

## Cenário de Investimentos

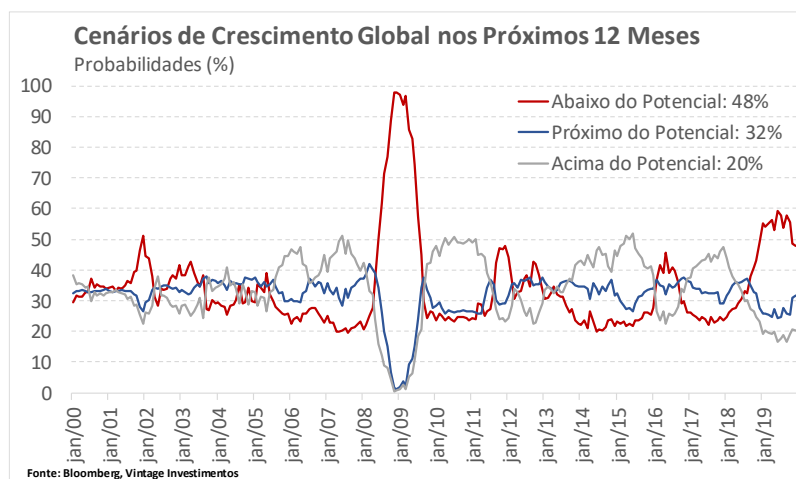
### Internacional

Na carta do [3º trimestre](#) de 2019 apresentamos como cenário mais provável a estabilização, ou eventual retomada do crescimento global, em função, principalmente, de condições financeiras frouxas e políticas monetárias acomodáticas conduzidas pelos principais bancos centrais dos países desenvolvidos. O principal risco à concretização deste cenário residia no elevado grau de incerteza que a disputa comercial entre EUA e China produzia em um momento do ciclo econômico naturalmente mais frágil.

Desde então, alguns eventos aumentaram a probabilidade desse cenário de estabilização / melhora do crescimento global se concretizar: (i) o risco proveniente de uma escalada adicional de tarifas e protecionismo entre EUA e China ter diminuído com a primeira fase do acordo bilateral em dezembro; (ii) a vitória do Partido Conservador nas eleições legislativas do Reino Unido (conquistando 365 de 650 cadeiras) ter aumentado as chances de um acordo organizado para o *Brexit*; e (iii) estímulos monetários adicionais, com destaque para o *Fed* que cortou pela terceira vez os juros na reunião de outubro e voltou a expandir seu balanço com compras mensais de US\$ 60 bilhões de *Bonds*. Proporcionalmente, o *Fed* tornou-se novamente o BC que mais expande seu balanço quando comparado com o *ECB*, *BoJ* e *BoE*. Hoje, praticamente todas as principais economias no mundo estão com políticas monetária e fiscal expansionistas.

A principal motivação para o *Fed* voltar a expandir seu balanço parece ter sido o *stress* no mercado de *Repo*. Questionamos quanto dessa pressão nas taxas de *Repo* é função de fatores cíclicos ou de regulação, que deveriam ser de certa forma previsíveis, ou quanto já pode ser um sintoma de problemas mais estruturais do aumento do endividamento americano. O mundo já carrega muitos ativos americanos. Será que o comprador marginal de dívida americana tem o mesmo apetite que antes?

Fora dos EUA também observamos sinais mais claros de estabilização e melhora de atividade, tanto na Europa como na China. Utilizamos uma modelagem para avaliar os possíveis cenários para o crescimento global. O modelo consiste em estimar, conjuntamente, três probabilidades: (i) crescimento acima do potencial, (ii) crescimento próximo do potencial e (iii) crescimento abaixo do potencial. Vale ressaltar que o critério (ii) considera um intervalo em torno do potencial de  $\pm 0,25$  desvio padrão. A cada instante do tempo, estas probabilidades são estimadas para os próximos 12 meses, somando 100%, a partir dos fundamentos observados no momento atual. Estes fundamentos são os nossos indicadores de atividade e de condições financeiras. De acordo com as derivadas parciais, quanto mais alto (baixo) for o indicador de atividade e quanto mais estimulativas (contracionistas) forem as condições financeiras, maior a chance de crescimento acima (abaixo) do potencial em relação aos demais cenários. O modelo é estimado individualmente por país e depois agregado globalmente pelo PIB nominal em Dólar. É possível observar no gráfico a seguir dois fatos que estão por trás das nossas teses de investimento. O primeiro é a dinâmica recente das probabilidades, que sugere um cenário de crescimento mais benigno para os próximos 12 meses, decorrente de condições financeiras estimulativas e de leve recuperação da atividade. O segundo, porém, é referente ao nível das probabilidades, indicando que a recuperação do crescimento global ainda é incerta. Nota-se que a chance do crescimento estar próximo ou abaixo do potencial nos próximos 12 meses é de 80%.



