

Cenário de Investimentos

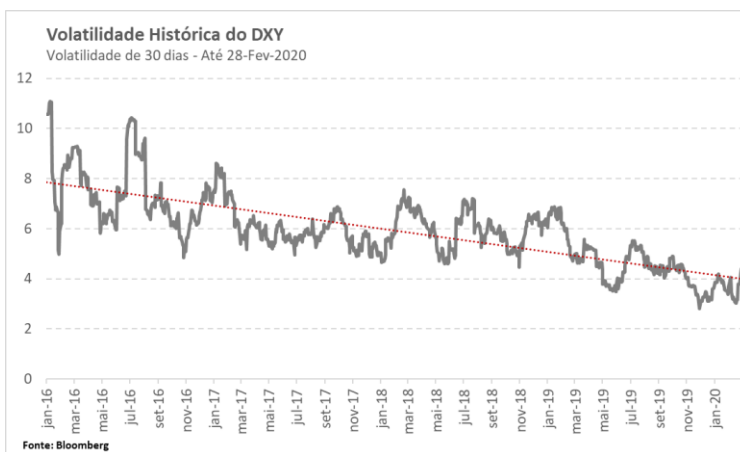
Introdução – Crise do Coronavírus

O cenário de estabilização e eventual retomada do crescimento global, que apresentamos na carta do [4º trimestre](#) de 2019, sofreu mudanças drásticas em função da crise causada pela pandemia global do coronavírus.

Não pretendemos entrar em detalhes sobre as características da epidemia, pois muita informação está sendo difundida de forma abrangente pela mídia e redes sociais. Iremos focar nos aspectos econômicos e financeiros resultantes, assim como reflexões sobre os impactos nos preços dos ativos e o ambiente de investimentos.

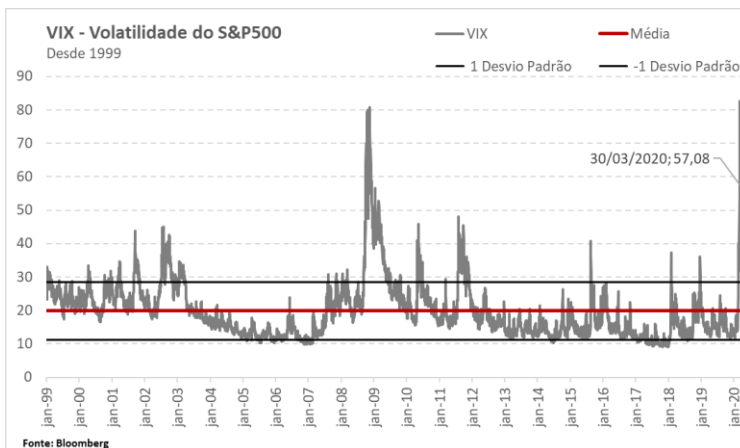
Algumas características dessa crise merecem atenção especial:

- i) Não tem precedentes na história, tanto por sua abrangência global e praticamente simultânea, como pelo efeito nos mercados em todo mundo;
- ii) É uma crise de saúde pública e não teve seu início em desbalanceamentos econômicos;
- iii) Surgiu em um momento de leniência em relação a muitos riscos financeiros, como pode ser visto no gráfico abaixo que mostra a tendência de queda na volatilidade das moedas até o início desse ano;



- iv) Aconteceu depois de um crescente fluxo de investimentos para fundos passivos e estratégias sistemáticas nos últimos anos;
- v) Diferente de outras crises financeiras, desde o início essa teve impacto real na vida de grande parte da população, tanto pela necessidade de mobilização para o *lockdown*, como por aspectos psicológicos em relação ao risco para a saúde.

