destacar o movimento recente de diminuição de novas emissões e rolagens de dívidas externas em contraste com incremento das emissões de dívidas corporativas no mercado local. Essa nova tendência não deve ser interrompida no horizonte de curto ou médio prazos, tanto pelo fato de termos uma nova realidade de juros mais baixos, como pelo surgimento de uma nova demanda resultante do crescimento dos fundos de crédito. Junta-se a esse cenário o fato mencionado anteriormente de redução expressiva dos bancos públicos no financiamento produtivo, fazendo com que muitas empresas busquem novas alternativas de financiamento. Esse novo contexto gera um suporte adicional para os títulos negociados no mercado secundário dada a escassez de novas emissões e a demanda cativa principalmente de clientes de *private banks*. Mantemos posições concentradas em títulos quasi-soberanos.

As principais posições são:

- (i) BRL: O fundo manteve posições compradas em BRL ao longo do trimestre entre 10% e 15% na média.
- (ii) Outras Moedas: As posições mais relevantes são compradas em JPY, e vendidas em CNH, EURSEK, EURNOK e HKD.
- (iii) Pré Direcional: Ao longo do trimestre o fundo passou a ficar aplicado em juro nominal curto, sendo grande parte via opções.
- (iv) Juro Real: A posição aplicada foi mantida em torno de 1.5 PL equivalente ano.
- (v) Inflação: A posição de hedge comprada em inflação implícita permanece em torno de 3.9 PLs equivalente ano.
- (vi) Corporate Brasil: Mantemos as principais posições em bonds de Banco do Brasil, Petrobrás e Cemig.
- (vii) Juros Global: As posições mais relevantes são as posições tomadas em juro real no Reino Unido e tomada em inclinação nos EUA.
- (viii) Ações Brasil: Exposição líquida mantida entre 10% e 15% ao longo do trimestre com redução de algumas posições que maturaram e acréscimo de posições no setor de consumo discricionário.

VINTAGE MACRO MASTER FIM
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE
Desempenho 2º Tri 2019

	FUNDO
Estratégias Direcionais	288
Estratégias de Valor Relativo	20
Hedge	-13
Custos	-16
Caixa	-18
Total	260

Alocação Média 2º Tri 2019

Estratégias Direcionais	98.2%
Estratégias de Valor Relativo	1.5%
Hedge	-1.1%
Custos	0.0%
Caixa	1.5%
Fundo	100.0%

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	104
Ações Global	-3
BRL	64
Cupom Cambial	-34
Outras Moedas	4
Inflação Brasil	-182
Inflação Global	-0
Pré Direcional	106
Juro Real	198
Corporate Brasil	80
Corporate Global	1
Juro Global	-50
Volatilidade	-1
Total	288

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	12.9%
Ações Global	0.3%
BRL	21.5%
Cupom Cambial	7.9%
Outras Moedas	17.7%
Inflação Brasil	37.9%
Inflação Global	0.0%
Pré Direcional	-17.9%
Juro Real	13.0%
Corporate Brasil	2.7%
Corporate Global	0.1%
Juro Global	3.9%
Volatilidade	-1.8%
Total	98.2%

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	4
RV Cupom Cambial	0
RV Juro Global	0
Intermercado	-11
Long Short Brasil	25
Long Short Global	2
Total	20

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	-1.7%
RV Cupom Cambial	0.0%
RV Juro Global	0.0%
Intermercado	1.2%
Long Short Brasil	2.1%
Long Short Global	-0.2%
Total	1.5%

Desempenho

Alfa	260
CDI	154
Gestão	414
% do CDI	269.0%

Stress por região

Brasil	78.7%
Global	21.3%
Stress Total	-9.6%

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