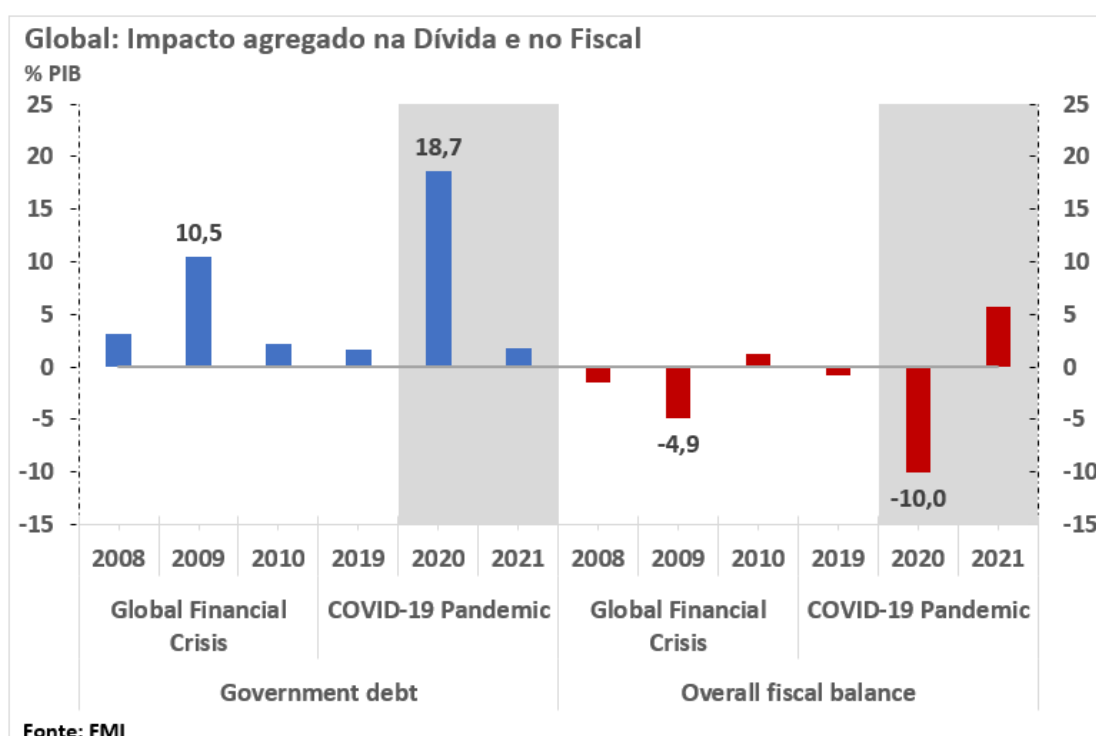


Cenário de Investimentos

Internacional

Conforme comentamos em cartas anteriores, achávamos muito provável que ocorresse em diversos países uma mudança no mix de estímulos econômicos em favor do uso de mais política fiscal. A crise do COVID-19 acelerou esse processo, na medida em que a utilização da política monetária e de suas ferramentas em quase sua totalidade, mostraram que a participação ativa dos governos era fundamental. A percepção de exaustão do canal monetário no mundo desenvolvido somado aos juros reais negativos e ao choque gerado pela pandemia, tornaram inevitável uma maior participação da política fiscal. Evidências marcantes desse movimento foram o tamanho do “orçamento de guerra” americano gerando um déficit nominal estimado para 2020 ao redor de 25% do PIB, e a mudança emblemática da Europa, sobretudo da Alemanha, com a aprovação do *Recovery Fund*.

Como pode ser visto no gráfico abaixo, o gasto fiscal como resposta à pandemia foi bem maior do que no pós-crise de 2008, que por sua vez já tinha sido o maior desde a 2ª Guerra Mundial.