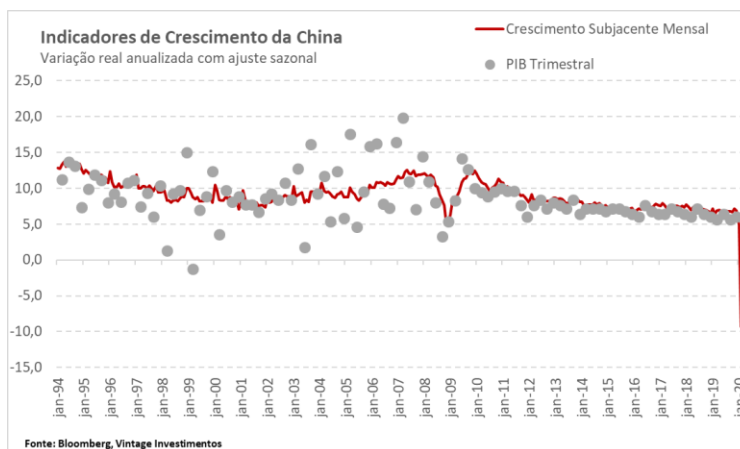
Cabe ressaltar, muito em função do item iv) citado acima, que a velocidade da queda e o aumento da volatilidade foram dos mais significativos da história, como podemos observar no gráfico abaixo do VIX, que mede a volatilidade da Bolsa americana.



Ao contrário de crises anteriores, acreditamos existir alguns atenuantes para enfrentar a atual conjuntura. Primeiro, a resposta de política econômica, tanto monetária como fiscal, foi bem mais rápida e com instrumentos já testados após 2008. Segundo, a origem do problema não foi o sistema financeiro, que se encontra mais bem capitalizado e regulado, o que nos leva a crer que a recuperação econômica possa ser mais rápida dessa vez. Por último, nos EUA, a alavancagem privada das famílias se encontra em níveis historicamente baixos, ao contrário de períodos que precederam recessões passadas.

Internacional

No começo da epidemia, as primeiras evidências empíricas apontavam para um choque negativo de oferta temporário e com impactos limitados à China. Em poucos dias, tornava-se claro o tamanho do esforço do governo chinês para conter a disseminação do vírus, com políticas radicais restringindo a mobilidade social e o funcionamento da economia no país. Na medida em que o contágio se estendia para demais países, crescendo a taxas exponenciais na Europa, criava-se uma expectativa de *lockdown* completo dessas economias, como ocorreu na China. A partir desse ponto, os preços de ativos tiveram correções fortes e abruptas. Começava a se materializar um cenário de considerável desaceleração global, ainda que de curto prazo. Porém, houve uma reavaliação deste cenário, com aumento da probabilidade de recessão, após a divulgação dos primeiros dados econômicos da China que incorporavam o período de confinamento. Nosso indicador de crescimento chinês subjacente - cuja metodologia busca extrair o sinal comum de um conjunto amplo de variáveis e, portanto, diminuir a influência de *outliers* - atingiu níveis próximos de -10% em fevereiro, como pode ser visto no gráfico abaixo.



Analisando os possíveis impactos secundários, nosso entendimento foi que o choque negativo de demanda seria maior e mais duradouro que o choque negativo de oferta e que estes efeitos não estavam mais limitados à China. De fato, uma das consequências desse choque de demanda foi a queda no preço do petróleo, agravada pela crise comercial entre Arábia Saudita e Rússia após reunião da OPEP, o que resultou em novas reduções de preço para níveis historicamente baixos.

Diante desse quadro, houve fortes revisões nas expectativas de crescimento global, causando correções adicionais nos preços de ativos e tornando as condições financeiras contracionistas, o que por sua vez, reforçava o cenário de atividade fraca.

Os bancos centrais foram os primeiros a atuar com medidas agressivas e abrangentes de provisão de liquidez para o sistema financeiro e para a economia real. Adicionalmente, governos de diversos países estão encaminhando propostas sem precedentes de estímulo fiscal para minimizar os impactos para as empresas e famílias.

A continuidade da agenda de políticas monetária e fiscal expansionistas, com ampla provisão de liquidez, será importante ao longo do tempo para afrouxar as condições financeiras e minimizar o impacto sobre a demanda, dando suporte aos mercados durante o período de *lockdown* mais agudo. Além disso, hoje temos um inimigo comum a todos os países. Praticamente toda a comunidade científica da área de saúde está dedicada na busca por remédios e vacinas para combater o vírus. É possível que em mais algumas semanas algum tipo de droga ou combinação de drogas que já estão sendo testadas, mostrem-se eficazes no combate aos sintomas da infecção, permitindo uma transição para políticas de isolamento social mais brandas.

