

Cenário de Investimentos

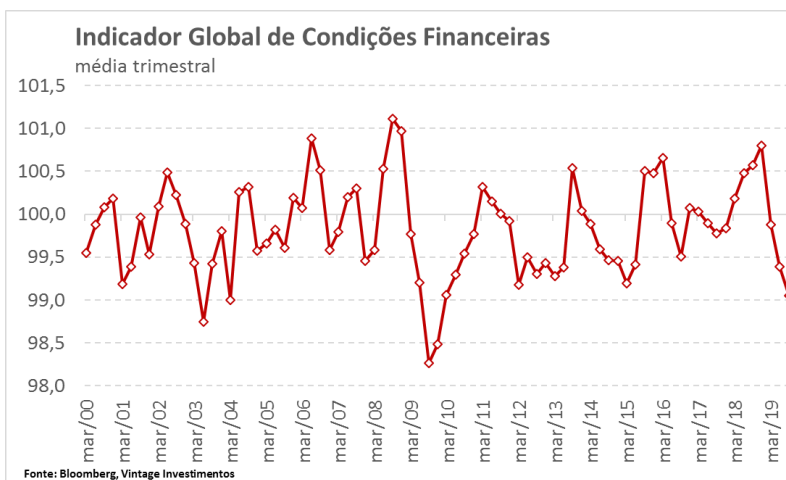
Internacional

Na carta do [2º trimestre](#) de 2019 explicitamos que o balanço de riscos para a economia global ainda aparentava ser liquidamente positivo. No contexto atual, temos menos convicção nesta tese. A desaceleração global no setor de manufaturas se mantém e está começando a afetar, mesmo que de forma incipiente, o setor de serviços. Além das razões cíclicas e estruturais, acreditamos que esta desaceleração tem sido impactada pelos efeitos diretos e sobretudo indiretos da elevada incerteza associada ao conflito comercial entre EUA e China e às demais tensões geopolíticas presentes no cenário global. Outro ponto que parece estar pesando sobre a atividade global é a percepção de perda de potência da política monetária. Apesar do montante aproximado de US\$ 17 trilhões de títulos soberanos com juros nominais negativos, o crescimento mundial segue abaixo do potencial. Seria mesmo necessário ou até recomendável adicionar mais estímulo monetário? Quais seriam outras fontes críveis de estímulo de política econômica? São perguntas legítimas que impactam a confiança dos agentes.

Conforme mencionamos em cartas anteriores, nossa percepção é que a política monetária já ultrapassou o ponto “ótimo” para estimular a demanda. O foco em estímulos monetários extremos por tanto tempo parece ter subestimado a não linearidade das respostas e comportamentos dos agentes econômicos. Com juros negativos e prêmios de risco tão achatados, é possível que o efeito líquido sobre a demanda agregada seja o inverso do pretendido e do que faziam crer os modelos macroeconômicos clássicos.

Neste contexto, vale destacar: (i) a compressão das margens dos bancos, prejudicando o tradicional mecanismo de transmissão da política monetária; (ii) as curvas de juros invertidas que geram uma reflexividade negativa - é natural que decisões de consumo e investimento sejam postergadas diante deste sinal na medida em que, desde a década de 60, as recessões americanas foram precedidas por este formato de curva; (iii) o aumento da poupança precaucional como resultado da expectativa de renda futura menor, tanto pelo rendimento dos seus investimentos financeiros, quanto pela esperada queda do valor da aposentadoria relativamente ao salário da ativa (inexorável para que se mantenha um equilíbrio atuarial).