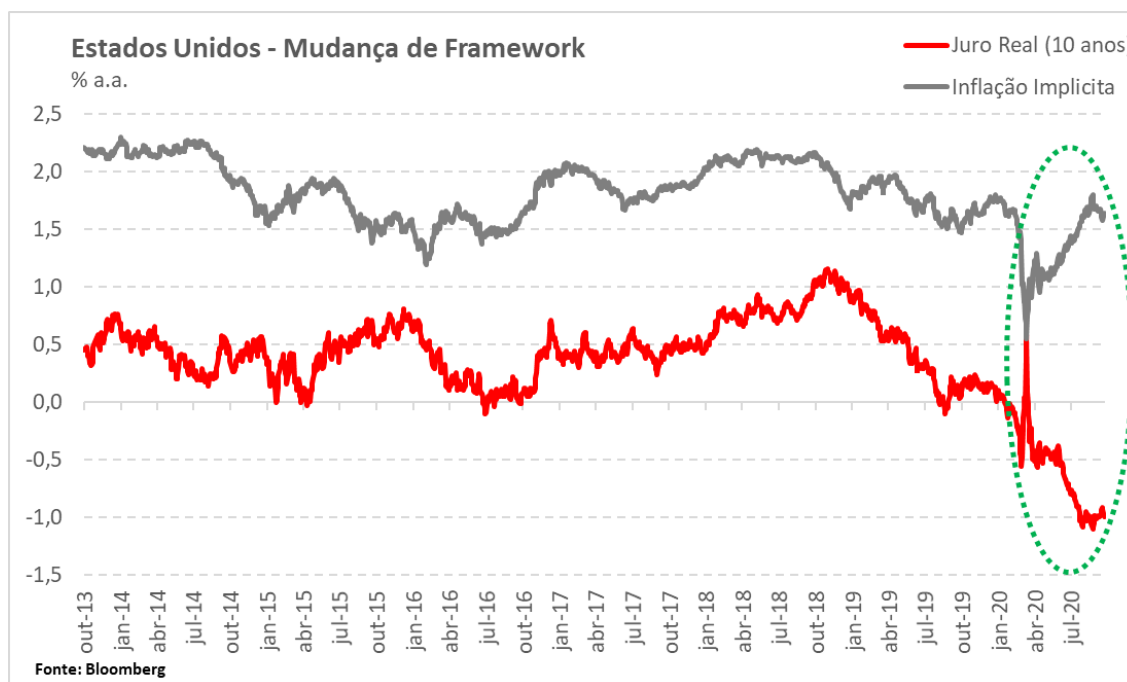


No longo prazo, essa expansão massiva da dívida pública, sem que gere aumento da produtividade ou aumento do PIB potencial não é sustentável e cobrará seu preço. A necessidade de superávits fiscais elevados no futuro para a estabilização da dívida tornará mais frágil o ambiente econômico e político de diversos países, tanto dos desenvolvidos, como principalmente dos emergentes.

Mesmo com o crescente protagonismo da política fiscal, e desafiando a tese de exaustão da política monetária, algumas mudanças significativas foram implementadas pelo FED. O novo *framework*, ao adotar o *flexible Average Inflation Targeting* (AIT) é uma mudança estrutural relevante. A partir de agora, períodos prolongados de inflação abaixo da meta serão compensados por inflação moderadamente mais alta de forma que sua média seja 2% ao longo do tempo. Além disso, ao tornar assimétrica a resposta de política monetária em relação ao objetivo de pleno emprego, o FED afirma implicitamente sua descrença na curva de Phillips. Assim, o mercado de trabalho mais apertado, estimado pela taxa de desemprego abaixo da NAIRU, não deverá ser mais condição suficiente para subir os juros.

A nova função-reação do FED na conjuntura atual de desemprego elevado e inflação abaixo da meta ao longo dos últimos anos, contribuirão para condições financeiras mais acomodáticas por bastante tempo. Ao ancorar as taxas de juros nominais, o FED

torna as condições monetárias progressivamente mais estimulativas na medida em que a recuperação da atividade econômica avança, e as expectativas de inflação aumentam. Paradoxalmente, o sucesso em reinflacionar a economia tem gerado ainda mais estímulo via juros reais mais baixos. Como pode ser visto no gráfico abaixo, a correlação histórica entre expectativas de inflação e os juros reais se alterou a partir de março desse ano.



Acreditamos que este ambiente de repressão financeira eficiente perdurará por tempo prolongado. Em tese, os riscos à sua sustentabilidade na nossa visão são dois: (i) aceleração da inflação de bens e serviços; e/ou (ii) dificuldade no financiamento dos déficits fiscais nos países desenvolvidos.