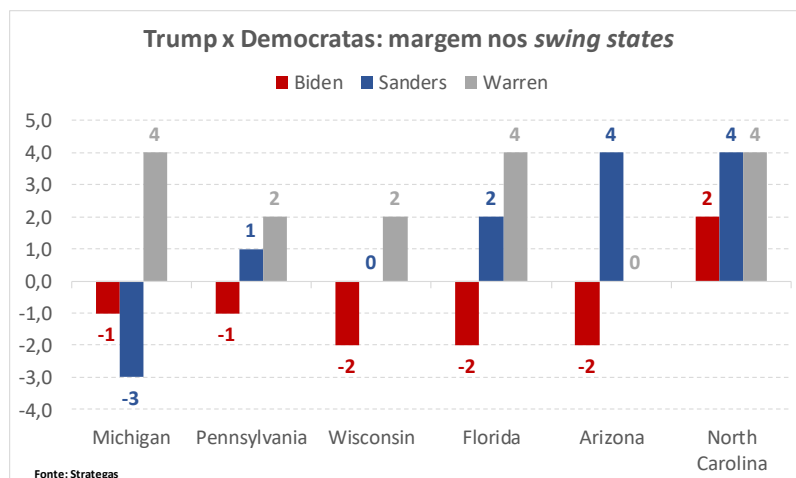
Assim, mantemos o cenário base de retomada / melhora do crescimento global, com risco baixo de recessão nos próximos 12 a 18 meses. O mais provável é que o crescimento americano tenha uma derivada menor do que as demais economias desenvolvidas. Em termos de PIB, esperamos uma convergência em direção ao potencial, com os EUA desacelerando e o resto do mundo acelerando. É importante salientar que não esperamos uma recuperação em “V”, principalmente pelo fato da China parecer ainda estar privilegiando a agenda de reformas estruturais em relação às medidas anti-cíclicas. De qualquer forma, esse cenário pode finalmente interromper a trajetória de fortalecimento do Dólar e favorecer alta nos preços das *commodities*, fatores que têm alimentado também a discussão de um ambiente de *reflation*.

Tirando as “opcionalidades” da venda de HKD e SAR, temos mantido uma posição liquidamente vendida em USD, em torno de 15% do fundo. Destaques das moedas que estamos comprados são: NOK, BRL, SEK, NZD e o JPY. Destaques das moedas que estamos vendidos são: EUR, CAD e ZAR.

Começamos a montar posições aplicadas na parte curta da curva americana, que nos parece um *hedge* com uma assimetria interessante na atual precificação (1 corte de juros adicional até final de 2021). O cenário base, com alta probabilidade, é a manutenção dos *Fed Funds* nos níveis atuais, mas em um horizonte de 12 a 18 meses acreditamos que a chance do *Fed* ter que cortar novamente os juros é muito maior do que a de subir. A posição ainda é pequena e casada com posições compradas em inclinação (3y vs 10y) que temos carregado há mais tempo.

A eleição presidencial americana deve ganhar mais atenção dos mercados ao longo do primeiro trimestre, com a maior clareza sobre a escolha do candidato do Partido Democrata. Eleições presidenciais envolvem um desafio à parte para a gestão de portfólios em função da quantidade elevada de informação que é gerada por meio de notícias, pesquisas de opinião e debates. Decidimos contratar uma empresa de análise macroeconômica e política com escritório em Washington, ranqueada entre as melhores pelos investidores institucionais americanos para nos auxiliar no acompanhamento detalhado desse ciclo eleitoral.

