

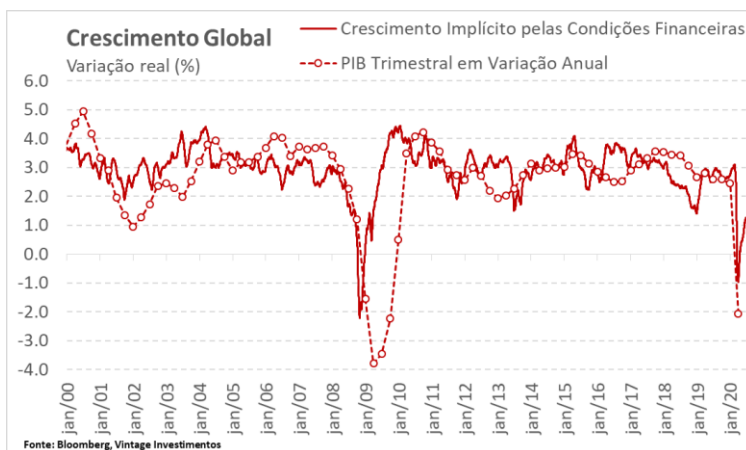
## Cenário de Investimentos

### Internacional

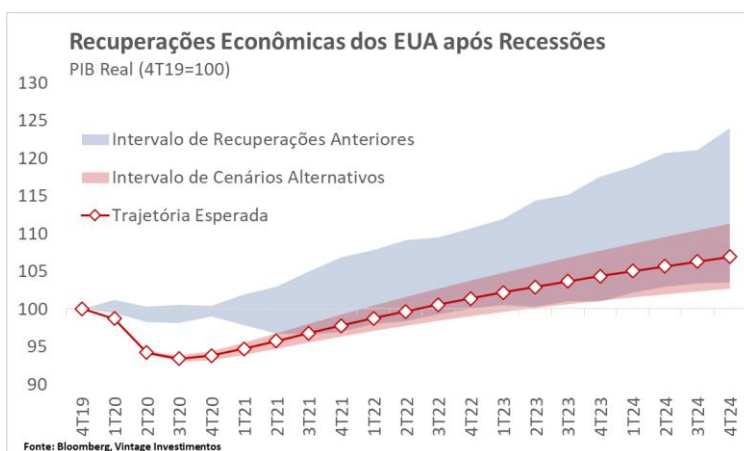
Apesar da elevada incerteza sobre a evolução da pandemia de Covid-19, diversas classes de ativos tiveram valorização expressiva durante o 2º trimestre de 2020. Destaca-se a variação acumulada do S&P 500 desde o início do ano que, após atingir o mínimo de -31% em meados de março, encontra-se em torno de -4%. Acreditamos que esta retomada significativa dos preços foi influenciada por dois principais fatores: (i) reabertura gradual das economias sem novos surtos generalizados de Covid-19 e (ii) medidas de estímulo tempestivas e em grandes proporções dos governos e bancos centrais. Em relação ao ponto (ii), no âmbito monetário, é importante ressaltar a atuação do *Fed* no mercado de *corporate bonds*, que até então não tinha feito parte dos programas anteriores de compra de títulos. Essa novidade contribuiu para uma redução forte e rápida dos *spreads* de crédito e consequentemente, para o afrouxamento das condições financeiras. Já no âmbito fiscal, as medidas focadas em reposição de renda foram importantes para se evitar uma queda muito forte do poder aquisitivo das famílias e podem ter evitado, pelo menos no curto prazo, uma queda ainda mais brusca da atividade econômica.

Após quedas abruptas no 1º e principalmente no 2º trimestre do ano, a recuperação econômica no 3º tri deverá ser forte, trazendo uma sensação de uma recuperação em “V”. Todavia, a incerteza quanto à dinâmica futura da pandemia permanece elevada. Além disso, dados econômicos divulgados até o momento sugerem alguns danos duradouros à economia global. Problemas no balanço de algumas empresas parecem inevitáveis dada a magnitude do choque, além do fato de que algumas delas podem simplesmente ficar obsoletas em função da provável mudança no padrão de consumo pós pandemia.

Como pode ser visto no gráfico abaixo, nossa métrica de crescimento global implícito pelas condições financeiras, que tende a ser indicativa do ciclo econômico à frente, ainda está em níveis historicamente baixos, a despeito da rápida recuperação de -1% para 1% em aproximadamente 3 meses.



