

2018 foi um ano repleto de dificuldades e armadilhas para a gestão de recursos. Possivelmente, o mais desafiador desde o início da Vista em 2014.

O foco na proteção de patrimônio e a busca incansável por *hedges* para a carteira – uma preocupação destacada em todas as comunicações mensais do ano – foi diária e desgastante.

Ao longo do ano, revalidamos e consolidamos a estratégia, combinando o objetivo principal de proteção patrimonial com rentabilidade real por meio de posições de longo prazo.

Na Vista Capital, vivemos também um período importante. Dobramos o montante de recursos sob gestão, contratamos 3 novas pessoas para o time, que agora totaliza 15 colaboradores, e nos mudamos para um novo escritório.

Agradecemos a confiança e parceria de nossos clientes nessa jornada. Estamos altamente motivados e replicaremos em 2019 o esforço necessário para obter os melhores resultados.

* * *

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades positivas de 0,16% e 0,35% em dezembro e 38,41% e 9,60% em 2018, respectivamente. O Vista Hedge teve início apenas no dia 8 de maio de 2018.

Dezembro não foi diferente do restante do ano. A busca por proteções foi novamente o foco e as posições *short* nas bolsas americana e europeia resultaram nas principais contribuições para o resultado do fundo no mês (+3,75%). As posições compradas em real contra o euro e o peso mexicano foram as principais contribuições negativas no período.

* * *

No resultado de 2018 destacam-se as performances de duas posições que integram a carteira há 3 e 4 anos, reafirmando a visão de longo prazo na gestão dos fundos.

De um lado, novos ganhos com a posição comprada em Petrobras, iniciada em 2016. De outro, a contribuição negativa da posição comprada em Argentina, na carteira desde 2015.

Seguimos otimistas com ambas. O ano de reprecificação da Petrobras confirma parcialmente nossa visão de que a relação entre preço e geração de caixa da companhia não estava equilibrada. Acreditamos que ainda há valor para destravar dos seus ativos de qualidade extraordinária e estamos confortáveis com a nova administração e a manutenção da estratégia iniciada em 2016. Quanto à Argentina, o processo de reconstrução de um país destruído traz consigo oportunidades e desafios, como vistos ao longo de 2018, e, assim como investimentos em estatais, requer a realização de

eventuais movimentos de proteção que evitem perdas de curto prazo.

* * *

Como mencionamos no início da carta, os últimos 12 meses foram desafiadores para os gestores de recursos ao redor do mundo. Retroagimos à carta que escrevemos sobre o mês de maio para destacar o que foi a principal decisão do ano:

“Nosso principal foco de preocupação é a retirada de liquidez pelo FED. A reversão do estímulo quantitativo, que hoje retira 30 bilhões de dólares por mês do mercado, junto com as emissões recorde do Tesouro para cobrir o déficit fiscal resultante da reforma tributária e o aumento das taxas de juros funcionam como um “aspirador mundial de dólares”. O enxugamento de liquidez gera efeitos negativos nos países emergentes e nos ativos de risco

(...)

Não se questiona que cada um desses países tem suas idiossincrasias e pode ser tudo uma infeliz coincidência. Por outro lado, nos perguntamos se o início de retirada da morfina não está matando primeiro os pacientes mais graves. Se isso for verdade, teremos meses bastante interessantes à frente.”

(Carta do Gestor referente a maio de 2018)

Nossa preocupação com a retirada de liquidez, que se contrapunha ao ceticismo de alguns acerca de suas consequências negativas, foi o pano de fundo para parte relevante das decisões de investimento feitas no ano.

Na busca pela série de alvos da maior mudança de política monetária da história, zeramos nossa posição comprada em Argentina, estabelecemos posições vendidas em Turquia e México, não menosprezamos os efeitos da greve dos caminhoneiros e das eleições no Brasil e, principalmente, abrimos posições vendidas na bolsa europeia e na bolsa americana, a última e mais recente vítima. As duas últimas posições correspondem conjuntamente à segunda maior contribuição para o resultado do fundo no ano (+8,07%).

Dentre os erros, certamente foi importante não ter compreendido que esse cenário também geraria consequências para o petróleo e evitado algumas perdas no investimento em Petrobras no período pós-eleitoral, quando o preço da *commodity* ruiu.

A uniformização da visão do mercado sobre o *quantitative tightening* foi ocorrendo aos poucos ao longo do ano. Foi apenas na última reunião do FED que identificamos uma consolidação definitiva da preocupação. Após uma alta de juros com previsões mais conservadoras, o mercado observava com certo otimismo o discurso de Jerome Powell, até que uma resposta firme foi dada a uma pergunta sobre a retirada de liquidez:

“We came to the decision that we would have the balance sheet run-off on automatic pilot and use rate policy as the active tool of monetary policy. I don't see us changing that.”

A indicação inconfundível de continuidade fez com que, nos minutos seguintes, a bolsa americana revertesse a alta para uma forte queda e os dias subsequentes fizessem-na viver um dos piores meses da história. Ficou evidente então a importância do QT para o mercado e os preços dos ativos.