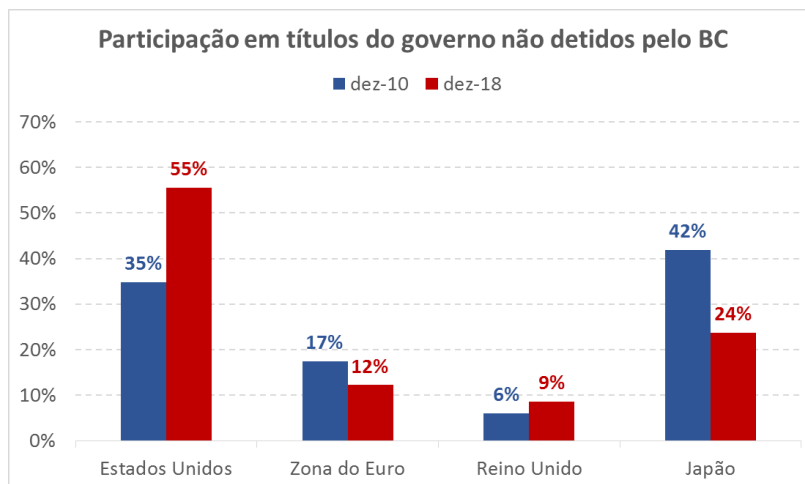
Acreditamos que essas consequências não esperadas do *framework* atual de política monetária podem estar aos poucos sendo incorporadas pelos formuladores de política econômica e, não à toa, têm crescido os apelos para uma política fiscal estimulativa. Não obstante, consideramos como cenário mais provável, em contraste com uma recessão próxima, a estabilização e eventual retomada do crescimento global. De fato, como evidencia o gráfico abaixo, nosso indicador global de condições financeiras atingiu patamares bastante frouxos no 3º trimestre deste ano. Nestes níveis, nosso modelo de *nowcast* para o crescimento mundial projeta uma aceleração de 1.5% para 3.0% ao longo dos próximos 12 meses, ou seja, uma convergência para próximo do potencial. Vale ressaltar que as condições financeiras podem ser rapidamente alteradas em função de fortes movimentos nos preços dos ativos.



Neste sentido, já estivemos mais apreensivos quanto ao efeito nos mercados de uma possível frustração dos agentes em relação à possibilidade do *Fed* não corroborar os cortes implícitos na curva de juros. Ainda que prevaleça a retórica de cortes de juros preventivos, acreditamos que neste estágio do ciclo e considerando o ambiente de elevada incerteza, o *Fed* irá preservar as condições financeiras estimulativas. Além disso, apesar de reconhecer a reflexividade negativa das curvas de juros invertidas mencionada

anteriormente, entendemos que esse é um sinal mais fraco sobre o ciclo econômico do que ocorreu no passado. O *crowding-in* público no mercado de títulos soberanos distorceu em grande medida o prêmio de risco na parte longa da curva e tornou estes ativos escassos.

O gráfico abaixo exhibe o percentual de cada país/região no *free float* de títulos soberanos do G-4. Atualmente, mais da metade dos títulos de G-4 que não estão nos balanços dos Bancos Centrais é de *treasuries* americanos. Considerando a dinâmica esperada para os balanços destes respectivos Bancos Centrais, em três anos o percentual de *treasuries* pode chegar a 70%. Logo, em pouco tempo, é possível que *treasuries* sejam basicamente os únicos títulos *safe haven* disponíveis para balanceamentos de portfólio. Disto conclui-se que os movimentos na parte longa das taxas de juros americanas provavelmente serão ditados cada vez mais pelas condições econômicas e financeiras globais e menos pelos fundamentos domésticos.



É importante ressaltar que a recente postura mais conciliatória do presidente Trump nas negociações comerciais com a China, contribuindo para um ambiente econômico de menos incerteza, gera confiança adicional na retomada do crescimento global. Neste sentido, as reuniões de outubro entre as cúpulas dos dois países serão relevantes. Ao mesmo tempo em que não se espera uma resolução definitiva, já que o pano de fundo desta disputa é secular, alguma protelação na alta programada de tarifas pode favorecer decisões, até então reprimidas, de consumo e sobretudo investimento.

O dólar nos parece sobrevalorizado globalmente dada a dinâmica dos déficits gêmeos americanos, porém isto deve ser revertido somente quando o crescimento do resto do mundo estabilizar e/ou melhorar. O Fed cortar mais a taxa de juros básica relativamente aos demais Bancos Centrais é um ponto que joga a favor, porém pode não ser suficiente para o dólar se depreciar. Acreditamos que o dólar permanecerá em um intervalo de preços próximo dos níveis atuais. Excluindo a opcionalidade da posição vendida em HKD e SAR, temos mantido posições liquidamente vendidas em moedas ex-BRL contra o USD. Diminuímos taticamente a posição vendida no cross CADNOK, em função da sazonalidade ruim de final de ano para o NOK. Mantemos posições vendidas no EUR e CNH e acrescentamos uma posição vendida no MXN. Temos posições compradas no JPY, SEK, AUD e CHF.