Nos EUA, os dados de atividade colapsaram em abril, porém os números subsequentes indicam retomada significativa, com destaque para a criação de empregos. Não obstante, a magnitude da recuperação do emprego excedeu consideravelmente os demais dados e, em geral, o mercado de trabalho reflete o ciclo econômico com defasagem. Em termos de consumo privado, as últimas divulgações mostram que o governo mais do que compensou a queda de renda das famílias. Neste contexto, vale ressaltar que as vendas no varejo do *control group*, que exclui componentes voláteis, já estão acima do nível de dezembro de 2019. Contudo, estas medidas compensatórias de renda têm caráter temporário e podem ser revertidas rapidamente. Este tipo de incerteza cria obstáculos relevantes para uma recuperação mais forte do consumo a médio prazo, uma vez que o consumo é função, entre outros fatores, da expectativa de renda permanente. Como pode ser visto no gráfico abaixo, diante deste cenário ainda bastante incerto, nossos modelos sugerem que o PIB real dos EUA deva retornar ao nível do 4º trimestre de 2019 entre o 1º trimestre de 2022 e o 2º trimestre de 2023 – uma variância de resultado acima do normal.



Após o *Fed* afirmar no último comunicado que não há um teto e sim um piso para a compra de ativos, há duas outras principais estratégias sendo consideradas como forma de reforçar a sinalização de um longo período de juros estáveis no *lower bound*: (i) *forward guidance* (*calendar-based* ou *outcome-based*) e (ii) *yield curve control* (*YCC*). Enquanto a primeira é amplamente conhecida e o foco do debate está na forma de comunicação, a segunda é inédita para o *Fed*. De acordo com discursos recentes por membros do *FOMC*, o *YCC* provavelmente seria implementado com atuações limitadas na parte curta/média da curva de juros. Apesar da eficácia destas medidas ser dúbia, pois os preços já refletem juros estáveis durante os próximos anos, há possíveis efeitos secundários positivos, especialmente no contexto de um novo arcabouço de política monetária. Neste sentido, o *Fed* estuda a adoção de *average inflation targeting*. Esta mudança e as estratégias citadas acima, se forem críveis, podem reduzir adicionalmente a taxa de juros real, através de *breakevens* de inflação mais altos e contribuir para o enfraquecimento do dólar.

Como pode ser visto no nosso modelo de PIB real dos EUA, as incertezas com relação à velocidade e trajetória da recuperação econômica seguem altas. A grande dispersão de análises sobre o formato da recuperação econômica global (“V”, “U”, “L” ou “square root shape”) mostra que essa incerteza não é um problema só nosso. Estimar o efeito líquido sobre a atividade econômica ao longo do tempo quando se tem choques da magnitude que tivemos, tanto na economia real como de resposta de política econômica, não é tarefa simples.

Acreditávamos no início do 2º trimestre que poderia haver no curto prazo um descolamento entre a recuperação econômica e a recuperação dos mercados / preços de ativos. O esforço e disposição sem precedentes de políticas estimulativas por parte dos BCs e governos do mundo, aliados a preços muito deprimidos, tornavam apostas na recuperação dos mercados bastante assimétricas na nossa avaliação. Na prática, as políticas extraordinárias que vêm sendo implementadas desde a crise de 2008, reforçadas agora no pós Covid-19, consistem em retirar ativos / risco da mão do setor privado em troca de liquidez. Direta ou indiretamente, cada vez há mais liquidez e menos ativos financeiros para investimentos pelo setor privado, gerando uma consequente alta nos preços. A eficiência desse *suppression* financeiro em inflacionar os ativos tem sido muito grande, na medida em que a dose do remédio tem sido cada vez maior e ainda não há nenhum sinal de inflação de bens e serviços.

A despeito de ainda considerarmos o vetor global positivo para os mercados, do ponto de vista de investimentos, as assimetrias já não nos parecem tão claras agora em função da recuperação importante que ocorreu ao longo do 2º trimestre. Em certa medida, os preços já refletem a expectativa de manutenção durante muito tempo de políticas estimulativas e uma recuperação econômica relativamente rápida, o que reduz o potencial de valorizações adicionais no curto prazo. Além disso, começa a entrar no radar dos mercados, com peso crescente, as incertezas com relação às eleições americanas, tanto no que diz respeito à uma eventual vitória Democrata, como ao natural aumento do barulho e tensões geopolíticas durante a campanha eleitoral.