Diante da premissa de quarentena temporária, vislumbramos um cenário de recuperação nos preços, uma vez que os países voltem à normalidade e prevaleçam os efeitos dos estímulos sobre a economia real. Vale ressaltar, porém, a importância dessa premissa. Se o *lockdown* agudo tiver que durar muitos meses ou se após o seu abrandamento os números de contágio voltarem a

subir acentuadamente, os efeitos diretos sobre desemprego serão devastadores, conforme sugerem os últimos números de pedidos de seguro-desemprego nos EUA. Além disso, os efeitos indiretos sobre confiança podem causar mudanças permanentes de comportamento. Entendemos, portanto, que um prazo curto – ao longo dos próximos dois meses – e sobretudo crível para o fim do *lockdown* é imperativo para uma mudança de tendência nos preços.

Brasil

Em meio à pandemia global, os ativos brasileiros têm tido uma performance pior do que dos seus pares emergentes, porém acreditamos que existem motivos para um desempenho melhor no relativo daqui para a frente.

Pelo fato do Brasil ser um dos países mais fechados do mundo, a correlação com o ciclo global de crescimento é menor. O país possui mais de 20% do PIB em reservas líquidas e aproximadamente 5% de dívida emitida em moeda internacional. Logo, uma desvalorização cambial é um fator estabilizador de dívida líquida. As reservas internacionais são maiores relativamente aos pares e acima do nível considerado ideal pelo FMI. Além disso, o Brasil depende pouco de financiamento externo, com menos de 15% de sua dívida total nas mãos de estrangeiros. Um outro ponto positivo no enfrentamento da crise é que as empresas brasileiras vêm trocando dívidas em moeda estrangeira por dívida em Reais. Desde 2018, o fluxo financeiro no Brasil é negativo em mais de US\$ 130 bilhões, ou seja, uma parte relevante de recursos já saiu do país, o que nos deixa menos expostos.

Usualmente, em crises econômicas, países emergentes são bastante afetados por quedas de preços de *commodities*. Porém, os termos de troca do Brasil deverão ter performance relativa melhor do que seus pares. Duas das principais *commodities* da nossa pauta de exportação, soja e minério, estão caindo aproximadamente 6% e 4% no ano, respectivamente. Em contrapartida, *commodities* importantes para demais países emergentes estão apresentando quedas significativamente maiores, por exemplo, petróleo (-66%) e cobre (-23%).

Em momentos de recessão, a solvência do sistema financeiro é sempre uma fonte de preocupação. Apesar disso, nossos bancos estão com níveis de Basileia bastante confortáveis. Consideramos baixa a probabilidade de disfuncionalidades no sistema bancário brasileiro.

Vale destacar também o estágio atual do ciclo econômico. O contexto é de um hiato historicamente aberto e inflação corrente e esperada abaixo da meta. Portanto, a resposta do Banco Central em face à crise deve ser na direção de afrouxar as condições financeiras. O choque de demanda global e sobretudo o confinamento no Brasil devem causar uma forte contração na atividade doméstica neste ano. Mesmo em um cenário de quarentena curta, é plausível um PIB fechado para o ano de 2020 inferior a -3% a.a. Diante deste quadro e da queda de preço das *commodities*, acreditamos que, a despeito da desvalorização cambial, o efeito líquido da crise será deflacionário.