O hiato do produto elevadíssimo nessas economias torna improvável uma pressão de preços persistente via aumento da demanda, além disso, conforme citamos anteriormente, o ponto de partida da inflação é muito baixo. Quanto à necessidade de financiamento, as compras massivas de títulos públicos pelos Bancos Centrais mostram que esse risco também é pequeno. Vale, contudo, monitorar o aumento das emissões líquidas de dívida programado para 2021.

Pelo lado da atividade global, a recuperação econômica tem sido mais rápida que o esperado. Entendemos como natural essa recuperação devido à demanda reprimida causada pelo COVID-19 e ao aumento da renda real das famílias gerado pelas transferências assistencialistas dos governos. No entanto, passado esse primeiro momento, a recuperação deverá ser mais gradual a partir do 4º trimestre de 2020.

O destaque positivo no ambiente internacional é a China que mostra recuperação em “V”. O impulso de crédito e fiscal tem sido relevante e comparável com os ciclos anteriores de crescimento mais forte da economia. Nessa direção, o crescimento acelerado dos investimentos em infraestrutura e construção remetem ao modelo econômico do passado (“old economy”) e consequentemente aumentam a demanda por commodities metálicas.

Neste ambiente de condições financeiras acomodáticas por tempo bastante prolongado, política fiscal proativa, crescimento chinês surpreendendo positivamente e os resultados promissores sobre o desenvolvimento de diversas vacinas contra o Coronavírus, acreditamos que o vetor global de médio e longo prazo ainda é positivo para os mercados.

Vale destacar porém alguns riscos de curto prazo, que precisam ser monitorados atentamente: (i) o impasse entre Republicanos e Democratas poderá levar à não aprovação de um novo pacote fiscal e impactar negativamente a recuperação da economia americana a partir do 4º trimestre desse ano; (ii) as eleições nos EUA ganharão cada vez mais destaque. Apesar das pesquisas indicarem vantagem do Biden, a margem é pequena, o aumento significativo dos votos via correio tornará ainda mais imprevisíveis os desdobramentos da eleição e o risco de contestação do resultado é crescente; (iii) o aumento do número de novos casos da doença na Europa reforça a tese de que a retomada da atividade seguirá incompleta enquanto não houver a vacina. Nesse

sentido, a proximidade do inverno no Hemisfério Norte e os seus impactos na evolução da doença e nos indicadores de mobilidade merecem monitoramento; (iv) os dados do setor de serviços mostram recuperação lenta, e problemas nos balanços de algumas empresas são inevitáveis dado a magnitude do choque.

Entendemos que a recente queda dos mercados ao longo do mês de setembro já seja uma antecipação desses riscos de curto prazo. Alguns ativos em particular pareciam demasiadamente esticados e com *valuations* altos historicamente. Dito isso, entendemos essa correção como saudável e de caráter técnico. Estamos monitorando esse movimento dos mercados para voltar a aumentar risco cíclico ao portfólio em algum momento.

Internacional – Temas de Investimento

USD Fraco

A mudança do regime monetário do FED deteriorou os fundamentos do USD como reserva de valor, abrindo espaço nos portfólios globais para uma maior diversificação em outras moedas. Uma das alternativas é o ouro, com o seu longo histórico como referência monetária, ainda mais na conjuntura atual de juros reais negativos na grande maioria dos países desenvolvidos.

Também gostamos da moeda chinesa que deve continuar se beneficiando da maior participação de estrangeiros nos mercados locais de dívida e ações com o aumento progressivo da participação dos ativos chineses nos índices globais, além do diferencial de juros bastante favorável.

Reflation Global

Políticas monetárias e fiscais mais expansionistas globalmente devem continuar suportando os preços de ativos enquanto as taxas de juros de longo prazo se mantiverem comportadas frente à dinâmica inflacionária das economias e/ou aos respectivos calendários de emissões soberanas. Expressamos esta visão com uma posição tomada em inflação implícita nos Estados Unidos, que tem no novo arcabouço do FED um suporte importante.