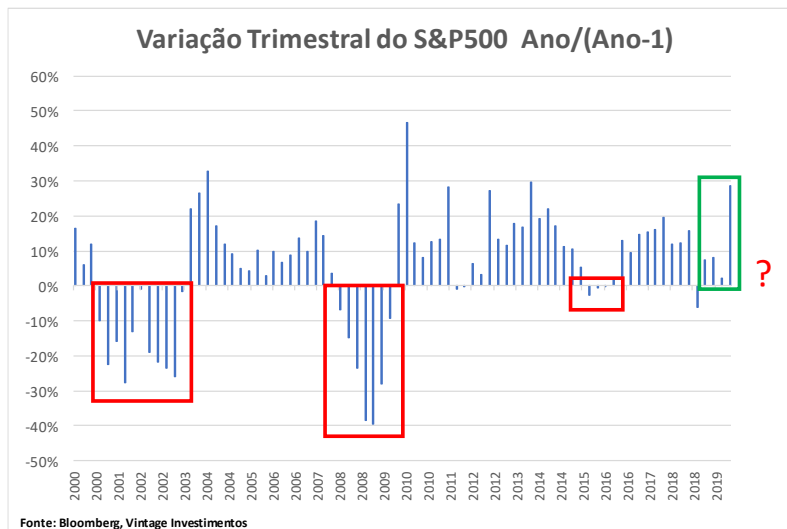
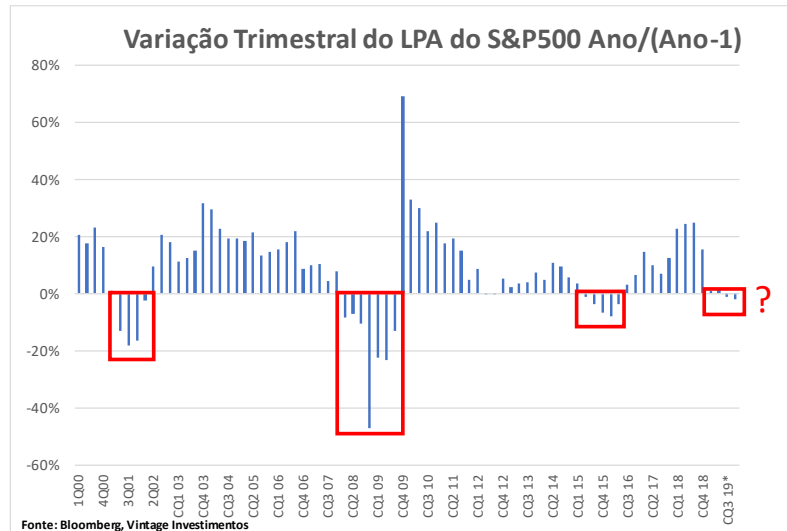
Dentre os principais fatores a serem monitorados, destacamos as pesquisas nos *swing states* que atualmente indicam vantagem a favor de Joe Biden na disputa direta com Donald Trump, como pode ser observado no gráfico abaixo. Também chama a nossa atenção o baixo nível de popularidade do presidente Trump em comparação aos demais presidentes que concorreram para a reeleição, em períodos similares de mandato. Dito isso, a correlação entre crescimento econômico e reeleição é inegavelmente alta e não vemos razão para esse ciclo ser diferente. Dentre todas estas incertezas, o único ponto que parece claro é uma piora adicional do déficit fiscal americano, tanto pela agenda dos Republicanos quanto dos Democratas.



Outra frente de pesquisa que decidimos reforçar, também através da contratação de uma empresa independente de análise, é o de monitoramento dos setores da economia americana, com foco no ciclo econômico e de lucros das companhias. Tem chamado nossa atenção a dinâmica de resultados do terceiro trimestre das empresas do S&P500 que, mesmo considerando a base de comparação elevada em função dos estímulos de corte de impostos de 2018, tem decepcionado na margem.