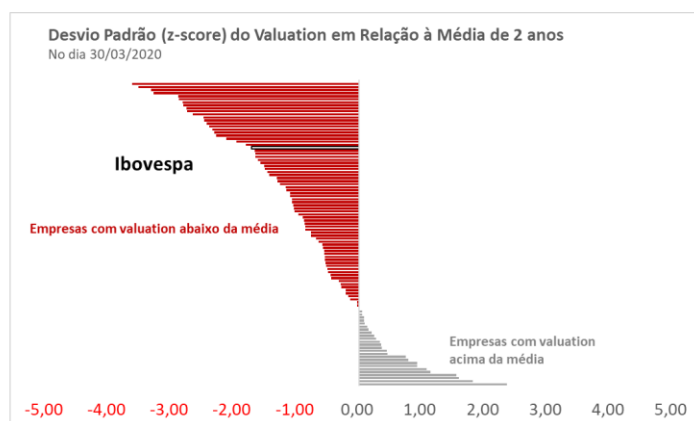
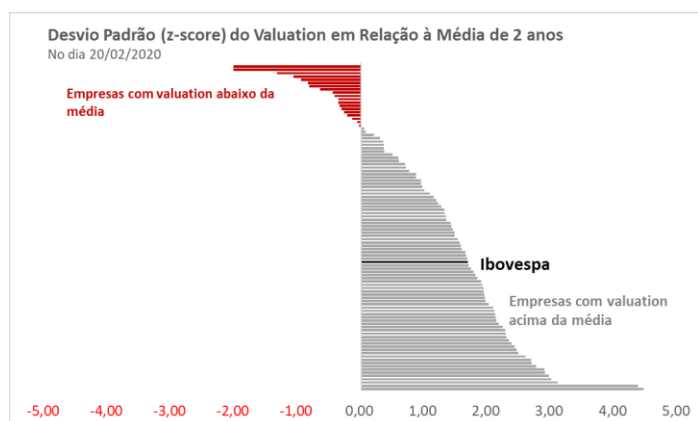
Não acreditávamos em mais cortes de juros antes do coronavírus, mas achamos que o quadro mudou radicalmente. Além de todas as medidas macroprudenciais já anunciadas, de amparo à liquidez do sistema bancário e de novas linhas de crédito subsidiadas, acreditamos que o Banco Central deveria realizar cortes de pelo menos mais 100 bps na SELIC o mais rápido possível. A despeito da preocupação demonstrada pelo Banco Central sobre o impacto que novos cortes de juros teriam sobre as condições financeiras, acreditamos que o efeito líquido será de afrouxamento. Dados os impactos sem precedentes na atividade econômica e da desancoragem para baixo nas expectativas de inflação - *breakevens* até 6 anos à frente encontram-se abaixo das metas decrescentes - o cenário prescreve condições mais estimulativas do que as atuais. Além do efeito clássico de suporte à demanda, quedas adicionais de juros aliviarão a carga financeira dos tomadores de crédito, incluindo o Tesouro, em um contexto no qual grande parte do capital de giro das empresas é pós-fixado e atrelado à SELIC. Além disso, um eventual aperto temporário das condições financeiras poderia ser mitigado com uma venda responsável de reservas e uma administração ativa da dívida pública, de forma a diminuir o risco de *duration* do mercado.

O principal risco associado à crise atual é fiscal. A maioria dos países está sinalizando e/ou aprovando medidas fiscais e aqui não está sendo diferente. Apesar de acharmos que seja necessário um estímulo fiscal, a grande preocupação é que gastos temporários para lidar com situações de calamidade tornem-se permanentes. Acreditamos ser fundamental explicitar em lei a particularidade do orçamento desse ano. O presidente da Câmara, Rodrigo Maia, já sinalizou que tentará evitar que o gasto extraordinário de 2020 se perpetue pelos próximos anos. Sugeriu inclusive um orçamento paralelo que duraria enquanto existir a crise. Essa estratégia nos parece ser a mais correta. Outro risco importante é de instabilidade política. Ao longo da crise, em diversas oportunidades, ocorreram embates entre o Executivo e o Legislativo/governadores. Isso pode gerar repercussões negativas tanto no curto quanto no médio prazo.

No mercado de ações brasileiro, com a forte desvalorização dos preços em um período tão curto de tempo, saímos de uma situação na qual havia escassez de ativos sendo negociados com desconto em relação às suas respectivas precificações médias

históricas, para um ambiente de preços possivelmente desconhecidos dos seus valores intrínsecos, mesmo considerando uma perspectiva adversa pela frente. Para exemplificar, um pouco antes do Carnaval deste ano, das 100 maiores empresas listadas na B3, apenas 20% se encontravam abaixo de suas médias históricas normalizadas de precificação, sendo que o Ibovespa estava a 1.70 desvio padrão acima da média¹. Quando consideramos os preços atuais, cerca de 75% das empresas estão sendo negociadas abaixo das respectivas médias históricas² e o Ibovespa se encontra a 1.71 desvio padrão abaixo da média, como mostram os gráficos abaixo.