Aproveitamos a correção dos mercados de setembro para comprar taticamente S&P e montamos uma posição vendida no EUR / comprada no NOK.

Adicionalmente, estamos tomados na parte curta da curva de juros americanos onde acreditamos existir boa assimetria dado que o FED não deve adotar juros negativos como instrumento de política monetária.

Também tivemos ao longo do trimestre uma posição comprada em cobre, que foi taticamente zerada.

Mudança de Mix de política anticíclica: Fiscal/Vacina vs. Liquidez

A maior dominância da política fiscal versus monetária nos próximos anos deve favorecer um portfólio com maior exposição aos setores cíclicos que se beneficiam de maiores investimentos em infraestrutura. Adicionalmente, também são menos vulneráveis a uma eventual abertura de taxas longas.

Temos posições compradas em ações cíclicas contra posições vendidas em ações de tecnologia e construção.

Divergência U.S. & China

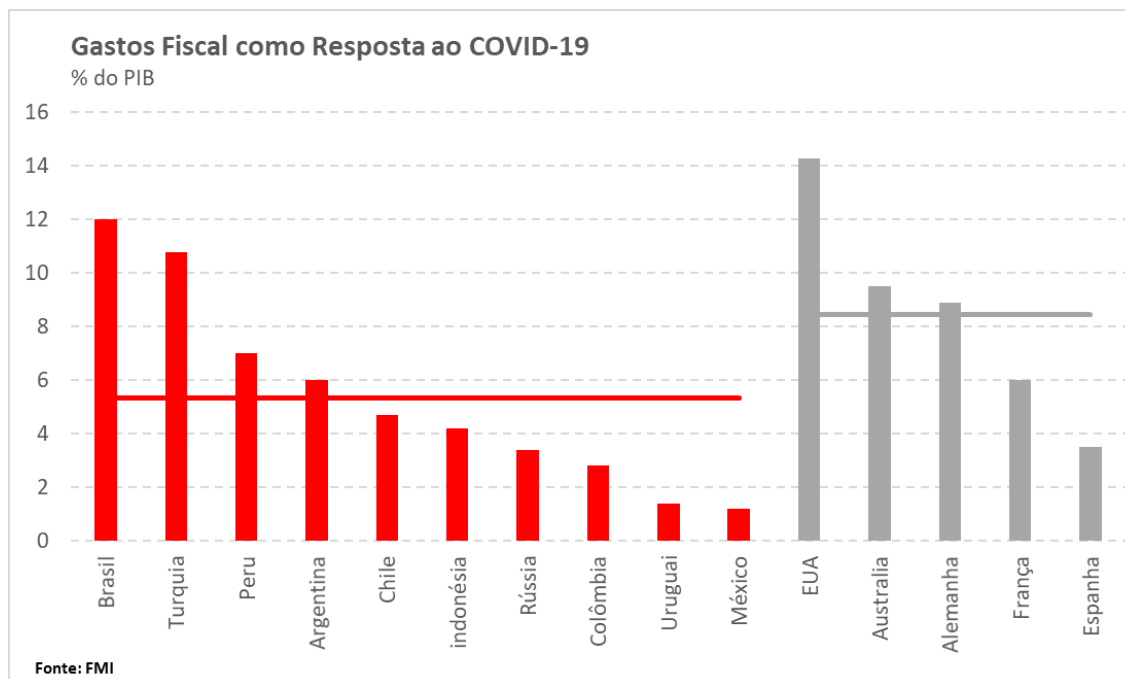
A maior polarização entre Estados Unidos e China transcende a disputa presidencial americana e continuará impactando a economia global, a dinâmica geopolítica e os mercados globais por muitos anos.

A crescente assertividade da política externa chinesa, suportada por sua maior dominância econômica regional, representa um risco geopolítico para aliados americanos na Ásia. Dada a enorme assimetria deste tema, expressamos nossa visão com opções de venda da moeda de Taiwan.

Brasil

Passados seis meses do início das medidas de *lockdown* no Brasil, hoje temos uma dimensão melhor dos custos e consequências da crise para o país. Como alertamos na carta anterior, do ponto de vista econômico, o que mais nos preocupava e preocupa é o impacto fiscal da crise.