Neste ambiente de condições financeiras amplamente expansionistas e retomada gradual do crescimento nos países desenvolvidos, vislumbramos performances positivas, mas distintas entre ativos de países emergentes. Diferente de outros momentos no passado, quando aumentos de liquidez global quase sempre traziam fluxos e ganhos indiscriminados para os ativos de emergentes, dessa vez pode ser diferente. Apesar da magnitude do aumento da liquidez agora ser muito grande, ela está sendo acompanhada por aumento dos déficits fiscais dos países desenvolvidos. Mesmo que por enquanto as emissões líquidas de dívida sejam baixas em função do aumento das compras de títulos pelos Bancos Centrais, em algum momento esse fluxo para financiar países desenvolvidos pode concorrer com o fluxo para emergentes. Além disso, os juros de países emergentes também caíram muito dessa vez e vários deles se viram obrigados a expandir seus gastos, agravando em alguns casos desequilíbrios fiscais e/ou nas contas

externas já existentes. Terminamos o trimestre com posições pequenas nos mercados globais, com destaque para uma posição líquida vendida em USD versus NOK e SEK (excluindo a posição comprada em *call* de USDHKD) e uma pequena posição tomada em juros na parte curta da curva americana.

## Brasil

Dentre as inúmeras consequências negativas que a pandemia trouxe, a mais relevante e preocupante do ponto de vista econômico foi agravar ainda mais o nosso quadro fiscal. Sob pressão econômica, social e política ainda maiores, temos que voltar à agenda de consolidação fiscal. Nesse sentido, as escolhas políticas pós Covid-19 serão um verdadeiro teste de fogo para o atual governo e fundamentais para a trajetória econômica e percepção de risco futuro do país.

Mesmo que seja inexorável alguma extensão das medidas de ampliação de renda e crédito implementadas para minimizar os efeitos da pandemia, é fundamental delimitá-las no tempo e voltar para a agenda de reformas que reduzam as despesas obrigatórias e aumentem nossa produtividade. Apesar de vários países terem recorrido a estímulos fiscais e aumento de dívida, nosso ponto de partida é pior do que nossos pares e mesmo assim fomos um dos países emergentes que mais gastou na crise.

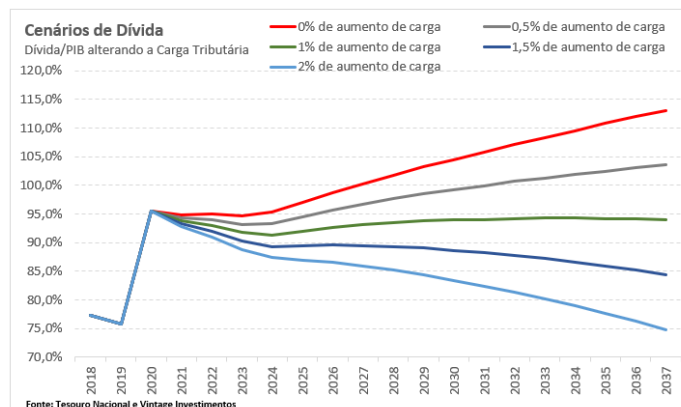
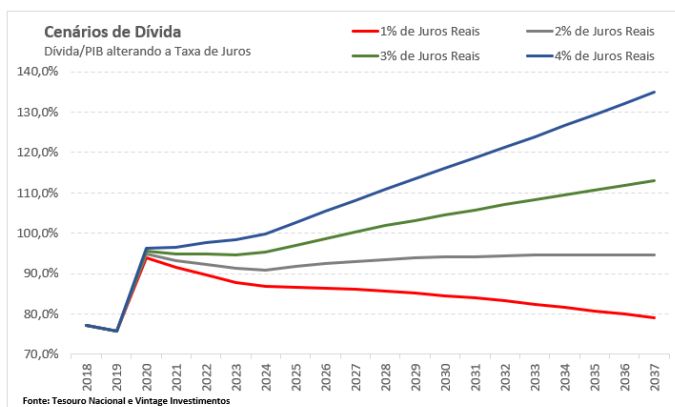
Para dimensionar o tamanho do problema, vale explicitar alguns dados cíclicos e estruturais da nossa realidade fiscal para tentar projetar cenários plausíveis da dinâmica da dívida. A crise do Covid-19 foi um choque sem precedentes sobre uma economia já muito fragilizada por anos de recessão econômica. Mesmo sujeito a muitas incertezas, nossa projeção indica uma queda do PIB em 2020 em torno de -7% e uma recuperação de +5% em 2021, com um impacto importante sobre a arrecadação. Além disso, o “*coronavoucher*” tem um custo de aproximadamente R\$ 50 bilhões por mês. Adicionando-se aos 3 meses já aprovados mais 3 meses de extensão decrescente dos benefícios, que nos parece a hipótese mais provável, temos um aumento do déficit de no mínimo R\$ 250 bilhões somente nesse item. Juntando a queda do PIB e seu impacto sobre a arrecadação, o aumento de gastos e a postergação / isenção de impostos, as projeções de mercado para a Dívida/PIB variam entre 90% a 100% do PIB para o final desse ano. A IFI (Instituição Fiscal Independente do Senado Federal) projetou em seu último relatório mensal 96,1%, enquanto nossa estimativa é de 95% – uma piora “discreta” de praticamente 20% do PIB quando comparado ao nível pré Covid-19. Do ponto de vista estrutural, ainda temos uma rigidez orçamentária enorme e despesas obrigatórias com crescimentos insustentáveis. Além disso, vale ressaltar as mudanças demográficas relevantes pelas quais o Brasil vem passando e que já vêm pesando sobre o nosso potencial de crescimento. No início do século, a População em Idade Ativa (PIA) crescia a 2% a.a. e é esperado que em 2040 já tenhamos crescimento negativo dessa medida. Qualquer exercício sobre dinâmica de dívida tem que levar isso em consideração, sob o risco de superestimar o crescimento de médio e longo prazo do país.