Vale ressaltar que não houve crescimento de lucros consolidados nas empresas do S&P500 em 2019, quando comparado a 2018, e o retorno da bolsa foi exclusivamente explicado por expansão de múltiplos. As projeções de crescimento de lucros para 2020 estão em torno de 10% de acordo com o consenso Bloomberg. Além disso, a maioria das casas de *sell side* projeta a manutenção ou até expansão de múltiplos, partindo de um nível relativamente elevado próximo a 19x. Outra forma de avaliar a atual precificação

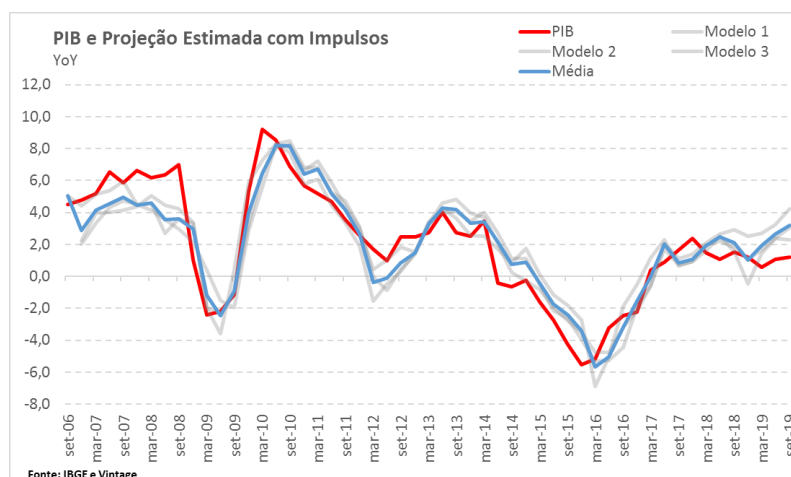
das ações americanas é a comparação do quintil mais caro de *valuation* com a média das *large caps*. Essa métrica está 1,5 desvio padrão acima da média histórica. Não acreditamos em queda iminente do S&P500, mas entendemos que há sinais de final de ciclo, com o mercado de trabalho apertado e sinais iniciais de pressão nas margens e nos lucros das companhias. Se compararmos o período recente às outras janelas de desempenho do S&P500 nos últimos 20 anos, há uma divergência entre a variação trimestral do Lucro por Ação (LPA) das empresas, vis-à-vis a variação do índice, nos últimos trimestres conforme apresentamos nos gráficos abaixo. Mantemos posições vendidas no S&P500 como *hedge* para posições compradas em outros ativos de risco.



## Brasil

Estamos otimistas com a consolidação da retomada do crescimento econômico em 2020. A recuperação até aqui tímida da economia pode ser explicada pela combinação de alguns choques importantes (Brumadinho e Argentina somados tiraram cerca de 0,50% do PIB em 2019) e pela mudança do modelo de crescimento econômico. O saudável desmame público e o consequente *crowding-in* privado demanda tempo e não acontece de forma linear, mas certamente torna o crescimento muito mais sustentável. Acreditamos que podemos estar no ponto do ciclo no qual a não linearidade começa a jogar a favor. Alguns dados mais recentes corroboram essa expectativa: (i) a confiança dos empresários e dos consumidores continuam melhorando; (ii) o dado do PIB do 3T19 foi positivo, com números bastante saudáveis de consumo e investimento privado; (iii) dados de crédito livre estão fortes e nos pontos mais altos da série, com crescimento de concessões na ordem de 15% a.a. na média móvel de 3 meses; e (iv) os dados de criação de empregos formais do CAGED também estão no ponto mais alto desde 2014.