O total de gastos com a pandemia deve ficar em torno de 12% do PIB. Como pode ser visto no gráfico abaixo com base nos dados do FMI, isso é bem acima da média do que países emergentes e desenvolvidos estão gastando, a despeito do nosso ponto de partida ser muito pior do que a média dos nossos pares.



Nos chamou muita a atenção o histórico do “*coronavoucher*”. De um gasto proposto originalmente pela equipe econômica de R\$ 50 bilhões (3 parcelas de R\$ 200/mês), vamos acabar gastando R\$ 322 bilhões até o final do ano de 2020, supondo que não haja novas extensões para o ano de 2021 – mais de seis vezes o valor inicial.

Temos receio que o gasto tenha sido muito superior ao que o país poderia aguentar, elevando bastante o risco de desancoragem fiscal a médio e longo prazo. Se já estávamos preocupados com a piora da situação fiscal no trimestre anterior, hoje, à luz dos dados já conhecidos, estamos ainda mais preocupados.

Nosso cenário base leva em conta alguma flexibilização do Teto de Gastos ao longo dos próximos anos. A grande questão é a forma como será feita essa flexibilização, e quais contrapartidas serão negociadas. Dada a piora discreta do ponto de partida, a margem para flexibilizações nas negociações da agenda de reformas é cada vez menor. Mais do que nunca é preciso que se avance efetivamente no controle dos gastos obrigatórios em várias frentes, de forma que não reste dúvidas acerca da sua inflexão futura.

O problema na nossa visão é que esse avanço na agenda das reformas requer um Executivo incontestavelmente engajado em sua defesa. O que temos visto, porém, são sinalizações ruins e muita ambiguidade, dificultando bastante o processo de aprovação no Congresso. Nossa suspeita é que a pandemia precipitou uma bifurcação de agendas entre a ala política do governo e a equipe econômica. O grau dessa bifurcação será determinante para eventuais frustrações e saídas adicionais na equipe econômica. Esse é um risco que aumentou sensivelmente na nossa avaliação.

A dificuldade de financiamento fez com que o governo tenha adotado uma medida extrema. O tesouro pediu a transferência de R\$ 325 bilhões do lucro gerencial da valorização das reservas do Banco Central (BC). Na justificativa para o pedido não convencional, foi citado: “severas restrições nas condições de liquidez que afetem de forma significativa o refinanciamento da dívida pública”.

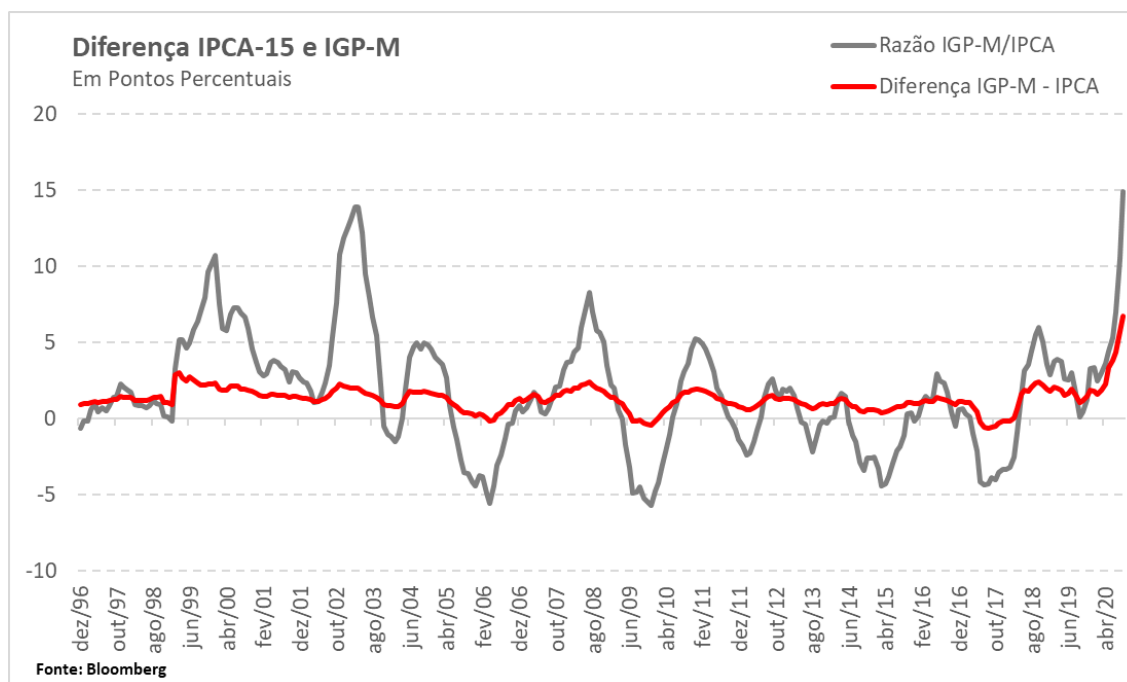
A recente proposta de financiamento da Renda Cidadã capitaneada pela ala política do governo foi extremamente preocupante também, e tem um potencial de ser um divisor de águas em termos de credibilidade para o governo. Ao limitar o