Para que o teto de gastos seja mantido e respeitado a partir de 2022, seriam necessárias mudanças profundas na estrutura de gastos obrigatórios brasileiros. Uma reforma administrativa que revise as carreiras dos servidores (incluindo da ativa), a alteração do seguro desemprego e do abono salarial, além de uma eventual nova reforma da previdência. Possivelmente, também seria necessário reajuste do salário mínimo abaixo da inflação que, além de extremamente impopular, é inconstitucional. Um desafio político e tanto.

Abaixo apresentamos dois exercícios de dinâmica de Dívida/PIB, assumindo como premissas: (i) despesas não previdenciárias crescendo a uma média de 0,5% em termos reais ao ano; (ii) despesas previdenciárias com um crescimento nos próximos 20 anos conforme a reforma que foi aprovada no Congresso em 2019; (iii) crescimento do PIB de -7% em 2020, +5% em 2021 e posteriormente um PIB crescendo 1,3% acima do crescimento da PIA. É importante observar que está implícito nessas premissas o não cumprimento do teto de gastos a partir de 2022. Propositalmente, o objetivo desses exercícios foi não ser rigoroso com as hipóteses por trás das projeções, mesmo porque elas variam muito em diferentes cenários de aprovação de reformas. Além disso, existe uma interdependência entre as hipóteses do modelo. Para diferentes curvas de crescimento de gastos obrigatórios, existem hipóteses diferentes sobre o juro implícito da dívida de longo prazo, assim como a hipótese sobre o crescimento de longo prazo também é afetada dependendo do nível da carga tributária que é assumida. O objetivo principal foi simplificar para explicitar a sensibilidade da dinâmica da Dívida/PIB à taxa de juros e à carga tributária, supondo um crescimento de despesas e do PIB que nos parecem mais plausíveis.

No primeiro exercício, a única variável de ajuste é o juro real efetivo implícito da dívida bruta. Nesse cenário, o Brasil só teria superávit primário em 2027. Como pode ser visto no gráfico abaixo, fica claro que a dívida só se estabiliza com juros reais abaixo de 2% a.a.. Mesmo levando em consideração a conjuntura atual de juros extremamente baixos no mundo e um “mix” de política econômica no Brasil que têm contribuído para estarmos experimentando um juro de equilíbrio mais baixo do que no passado, supor que no longo prazo o juro implícito da dívida será abaixo de 2% nos parece otimista, ainda mais sem atacar o problema estrutural da

dinâmica dos gastos. No segundo exercício se introduz mais uma premissa, a de que os juros reais implícitos da dívida são de 3% a.a., e a única variável de ajuste é a carga tributária.