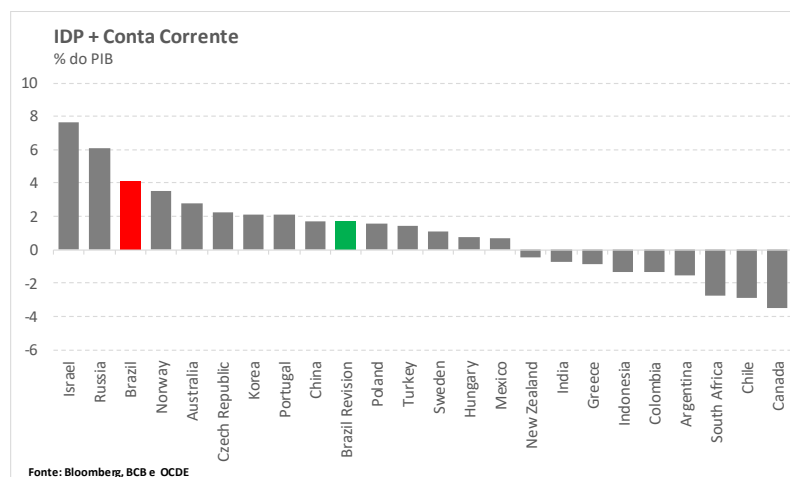
O patamar mais baixo da história das taxas de juros reforça o ambiente positivo que vivemos. Pela defasagem natural de transmissão de estímulos monetários à economia real, ainda há impactos contratados. Além disso, o nível absoluto das taxas importa, nesse caso, em nossa opinião. A magnitude da queda dos juros neste ciclo e a percepção crescente de que o juro de equilíbrio no Brasil de fato mudou para um patamar muito mais baixo, podem trazer impulsos não lineares à economia. Demora para os agentes incorporarem essa nova realidade às suas decisões e planejamentos. Nossos modelos de impulsos utilizam as seguintes variáveis independentes: (i) impulso fiscal, (ii) parafiscal (BNDES), (iii) incerteza, (iv) impulso externo, (v) condições financeiras (tanto proprietário quanto de terceiros), (vi) termos de troca, (vii) confiança do consumidor e (viii) impulso de crédito. Cada modelo é representado por uma combinação de parte destas variáveis. Como podemos ver no gráfico abaixo, nossos modelos indicam um PIB potencialmente bem maior do que o atual, dado os impulsos correntes.



Acreditamos que a melhora econômica em 2020 depende muito pouco de avanços adicionais da agenda de reformas. O calendário apertado em função das eleições municipais limita a capacidade do governo de aprovar grandes reformas e as expectativas parecem ajustadas à essa realidade. É possível que tenhamos avanços na PEC Emergencial e no Pacto Federativo, mas achamos pouco prováveis avanços substanciais na reforma Tributária, por exemplo.

O balanço de pagamentos teve duas revisões relevantes no último semestre do ano. A 1ª diz respeito à pesquisa de Capitais Brasileiros no Exterior (CBE), que afetou, principalmente, as contas de créditos comerciais ativos e passivos. Essa mudança causou um aumento de mais de US\$ 10 bilhões no déficit em conta corrente entre 2018 e 2019. Cabe ressaltar que, por ser uma nova base de dados, o déficit em conta corrente hoje não é mais comparável com o período anterior a 2017. Essa revisão também reduziu em mais de 1% do PIB o Investimento Direto no País (IDP). A 2ª revisão se deu, principalmente, por uma alteração na linha de lucros de investimentos direto, tanto do brasileiro no exterior quanto do estrangeiro no Brasil. A mudança mais relevante foi a redução dos lucros de investimentos diretos dos brasileiros reinvestidos no exterior. Isso gerou uma diminuição no Investimento Direto no Exterior, melhorando nosso IDP líquido, e uma redução da mesma magnitude na conta de rendas, piorando as transações correntes. A resultante de todas as revisões fez com que o saldo do IDP mais conta corrente diminuísse de forma significativa, de um nível perto

que de 4% do PIB para algo próximo a 1,5% do PIB. Como podemos ver no gráfico abaixo, saímos de uma situação relativa extremamente favorável quando comparado à vários outros países, para uma situação menos favorável, mas ainda positiva.



Cabe ressaltar também que parte do ajuste à nova realidade de diferencial de juros muito menor, tem um caráter transitório. Isso vale para empresas brasileiras que têm trocado dívida externa por local, como também vale para qualquer investidor estrangeiro que tem aumentando a parcela de *hedge* cambial sobre os ativos brasileiros que ele detém. Ao mesmo tempo que o ponto de partida da conta corrente é pior do que se pensava antes das revisões, tem havido também uma desalavancagem no ativo / passivo cambial importante nos últimos anos.