pagamento de precatórios, o governo estaria unilateralmente adiando o pagamento de uma dívida contratada para aumentar seus gastos. Além disso, usar 5% do Fundeb como parte do financiamento, não deixa de ser um “drible” no Teto de Gastos na medida em que o Fundeb é excluído do mesmo. Uma péssima solução que só expõe a dificuldade que esse governo tem em cortar efetivamente gastos. Mesmo que voltem atrás em função da forte reação dos mercados e de setores do Congresso e Judiciário, o dano à credibilidade está feito.

O aumento do risco fiscal aliado à piora adicional das condições financeiras (com maior desvalorização do Real e maior inclinação da curva de juros), reforçaram a nossa percepção expressa na última carta, de que o nível de 2% de Selic estaria muito perto do *effective lower bound*, a partir do qual quedas adicionais dos juros podem ter o efeito inverso do pretendido. A maior dificuldade de rolagem da dívida interna, com o seu encurtamento e deságio dos títulos públicos versus a curva, é o mais novo sintoma desse aumento de risco percebido. Ainda acreditamos que o cenário base seja a manutenção dos juros nos níveis atuais por muito tempo, mas o risco de uma alta mais cedo e intensa do que o Focus espera aumentou significativamente.

A utilização do *Forward Guidance* pelo BC é pouco eficiente nessa conjuntura de risco elevado, mesmo porque, um dos seus condicionantes é a manutenção do atual regime fiscal, exatamente o que está em risco.

Outro ponto que vale mencionar, é a atual discrepância entre os IGPs e o IPCA. Como pode ser visto no gráfico abaixo, a razão entre eles nunca esteve tão alta. Mesmo a diferença simples está em níveis mais altos do que 2001/2002 (pré eleição do Lula) e 2015/2016 (nova matriz econômica da Dilma). Apesar dos serviços estarem rodando em níveis muito baixos, e os modelos ainda projetarem inflação medida pelo IPCA abaixo ou na meta para o horizonte relevante de política monetária, essa discrepância deveria ser um sinal de alerta.



Seguimos com a visão de que o prêmio implícito na estrutura a termo de juros é baixo, mesmo após a abertura de taxas recente. O fato da curva estar muito inclinada para padrões históricos dá a falsa sensação de prêmio na parte mais longa. Na nossa visão, a inclinação atual é absolutamente condizente com a conjuntura atual de Selic muito abaixo dos juros de equilíbrio, e de piora dos riscos fiscais. Diminuímos taticamente as posições, mas seguimos liquidamente tomados em juros longos.

Fundamentalmente falando, o BRL acima de 5,60 nos parece barato sob várias métricas. Esse nível de câmbio já gerou um ajuste importante na Balança de Pagamentos, tanto na conta corrente (esperamos conta corrente perto de zero para 2020 e 2021), quanto na desalavancagem grande da conta de capital. Dito isso, a piora de risco Brasil e o fluxo programado de compra em torno de 15 bilhões de dólares até o final do ano para a diminuição do *overhedge* dos Bancos, fazem com que tenhamos posições táticas no câmbio.