Pelo gráfico à direita acima, percebemos que a sensibilidade da Dívida/PIB é alta para variações da carga tributária. Aumentos da carga entre 1,5% a 2% do PIB tornariam a dinâmica da dívida sustentável sob as demais hipóteses.

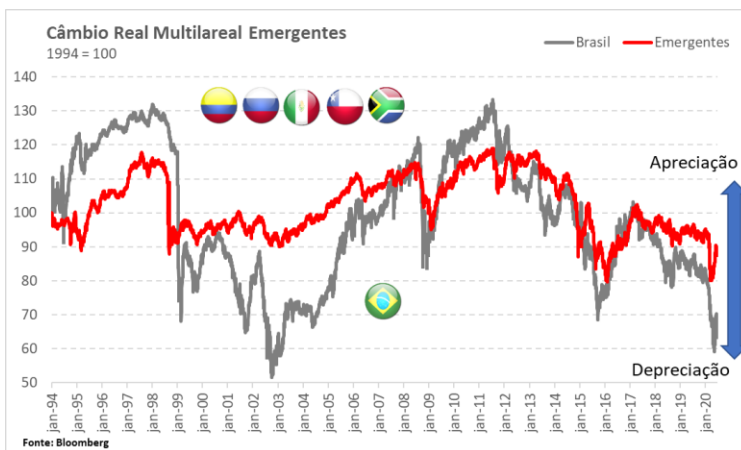
O ponto que queremos chamar a atenção é que em um cenário realista de controle de gastos, parece-nos muito improvável que não ocorra algum aumento de imposto no Brasil para se estabilizar a Dívida/PIB. Por mais que o discurso hoje seja contrário a qualquer aumento da carga tributária e que ela seja de fato muito alta para um país emergente, essa nos parece a saída política menos custosa e mais viável dada a conjuntura brasileira.

Não temos uma opinião muito favorável à criação de uma meta de dívida como tem sido ventilado recentemente pela mídia. A venda de “excesso” de ativos é boa, mas se o crescimento dos gastos primários não for contido, o esforço terá sido em vão e a dívida voltará a crescer com o passar do tempo. Além disso, a venda de ativos diminui o estoque corrente da dívida bruta, mas não necessariamente da líquida. Melhor seria alocar o restante do capital político para tentar passar uma reforma administrativa e tributária, que melhoraria a dinâmica de gastos e de crescimento para os próximos anos.

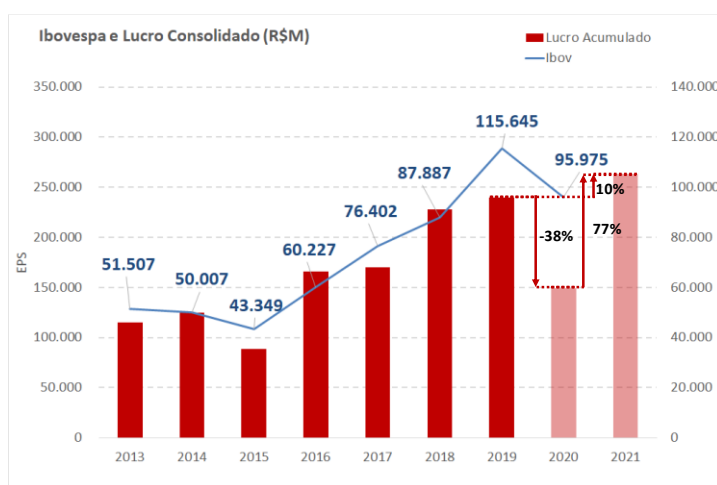
A respeito da política monetária, acreditamos que o nível atual de juros esteja próximo do limite de estímulo. Mesmo que pelo *framework* formal do regime de metas de inflação seja possível mais algum corte de juros na próxima reunião do Copom, dado o tamanho do hiato e das projeções abaixo do centro das metas para os próximos 18 meses, a queda pode ser limitada pelo equilíbrio (ou desequilíbrio) externo. A despeito de não acreditarmos em uma fuga grande da poupança em reais para o dólar, uma volatilidade excessiva do câmbio, como temos observado, torna-se contraproducente para a necessária retomada econômica e não deixa de ser um sinal importante da existência de algum desequilíbrio. Nesse sentido, acreditamos que a Selic muito próxima ou abaixo do cupom cambial traria riscos desnecessários e, potencialmente, geraria desequilíbrios financeiros ainda maiores. Juros em torno de 2% nos parece o limite responsável de estímulo na atual conjuntura. Apesar de acharmos que os juros devem permanecer muito baixos e estimulativos por um bom tempo, seguimos com a visão de que o prêmio implícito na estrutura a termo de juros está baixo quando comparado aos demais ativos brasileiros. O fato da curva estar bastante inclinada é natural e é função do juro corrente estar em um nível extraordinariamente estimulativo. Com a hipótese de normalização gradual dos juros a partir de 2022 em direção a um novo neutro (em torno de 6% a 7% a.a. nominal - hipótese otimista dado o tamanho do nosso desafio fiscal), o prêmio na parte longa nos parece baixo. Gostamos de posições tomadas em inclinação de curva, que contam com *carrego* e *roll-down* bem interessantes nos atuais níveis.