Mesmo estimando uma forte retração dos resultados da grande maioria das empresas nos próximos trimestres, o desconto ainda é significativo e, se por um lado sugere que o momento atual embute um alto grau de incerteza, por outro nos parece uma boa oportunidade de investir em bons ativos com margem de segurança. Outro ponto que chamou a atenção foi a virulência da queda das ações: quando analisamos os dados históricos do índice IBX³, as semanas de 09/03/20 a 20/03/20, foram as duas semanas consecutivas com maior queda da série (-34.65%), superando os piores momentos da Crise Financeira de 2008 (06/10/08 a 27/10/08: -29.05%) e a Crise de Ásia em 1997 (20/10/97 a 31/10/97: -27.94%).



Carta Extraordinária - Março 2020

No dia 13 de março, enviamos aos cotistas uma [carta extraordinária](#) para explicar as maiores posições do fundo naquele momento e compartilhar o que estava sendo feito na gestão do portfólio, conforme trecho abaixo:

“Para explicar as maiores exposições do fundo no momento vale contextualizar o posicionamento desde o início do ano e as alterações que foram realizadas.

Iniciamos o ano com um STRESS no fundo de 13.7%... principais posições:

- i) comprados em 18.4% do patrimônio entre ações e Índice Ibovespa;*
- ii) vendidos em 6.8% do patrimônio em S&P500;*
- iii) comprados em 16.3% do patrimônio em bonds de empresas brasileiras, sendo 80% da posição em bonds de Banco do Brasil, Cemig e Petrobras;*
- iv) posição aplicada em 1.9 PLs equivalente ano em Juro Real casada com posição comprada em 4.7 PLs equivalente ano em Inflação Implícita;*
- v) tomados em 1.8 PLs equivalente ano em inclinação de curva pré.*

Além dessas principais posições o fundo possuía alguns outros hedges, como posição vendida em moeda de Hong Kong, posição vendida em moeda da China, posição vendida em moeda da Arábia Saudita e posição comprada em lene japonês, posição aplicada na parte curta da curva de juros americana (que naquele momento não precisava nenhum corte iminente) e, por fim, tomados em inclinação de juros na curva americana.

Ao longo da semana do Carnaval, com a primeira grande queda nos mercados, resolvemos tirar alguns dos hedges e iniciamos uma posição vendida em VAR SWAP (aposta na queda da volatilidade realizada até maio e junho de 2020) acreditando que o efeito do coronavírus seria passageiro e não produziria impactos definitivos nas grandes economias.

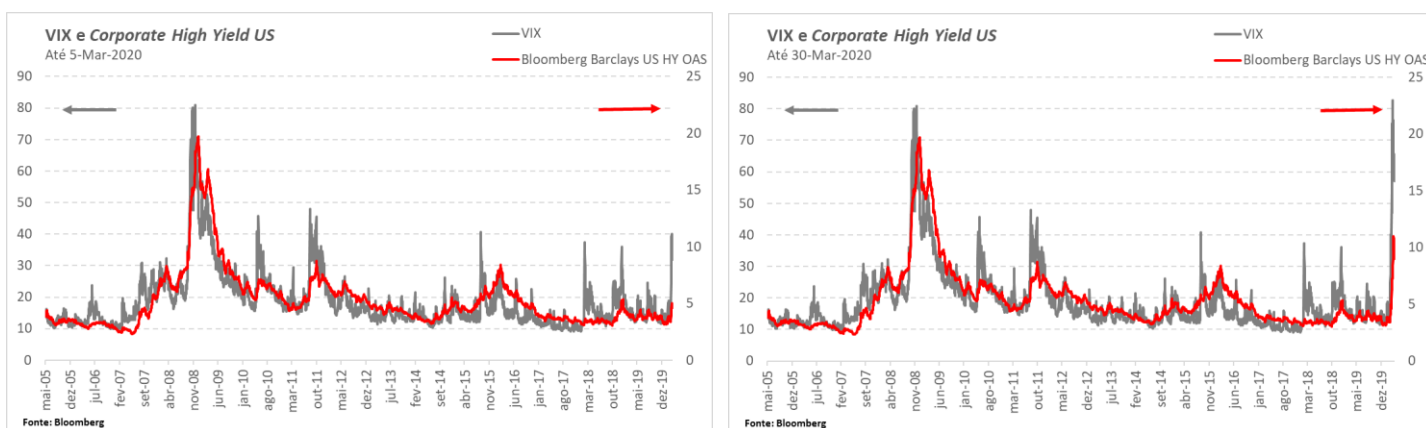
¹ Série histórica considerando o período de janeiro de 2018 até fevereiro de 2020.