Sobre os juros globais, nossa opinião é que existe uma grande “bolha”. Apesar disso, enquanto o fator de risco global preponderante for deflacionário, não há razão para acreditar em grandes desequilíbrios no curto prazo. A alta recente dos *yields* no mês de setembro aparenta ter sido uma descompressão da precificação excessiva de riscos de recessão, em uma conjuntura de menor liquidez e posicionamento técnico desfavorável. Até o momento foi uma abertura “benigna” de *yields*. Temos posições tomadas em juro real no Reino Unido (25% da posição original), *steepener* da curva de juros americano e posição aplicada na parte curta da curva de juros do México. Acreditamos que há espaço para o Banxico acelerar os cortes de juros, dado o cenário de atividade econômica muito fraca e inflação *headline* já tendo inflexionada em direção às metas. Mesmo quando se olha para os núcleos de inflação que foram a principal fonte de preocupação do Banxico, esses também já inflexionaram bastante dos níveis mais altos, apesar de ainda estarem acima da meta de inflação. Dado que historicamente os núcleos na média rodam acima da meta, não vemos razão para o Banxico não levar os juros rapidamente para, pelo menos, o nível estimado como sendo o neutro (entre 5.5% e 6.0%).

Brasil

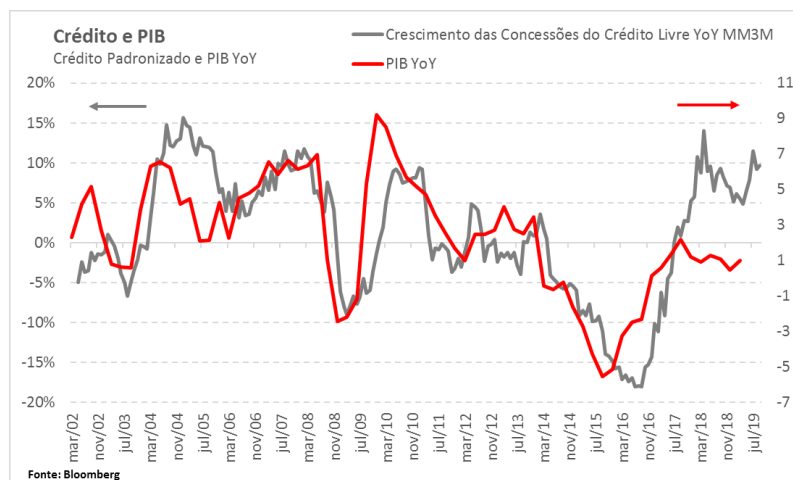
Seguimos otimistas com os ativos brasileiros. Como mencionamos acima, não contamos com um *Beta* positivo vindo do cenário global (e balanceamos o portfólio de acordo), mas achamos que o Brasil tem tudo para gerar bons retornos nos próximos trimestres. A combinação de um momento cíclico doméstico favorável (base muito deprimida e economia desalavancada) com uma agenda de reformas estruturais importantes e com uma participação de estrangeiros muito baixa, parece-nos muito poderosa para suportar os ativos brasileiros, mesmo com o resto do mundo em final de ciclo. É verdade que nosso ponto de partida com relação à dinâmica fiscal é pior frente aos nossos pares, mas a derivada da agenda econômica talvez seja única dentro do universo de países Emergentes. Além disso, os nossos fundamentos de contas externas são uns dos melhores.

O principal risco é o governo cair na tentação de não perseverar no caminho da consolidação fiscal em um contexto de baixo crescimento econômico e demandas sociais crescentes. Neste sentido, a PEC do teto de gastos de 2016 teve o papel muito importante de explicitar os problemas estruturais e a desfuncionalidade do nosso orçamento e, conseqüentemente, as escolhas que o país fará daqui para frente. Com quase 95% das despesas sendo obrigatórias, o espaço que sobra no orçamento para gastos discricionários e para o funcionamento da máquina do Estado é mínimo. São sintomas do obsoletismo do modelo orçamentário atual: (i) o “*shutdown* branco” em alguns ministérios; (ii) o fato do governo ter que pedir créditos extraordinários para o Congresso, pelo segundo ano consecutivo, de centenas de bilhões de Reais para não infringir a Regra de Ouro; e (iii) o empoçamento de recursos do orçamento.