Em função do cenário pior para Brasil, diminuimos taticamente a posição líquida comprada em ações brasileiras para 4,5% e exposição bruta de 10%.

As principais posições do fundo hoje são:

- (i) Outras Moedas: Posição comprada em CNH (5%), vendida em EUR/NOK (6%), comprada em JPY (7%) e vendida em TWD (3%)
- (ii) Pré Direcional: Posição tomada em 1 PL equivalente ano
- (iii) Pré Inclinação: Iniciamos posições aplicadas na parte intermediária da curva, onde está concentrado o maior prêmio da estrutura a termo versus posições tomadas em demais prazos.
- (iv) Inflação: Posição tomada em inflação implícita nas partes intermediária a longa da curva, reduzida para 1.7 PLs equivalente ano.
- (v) Juro Global: Iniciamos posições tomadas em juros americanos na parte curta e intermediária da curva de 1.3 PLs equivalente ano
- (vi) Ações Brasil: Reduzimos tanto a exposição direcional como bruta em ações brasileiras. Atualmente a exposição líquida se encontra em 4,5% comprada e bruta de 10%.
- (vii) Ações Globais: Posições pequenas intersetoriais que podem se beneficiar de um ciclo de reflation e posição comprada em S&P
- (viii) Commodities: Posição comprada em ouro

VINTAGE ALHA MACRO MASTER FIM
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE
Desempenho 3º Tri 2020

| | FUNDO |
|-------------------------------|------------|
| Estratégias Direcionais | 578 |
| Estratégias de Valor Relativo | 21 |
| Hedge | 40 |
| Custos | -59 |
| Caixa | -54 |
| Total | 525 |

Alocação Média 3º Tri 2020

| | |
|-------------------------------|---------------|
| Estratégias Direcionais | 97.6% |
| Estratégias de Valor Relativo | 2.3% |
| Hedge | 2.5% |
| Custos | 0.2% |
| Caixa | -2.6% |
| Fundo | 100.0% |

Estratégias Direcionais

| | |
|------------------|------------|
| Ações Brasil | 98 |
| Ações Global | -55 |
| BRL | 174 |
| Cupom Cambial | -0 |
| Outras Moedas | 48 |
| Inflação Brasil | 112 |
| Inflação Global | 0 |
| Pré Direcional | 169 |
| Juro Real | 0 |
| Corporate Brasil | 35 |
| Corporate Global | 0 |
| Juro Global | -4 |
| Commodities | 1 |
| Volatilidade | 1 |
| Total | 578 |

Estratégias Direcionais

| | |
|------------------|--------------|
| Ações Brasil | 13.9% |
| Ações Global | 2.8% |
| BRL | 20.6% |
| Cupom Cambial | 0.0% |
| Outras Moedas | 8.8% |
| Inflação Brasil | 13.0% |
| Inflação Global | 0.0% |
| Pré Direcional | 25.0% |
| Juro Real | 0.0% |
| Corporate Brasil | 11.0% |
| Corporate Global | 0.0% |
| Juro Global | 1.3% |
| Commodities | 1.4% |
| Volatilidade | -0.1% |
| Total | 97.6% |

Estratégias de Valor Relativo

| | |
|-------------------|-----------|
| Pré Inclinação | 34 |
| RV Cupom Cambial | 0 |
| RV Juro Global | 0 |
| Intermercado | 0 |
| Long Short Brasil | -1 |
| Long Short Global | -12 |
| Total | 21 |

Estratégias de Valor Relativo

| | |
|-------------------|-------------|
| Pré Inclinação | 2.2% |
| RV Cupom Cambial | 0.0% |
| RV Juro Global | 0.0% |
| Intermercado | 0.0% |
| Long Short Brasil | 0.0% |
| Long Short Global | 0.1% |
| Total | 2.3% |

Desempenho

| | |
|----------|---------|
| Alfa | 525 |
| CDI | 51 |
| Gestão | 577 |
| % do CDI | 1123.7% |

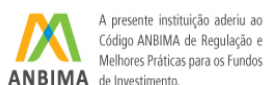
Stress por região

| | |
|---------------------|---------------|
| Brasil | 86.4% |
| Global | 13.6% |
| Stress Total | -10.4% |

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.