Em relação ao câmbio, julgamos que o Real esteja com um *valuation* atrativo. Em nossas simulações, o atual nível ao redor de 5,40, estaria 15% mais depreciado do que o nosso modelo indica e nesses níveis deve levar a um déficit em conta corrente próximo a zero em 2020 e 2021, situação bastante incomum para um país emergente com carência de poupança doméstica. É importante ressaltar que o Real vem tendo um desempenho pior do que as moedas dos nossos pares, como pode ser visto no gráfico abaixo. Chama a atenção em particular que a *underperformance* é sobre uma classe de ativos que, por sua vez, também está em um nível bastante depreciado historicamente. Outro ponto que se destaca muito é a volatilidade. Já tivemos uma recuperação importante de praticamente todos os ativos desde o colapso dos mercados em março, mas o Real segue com uma volatilidade realizada em torno de 30% a.a.. Historicamente, esse nível só é mantido por curtos períodos de tempo. A melhor explicação que encontramos é que os fluxos da conta de capital e de *hedge* cambial mudaram bastante, tanto em direção quanto em magnitude com a nova realidade de

juros baixos, não sendo compensados por fluxos da corrente de comércio. Além disso, juros baixos têm permitido a ampliação de estratégias de investimento sistemáticas (robôs), na medida em que o carregamento não penaliza posições compradas em USDBRL como no passado. Temos mantido uma postura oportunística em posições no Real, privilegiando a venda de USDBRL nos momentos de stress.



Os mercados de ações continuam em trajetória de recuperação, influenciados por dados de atividade marginalmente melhores e a expectativa de que o momento mais agudo da crise tenha ficado para trás. Como pode ser visto no gráfico abaixo, as últimas estimativas de resultado consolidado das empresas listadas na B3 apontam para uma queda de quase 40% dos lucros em 2020 comparado com 2019, o que indica a dimensão do impacto dos efeitos da Covid-19 na economia. Quando consideramos os dados para 2021, os números sugerem a recuperação do nível de lucratividade das empresas listadas, com incremento de 10% em relação a 2019. Mesmo com todas as incertezas, acreditamos que há significativo desconto na precificação de grande parte das ações da bolsa brasileira. O descolamento dos preços das ações em relação aos respectivos fundamentos, representa uma excelente oportunidade para investidores que objetivem o longo prazo. Temos privilegiado uma carteira de ações de empresas que são líderes em seus respectivos setores, possuem escala, marca, solidez de balanço e acesso facilitado ao mercado de capitais. Estas empresas tendem a melhorar seus resultados no pós crise, principalmente com o arrefecimento da concorrência.



No campo político, a probabilidade de impeachment ainda nos parece baixa. O caminho via Congresso requer um presidente com popularidade bem mais baixa do que a atual. Nesse sentido, é muito importante acompanhar a evolução dos números daqui para a frente diante da crise econômica e política. A princípio, a inclusão do Centrão à base aliada é uma blindagem importante. A via jurídica que nos parece mais preocupante é o inquérito das Fake News no STF que, potencialmente, pode explicitar alguma espécie



de financiamento ilegal de propaganda digital para a chapa Bolsonaro-Mourão nas eleições passadas. Nesse caso, seria necessária a realização de novas eleições. Acreditamos que a ausência de uma legislação atualizada sobre mídias digitais em escala global possa ser um atenuante importante.