² Série histórica considerando o período de janeiro de 2018 até 30 de março de 2020.

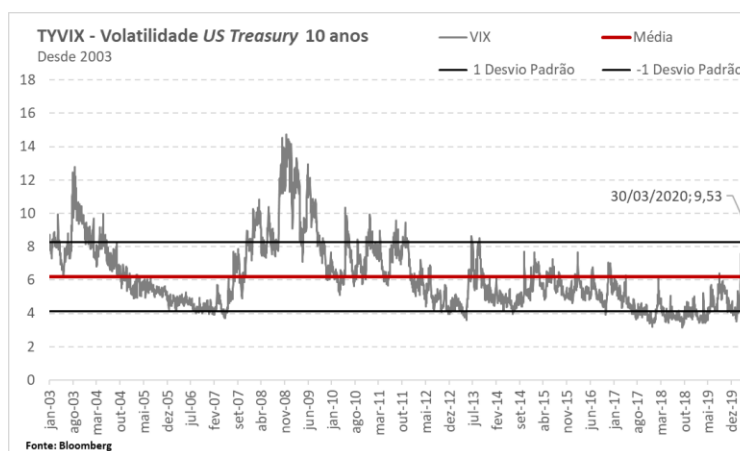
³ Para essa análise, foi considerado o índice IBX pelo fato de ser o índice de ações mais representativo do mercado brasileiro, composto por aproximadamente 100 ações, e que não sofreu alterações em sua metodologia de cálculo ao longo de toda a sua história.

À medida que a crise foi se deteriorando e após o grande movimento do dia 09/03... Iniciamos (...) a redução de todas as posições não core, como todas as posições em moedas, Cupom Cambial, Fed Funds Futures, Bonds Soberanos ligados à inflação, pares de ações internacionais e redução também na exposição bruta do livro de Juro Real com Inflação Implícita, deixando o risco mais concentrado na estratégia de Ações Brasileiras, Bonds de empresas, vendidos em VAR SWAP e tomados em inclinação de curva pré."

Com relação à posição vendida em VAR SWAP, iniciada na última semana de fevereiro, gostaríamos de acrescentar um comentário. Como pode ser observado no gráfico abaixo, as volatilidades implícitas das opções do S&P500 (VIX) começaram a subir de forma expressiva e chegaram a um nível acima de 30% ao ano. Naquele momento, consideramos um nível elevado quando comparado com o histórico e com outros indicadores de *stress* dos mercados, como o *spread* dos *bonds High Yield* nos EUA representado pelo Bloomberg Barclays US HY OAS. Não considerávamos até então a hipótese dessa crise de saúde produzir impactos nos mercados mais significativos do que a crise de 2008, nem que o VIX especificamente se deslocaria em uma proporção muito mais expressiva que outras medidas de risco. Ao longo do mês, tanto as volatilidades implícitas (VIX) como a realizada chegaram a níveis semelhantes ao de 2008, apesar de alguns outros indicadores não chegarem a níveis tão altos como 2008/2009. Uma parte significativa desse movimento pode ser explicada pela zerada tempestiva de muitas posições vendidas em volatilidade.



Acreditamos que, como nas outras crises, a volatilidade se normalize nos próximos meses. A medida de volatilidade do US 10Y *Treasury* já começou a se normalizar, tendo caído já 50% de sua máxima, conforme apresentamos abaixo.