Procastinação das soluções não é mais uma alternativa. Ou o país escolhe o caminho das reformas para diminuir os gastos obrigatórios de forma a invertermos a trajetória de dívida/PIB, ou rompemos com as regras e caminharemos para a insolvência. A parte positiva da rigidez orçamentária é que a existência do teto de gastos parece ter ajudado a construir um consenso no meio político para escolha do caminho certo.

Somos a favor da simplificação das várias regras fiscais vigentes em algum momento no futuro, quando estiver claro que inflexionamos a trajetória de endividamento público, mas achamos precipitado qualquer discussão acerca da flexibilização da regra do teto de gastos neste momento. Essa resiliência política em seguir a pauta liberal de consolidação fiscal é, em nossa opinião, o principal risco a ser monitorado.

Analisando diversos indicadores e os impulsos que afetam a atividade, há uma perspectiva de aceleração à frente. Diversos índices de incerteza, tanto de terceiros quanto proprietários, estão em níveis estimulativos. As taxas de juros, reais e nominais, estão nos seus níveis mais baixos da série e as condições financeiras estão em seus níveis mais estimulativos da história. As concessões de crédito, principalmente livre, estão crescendo de forma relevante e indicam um PIB maior na margem, como pode ser visto no gráfico abaixo. Além disso, os índices de confiança da indústria, dos serviços, do comércio e do consumidor, calculados pela FGV, já apresentam recuperação. A única pressão contracionista no Brasil no momento vem do governo, com um ajuste fiscal e parafiscal (BNDES e bancos públicos) significativo. A contrapartida de uma retomada até aqui frustrante, em função desse desequilíbrio temporal entre *crowding out* público versus *crowding in* privado, é um crescimento na margem com uma qualidade muito melhor e mais sustentável.



O cenário benigno de inflação deve permitir ao BCB testar níveis ainda mais baixos de juros. Com projeções de inflação no cenário híbrido do BCB (câmbio de 4.05 e SELIC de 5% ao final de 2020) de 3.80% para o ano de 2020, abriu-se espaço para testar juros abaixo de 5%. Com inflação *headline* e *core* rodando bem abaixo da meta e expectativas longas ancoradas, acreditamos que o BCB queira e deva estimular ao máximo a economia. Dito isso, existe um equilíbrio para que as condições financeiras permaneçam e sejam efetivamente estimulativas. Não adianta o BCB cortar demasiadamente a SELIC se a taxa longa não cair e/ou o câmbio entrar em uma dinâmica de desvalorização que afete a confiança e a capacidade de importação de bens de capital.

Até agora, a desvalorização do câmbio nos últimos meses não parece ter sido suficiente para mudar a estratégia do BCB. A queda nos preços das *commodities* em USD compensou quase que integralmente a desvalorização de aproximadamente 10% no BRL desde o final de julho e a inflação corrente abaixo do esperado trouxe um carregamento inercial benigno às projeções. Acreditamos porém, que entramos em um estágio no qual o equilíbrio para que as condições financeiras permaneçam estimulativas se torna mais frágil. Na prática, a política monetária pode ser mais *data/câmbio dependent* na margem, do que fizeram crer o comunicado e a ata da última reunião do COPOM. A própria atualização do cenário híbrido, usando câmbio de 4.17 ao invés de 4.05, traria uma projeção de inflação para 2020 mais próxima da meta de 4.0%, reduzindo a margem para queda da SELIC muito abaixo de 5.0%.

Alongamos a posição comprada em inflação implícita desde a última carta. O mercado extrapola demais o cenário corrente muito benigno de inflação para prazos relativamente longos e parecem não levar em conta um novo momento cíclico da economia nem a próxima eleição presidencial. Casamos parcialmente esta posição com uma maior alocação em juro real na parte intermediária da curva, com FRAs em torno de 3.0% a 3.5% a.a..