Estas revisões, aliadas à frustração com o leilão da cessão onerosa no início de novembro, fez com que adotássemos uma postura mais tática com o BRL. Dito isso, ainda consideramos seus fundamentos superiores à média dos países emergentes.

A inflação corrente, que até outubro desse ano estava rodando em torno de 2,5% no acumulado dos últimos 12 meses, deve fechar o ano ligeiramente abaixo da meta de 4,25%, em função do choque altista prematuro e mais intenso do que o esperado de carnes e proteínas. Esperávamos que esse choque acontecesse de forma mais diluída ao longo de 2020. De qualquer forma, chama atenção o grau da ancoragem atual. Diferentemente do passado, mesmo com a magnitude do choque, as expectativas de inflação mais longas praticamente não mexeram, tanto no Focus, como nas implícitas das NTN-Bs. Dessa forma, seguimos acreditando que posições compradas em inflação implícita são um *hedge* bastante assimétrico para as demais posições de Brasil no portfólio. Alongamos marginalmente o prazo médio das posições.

Na parte de juros, sempre fomos mais céticos do que o mercado com relação aos cortes adicionais que levassem a SELIC para níveis muito inferiores a 4,5%. Como já escrevemos em cartas anteriores, acreditamos que existe um ponto ótimo para a queda da SELIC que mantém as condições financeiras frouxas por mais tempo. O próprio BCB tem ressaltado que a política monetária está mais potente dada a diminuição expressiva da parcela de crédito direcionado / subsidiado na economia. Além disso, uma parte relevante dos recentes cortes de juros ainda não se transmitiu para a atividade. A postura recente mais conservadora e *data dependent* do BCB vai nessa linha, e aumenta a chance de termos um período ainda maior com juros baixos – “*Lower for Longer*”.

Na parte de juro nominal não temos posições direcionais relevantes. Mesmo com a expectativa de “*Lower for Longer*”, temos aumentado posições compradas em inclinação de curva, por considerar o prêmio da parte mais longa muito baixo em comparação com a parte intermediária. Se considerarmos que nos próximos 12 a 18 meses haverá o maior estímulo monetário possível, e que a partir de 2021 inicia-se um processo de normalização dos juros em direção ao neutro, o ganho potencial de posições aplicadas na parte intermediária da curva é o mesmo da parte mais longa, e com muito menos risco. Além disso, a posição conta com um *roll-down* e carregos bastante positivos. Na parte de juro real diminuímos as posições aplicadas em FRAs curtos / intermediários da curva ao redor de 3% a.a. Olhamos essa posição de forma combinada com a compra de inflação implícita. Atualmente, o *ratio* está ao redor de 35% (posição aplicada em juro real igual a 35% da posição comprada em inflação).

Entendemos que a manutenção das taxas de juros básicas no Brasil nos patamares atuais por um período prolongado deverá estimular o aumento da alocação em ações por diversos agentes, diminuir o custo financeiro das empresas, estimular a retomada do crédito e, conseqüentemente, do consumo. Cabe ressaltar que o estoque de títulos de renda fixa ainda teve um retorno muito positivo em 2019 pelo fechamento das taxas observadas ao longo do ano. Dado que o retorno esperado da renda fixa para os

próximos anos deve ser muito inferior, é esperado que esta realocação para bolsa seja acelerada. Com esse pano de fundo, estamos alocados em ações de forma seletiva, com exposição líquida superior à média histórica do fundo, e investidos principalmente nas empresas que se beneficiam diretamente do ambiente de juros baixos ou que apresentem potencial de ganho no médio prazo em função da precificação atual descontada.

Por fim, mantemos uma carteira de *bonds* de empresas brasileiras negociadas no exterior em função, principalmente, de uma melhora de crédito atrelada às mudanças estruturais de governança e pelo ambiente de juros internacionais muito baixos e estáveis. Além disso, a troca que vem ocorrendo de dívida externa por local tem gerado uma escassez nesta classe de ativos, que favorece nossas posições.