No final do mês de março, após recuperação de mais de 20% nos preços do Ibovespa e do S&P500, reduzimos um pouco as posições em índices, mantendo em *single names* e aumentamos as posições aplicadas em juros no Brasil, após o *sell-off* no mercado, tanto no juro nominal quanto juro real, alterando na margem o balanço de risco entre classes de ativos.

As principais posições do fundo hoje são:

- (i) Pré Direcional: Posição aplicada na parte curta da curva, em torno de 3 PLs equivalente ano.
- (ii) Pré Inclinação: Posição tomada em inclinação da parte intermediária e longa da curva, em torno de 2.5 PLs equivalente ano.
- (iii) Juro Real: Posição aplicada reduzida para 2.2 PLs equivalente ano.
- (iv) Inflação: Posição tomada em inflação na parte intermediária e longa da curva, reduzida para 2.9 PLs equivalente ano.
- (v) Corporate Brasil: Reduzimos, na margem, nossas posições, mantendo nossas principais alocações em *eurobonds* de Banco do Brasil, Cemig e Bannisul, mantendo as posições em CDS soberanos e de Petrobrás como *hedge* para uma parte da carteira.
- (vi) Ações Brasil: As exposições bruta e líquida se encontram, respectivamente, 15% e 11% (comprada). Nossas posições mais relevantes permanecem sendo nos setores de Real Estate (Propriedades), Consumo e Educação.
- (vii) Ações Globais: Posição tática comprada em torno de 2% de S&P 500.
- (viii) VAR SWAP: Posição vendida para Maio e Junho – US\$280,000 de VEGA.

VINTAGE MACRO MASTER FIM
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE
Desempenho 1º Tri 2020

	FUNDO
Estratégias Direcionais	-1,579
Estratégias de Valor Relativo	-100
Hedge	50
Custos	-39
Caixa	-8
Total	-1,676

Alocação Média 1ºTri 2020

Estratégias Direcionais	104.5%
Estratégias de Valor Relativo	-4.7%
Hedge	-0.9%
Custos	0.0%
Caixa	1.1%
Fundo	100.0%

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	-590
Ações Global	-169
BRL	-141
Cupom Cambial	16
Outras Moedas	-107
Inflação Brasil	-389
Inflação Global	0
Pré Direcional	464
Juro Real	-111
Corporate Brasil	-243
Corporate Global	-0
Juro Global	-8
Volatilidade	-301
Total	-1,579

Estratégias Direcionais

Ações Brasil	11.6%
Ações Global	2.2%
BRL	3.8%
Cupom Cambial	6.1%
Outras Moedas	17.4%
Inflação Brasil	31.2%
Inflação Global	0.0%
Pré Direcional	-1.4%
Juro Real	25.6%
Corporate Brasil	5.9%
Corporate Global	-0.1%
Juro Global	0.6%
Volatilidade	1.8%
Total	104.5%

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	364
RV Cupom Cambial	0
RV Juro Global	0
Intermercado	-122
Long Short Brasil	-328
Long Short Global	-14
Total	-100

Estratégias de Valor Relativo

Pré Inclinação	-14.1%
RV Cupom Cambial	0.0%
RV Juro Global	0.0%
Intermercado	1.4%
Long Short Brasil	7.4%
Long Short Global	0.6%
Total	-4.7%

Desempenho

Alfa	-1,676
CDI	101
Gestão	-1,576
% do CDI	

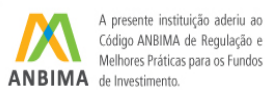
Stress por região

Brasil	76.2%
Global	23.8%
Stress Total	-13.2%

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



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

Leia o Prospecto e o Regulamento antes de investir. A Vintage Investimentos Ltda. Não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas nesse material são de caráter exclusivamente informativo e não devem ser consideradas uma recomendação ou oferta para aquisição de cotas de fundos de investimento. Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos (FGC). Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento dos fundos de investimento ao aplicar seus recursos. Maiores detalhes podem ser obtidos na lâmina de informações essenciais produzida pelo administrador dos fundos localizada no website <http://www.intrag.com.br>. Estes fundos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento; tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e Taxa de Saída. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário de longo prazo.