Diminuímos recentemente a posição vendida em USDBRL, por acreditar que ainda não chegamos no aparente equilíbrio de curto prazo para a realidade de juros, eventualmente testando níveis abaixo de 5%. Dito isso, temos cada vez mais conforto com os fundamentos das contas externas. Além de um saldo entre conta corrente e investimento estrangeiro direto muito positivo, o país está cada vez mais desalavancado em termos de balanço externo. O fluxo recente de empresas trocando dívida externa por local só reforça este processo. Diminuímos o delta, mas aumentamos a opcionalidade para uma eventual queda do USDBRL até o final do ano.

Aumentamos na margem a posição comprada em ações, dado os sinais mais claros da melhora da atividade econômica e mantivemos as posições compradas em *eurobonds* de empresas brasileiras.

As principais posições são:

- (i) **BRL:** ao longo do trimestre reduzimos nossa posição vendida em USD/BRL encerrando o mês de setembro em torno de 13% do PL.
- (ii) **Outras Moedas:** As posições mais relevantes no *book* são as compradas em JPY, SEK, AUD e CHF e as vendidas em EUR, CNH, CADNOK, MXN, SAR e HKD.
- (iii) **Pré Direcional:** Montamos uma posição tomada em juro nominal curto em torno de 1.6 PL equivalente ano.
- (iv) **Juro Real:** A posição aplicada foi aumentada para 3.2 PLs equivalente ano.
- (v) **Cupom Cambial:** Aumentamos a posição tomada em inclinação de FRA de Cupom Cambial para 2 PLs equivalente ano.
- (vi) **Inflação:** A posição de *hedge* comprada em inflação implícita foi aumentada para 5.8 PLs equivalente ano.
- (vii) **Corporate Brasil:** Aumentamos, na margem, nossas posições, mantendo nossas principais alocações em *eurobonds* de Banco do Brasil, Cemig e Petrobrás.
- (viii) **Juros Global:** Reduzimos a posição tomada em juro real no Reino Unido para 1 PL equivalente ano e mantemos a posição tomada em inclinação nos EUA em 1.2 PL equivalente ano.
- (ix) **Long Short Brasil:** As exposições bruta e líquida foram aumentadas, respectivamente, para 23% e 17% (comprada).
- (x) **Ações Brasil:** Posições mais relevantes nos setores de consumo, financeiro e energia.

VINTAGE MACRO MASTER FIM
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE
Desempenho 3º Tri 2019

	FUNDO
Estratégias Direcionais	-99
Estratégias de Valor Relativo	-6
Hedge	-5
Custos	-17
Caixa	-19
Total	-148

Alocação Média 3º Tri 2019

Estratégias Direcionais	98,7%
Estratégias de Valor Relativo	1,9%
Hedge	-0,6%
Custos	0,0%
Caixa	0,0%
Fundo	100,0%

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	88
Ações Global	-14
BRL	-189
Cupom Cambial	-27
Outras Moedas	-16
Inflação Brasil	-67
Inflação Global	0
Pré Direcional	47
Juro Real	105
Corporate Brasil	53
Corporate Global	0
Juro Global	-78
Volatilidade	1
Total	-99

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	10,1%
Ações Global	0,6%
BRL	13,1%
Cupom Cambial	14,3%
Outras Moedas	12,5%
Inflação Brasil	25,3%
Inflação Global	0,0%
Pré Direcional	4,8%
Juro Real	16,5%
Corporate Brasil	1,6%
Corporate Global	0,0%
Juro Global	0,9%
Volatilidade	-0,8%
Total	98,7%

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	-1
RV Cupom Cambial	0
RV Juro Global	0
Intermercado	8
Long Short Brasil	-15
Long Short Global	1
Total	-6

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	0,0%
RV Cupom Cambial	0,0%
RV Juro Global	0,0%
Intermercado	0,8%
Long Short Brasil	1,0%
Long Short Global	0,0%
Total	1,9%

Desempenho

Alfa	-148
CDI	154
Gestão	7
% do CDI	4,3%

Stress por região

Brasil	86,2%
Global	13,8%
Stress Total	-16,2%

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