As principais posições são:

- (i) BRL: ao longo do trimestre reduzimos nossa posição vendida em USD/BRL encerrando o mês de dezembro em torno de 5% do PL.
- (ii) Outras Moedas: As posições mais relevantes no *book* são as compradas em NOK, BRL, SEK, NZD e JPY e as vendidas em EUR, CAD, ZAR, SAR e HKD.
- (iii) Pré Inclinação: Iniciamos no trimestre uma posição tomada em inclinação de juro nominal em torno de 1.6 PL equivalente ano.
- (iv) Juro Real: A posição aplicada em FRAs foi reduzida para 1.9 PL equivalente ano.
- (v) Cupom Cambial: As posições mais relevantes no *book* são uma posição aplicada no FRA curto e uma posição tomada em inclinação no FRA intermediário.
- (vi) Inflação: A posição de *hedge* comprada em inflação implícita foi reduzida para 4.7 PLs equivalente ano.
- (vii) Corporate Brasil: Aumentamos, na margem, nossas posições, mantendo nossas principais alocações em *eurobonds* de Banco do Brasil, Cemig e Petrobrás e compramos CDS como *hedge* para uma parte da carteira.
- (viii) Juro Global: Reduzimos a posição tomada em juro real no Reino Unido e a posição tomada em inclinação nos EUA para menos de 1 PL equivalente ano cada. Iniciamos no trimestre posições aplicadas na parte curta da curva americana em torno de 1 PL equivalente ano.
- (ix) Ações Brasil: As exposições bruta e líquida foram aumentadas, respectivamente, para 21% e 18% (comprada). Nossas posições mais relevantes permanecem sendo nos setores de *Real Estate* (Propriedades), Consumo e Educação.
- (x) Ações Global: Mantemos a posição vendida em S&P como *hedge*.

**VINTAGE MACRO MASTER FIM**
**ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE**
**Desempenho 4º Tri 2019**

	FUNDO
Estratégias Direcionais	174
Estratégias de Valor Relativo	94
Hedge	-18
Custos	-23
Caixa	-18
<b>Total</b>	<b>210</b>

**Alocação Média 4º Tri 2019**

Estratégias Direcionais	102.1%
Estratégias de Valor Relativo	-0.4%
Hedge	-1.3%
Custos	0.0%
Caixa	-0.4%
<b>Fundo</b>	<b>100.0%</b>

**Estratégias Direcionais**

Ações Brasil	168
Ações Global	-103
BRL	14
Cupom Cambial	-5
Outras Moedas	10
Inflação Brasil	27
Inflação Global	0
Pré Direcional	24
Juro Real	-67
Corporate Brasil	49
Corporate Global	0
Juro Global	57
Volatilidade	-1
<b>Total</b>	<b>174</b>

**Estratégias Direcionais**

Ações Brasil	11.2%
Ações Global	0.8%
BRL	6.8%
Cupom Cambial	10.0%
Outras Moedas	16.0%
Inflação Brasil	27.4%
Inflação Global	0.0%
Pré Direcional	1.6%
Juro Real	24.4%
Corporate Brasil	3.8%
Corporate Global	0.0%
Juro Global	0.1%
Volatilidade	-0.1%
<b>Total</b>	<b>102.1%</b>

**Estratégias de Valor Relativo**

Pré Inclinação	-9
RV Cupom Cambial	0
RV Juro Global	0
Intermercado	29
Long Short Brasil	77
Long Short Global	-4
<b>Total</b>	<b>94</b>

**Estratégias de Valor Relativo**

Pré Inclinação	-5.0%
RV Cupom Cambial	0.0%
RV Juro Global	0.0%
Intermercado	1.0%
Long Short Brasil	3.8%
Long Short Global	-0.1%
<b>Total</b>	<b>-0.4%</b>

**Desempenho**

Alfa	210
CDI	124
Gestão	335
% do CDI	269.7%

**Stress por região**

Brasil	82.7%
Global	17.3%
<b>Stress Total</b>	<b>-16.7%</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