### Atualização Institucional

A partir de 1° de julho, a Vintage Investimentos passa a ter uma nova organização na gestão dos fundos, porém sem alterações na filosofia, no processo de investimentos ou na equipe. A empresa passará a ter mais produtos em sua grade com a abertura de fundos de ações Long Bias e fundo de Bonds. Os três sócios-fundadores e gestores passam a ser responsáveis exclusivamente por cada uma das estratégias. Rodrigo Carvalho passa a ser o gestor responsável pela estratégia Macro, Guilherme Amaral pelas estratégias de Ações, com o Marcelo Gerbassi como co-gestor, e Ricardo de Paulo será o gestor da estratégia de Bonds. Em breve enviaremos mais informações sobre os lançamentos dos novos fundos.

As principais posições do fundo hoje são:

- (i) BRL: posição tática vendida em USD/BRL encerrando o mês de junho em torno de 15% do PL.
- (ii) Outras Moedas: As posições mais relevantes no *book* são as compradas em NOK e, SEK e as vendidas em EUR e HKD.
- (iii) Pré Direcional: Posição tomada na parte longa da curva, em torno de 0,8 PL equivalente ano.
- (iv) Pré Inclinação: Posição tomada em inclinação da parte longa da curva, reduzida para 0,8 PL equivalente ano.
- (v) Inflação: Posição tomada em inflação na parte intermediária e longa da curva, reduzida para 2 PLs equivalente ano.
- (vi) Corporate Brasil: Redução expressiva em nossas posições para 3% do PL, de acordo com a nova Política de Investimentos da estratégia, que passa a adotar uma postura mais tática para esta classe de ativos. Mantemos nossas principais alocações em *eurobonds* de Petrobras, Cemig, Banrisul e Banco do Brasil.
- (vii) Juro Global: posição tomada na parte curva da curva americana de 1 PL equivalente ano.
- (viii) Ações Brasil: As exposições bruta e líquida se encontram, respectivamente, em 28% e 6% (comprada).
- (ix) Ações Globais: Posição tática comprada em torno de 3% de S&P 500.
- (x) Commodities: Posição tática comprada em torno de 5% em ouro.

**VINTAGE MACRO MASTER FIM**
**ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE**
**Desempenho 2º Tri 2020**

	FUNDO
Estratégias Direcionais	800
Estratégias de Valor Relativo	322
Hedge	-36
Custos	-23
Caixa	-44
<b>Total</b>	<b>1,019</b>

**Alocação Média 2ºTri 2020**

Estratégias Direcionais	90.2%
Estratégias de Valor Relativo	8.1%
Hedge	-1.6%
Custos	0.1%
Caixa	3.2%
<b>Fundo</b>	<b>100.0%</b>

**Estratégias Direcionais**

Ações Brasil	225
Ações Global	29
BRL	135
Cupom Cambial	3
Outras Moedas	-6
Inflação Brasil	-75
Inflação Global	0
Pré Direcional	161
Juro Real	126
Corporate Brasil	167
Corporate Global	-1
Juro Global	-21
Volatilidade	59
<b>Total</b>	<b>800</b>

**Estratégias Direcionais**

Ações Brasil	33.5%
Ações Global	-2.9%
BRL	11.8%
Cupom Cambial	0.0%
Outras Moedas	4.7%
Inflação Brasil	2.2%
Inflação Global	0.0%
Pré Direcional	7.4%
Juro Real	13.7%
Corporate Brasil	18.7%
Corporate Global	-0.4%
Juro Global	0.0%
Volatilidade	1.6%
<b>Total</b>	<b>90.2%</b>

**Estratégias de Valor Relativo**

Pré Inclinação	147
RV Cupom Cambial	0
RV Juro Global	0
Intermercado	6
Long Short Brasil	143
Long Short Global	25
<b>Total</b>	<b>322</b>

**Estratégias de Valor Relativo**

Pré Inclinação	-3.3%
RV Cupom Cambial	0.0%
RV Juro Global	0.0%
Intermercado	11.8%
Long Short Brasil	-1.0%
Long Short Global	0.6%
<b>Total</b>	<b>8.1%</b>

**Desempenho**

Alfa	1,019
CDI	74
Gestão	1,093
% do CDI	1475.6%

**Stress por região**

Brasil	98.2%
Global	1.8%
<b>Stress Total</b>	<b>-11.7%</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