O que esperar para 2019?

Apesar do período agitado e marcado por movimentos fortes de preço, alteramos pouco nossas principais posições e convicções.

(1) Otimismo com Brasil

(1.a) O Brasil entrou num ciclo de crescimento fomentado por reformas microeconômicas do governo Temer que, até aqui, é subestimado pelos agentes. Aguarda-se a reforma da previdência como uma bala de prata.

Hoje, parece-nos razoável esperar uma surpresa positiva dos números de atividade antes mesmo da provável aprovação da reforma. Dessa forma, o fundo mantém posições em ações diretamente associadas ao ciclo econômico.

(1.b) Há um novo equilíbrio de juros com taxas em níveis mais baixos, resultado das reformas mencionadas, da criação da TLP e da expectativa de reformas fiscais em 2019. Experiências passadas de outros países (ex. Chile) indicam que o novo e reduzido ponto de equilíbrio gera impactos

expressivos para empresas da construção civil, as quais também integram nosso *portfolio*.

(1.c) Completam a carteira local, ações de empresas de infraestrutura portuária, portas de entrada e saída do país que serão beneficiadas pela prometida e necessária abertura comercial.

(2) Continuidade da recuperação argentina

Acreditamos que o curso de recuperação institucional da Argentina será mantido. As grandes dificuldades parecem estar próximas de um ponto de reversão e esperamos a reeleição de Macri em outubro.

Após a bem-sucedida conferência do G20 e a recente estabilidade monetária, a popularidade do presidente subiu 7 pontos. Chama a atenção o fato de não ter caído abaixo de 32% mesmo durante os piores momentos da crise.

Do lado econômico, o déficit duplo – preocupação que justificou termos zerado momentaneamente nossa posição entre o final de 2017 e o início do ano – está praticamente zerado. Os números fiscais indicam que o déficit zero combinado com o FMI será devidamente entregue. Na conta corrente, os dados de balança na margem surpreendem positivamente, seja pelas importações em queda, fruto da recessão, ou pelo aumento das exportações, com óleo e gás de Vaca Muerta.

O início de uma reversão na economia e na popularidade tornam os próximos meses muito importantes. A safra agrícola, que teve papel relevante na crise de 2018, promete ser muito forte. As projeções indicam que, a partir do segundo trimestre, deve haver crescimento novamente e os últimos dados de desemprego trouxeram surpresas animadoras (a taxa de desemprego caiu de 9,6% para 9,0%).

No campo político, Cristina Kirchner se encontra cada vez mais envolvida com os escândalos de corrupção e ainda não há sinais de que aparecerá uma terceira via competitiva.

Os riscos ainda existem e suas consequências são bastante relevantes para os preços dos ativos, mas o risco *versus* retorno parece bastante positivo. O fundo mantém inalterada a posição em ações e câmbio argentino.

(3) Dificuldades na Europa

Ao que tudo indica, 2019 será um ano conturbado na Europa. A temperatura política está muito alta e os dois principais representantes da UE liberal-democrata, Merkel e Macron, estão sob constante ataque.

Merkel sofre pressão de vários contestantes de seu partido por conta da sua fracassada política migratória. Macron vem sendo atacado por diversos grupos diante da dificuldade para entregar suas

promessas reformistas em um país engessado e afundado em impostos e gastos estatais elevados.

Do outro lado, políticos populistas e nacionalistas, como Viktor Orbán, primeiro-ministro húngaro, e Matteo Salvini, vice-primeiro-ministro italiano, consolidam sua força especialmente através do uso de redes sociais. Se a história recente servir como previsor, sabemos qual lado ganhará mais espaço nos próximos meses.

É com esse cenário que a Europa realizará suas eleições parlamentares em maio.

Na França, o partido de Marine Le Pen está na frente de Macron nas pesquisas (21 vs. 19). Não bastassem seus próprios problemas (migração, falta de crescimento, desemprego alto em alguns países etc.), o estrategista de Trump, Steve Bannon, se mudou para Europa e fundou o *The Movement*, com o objetivo de expandir a força dos políticos populistas de direita na eleição parlamentar. Fortemente financiado, certamente terá um papel interessante nessa campanha. Apesar da baixa relevância do parlamento europeu, o resultado dessa eleição pode ser um bom indicador do futuro dos países do bloco europeu. Em entrevista recente, Bannon resumiu o grande problema: *“Acredito fortemente que cada país tenha que ter controle sob sua própria moeda, é uma parte fundamental do nacionalismo econômico”*.

Mantemo-nos céticos sobre uma união monetária sem uma união fiscal. Os problemas

macroeconômicos europeus são grandes e as interligações e fragilidades dos bancos são preocupantes e podem gerar uma crise de crédito. Ao longo do ano, iremos detalhar essas questões.

O fundo abriu posições vendidas na moeda (euro), nos bancos e no índice de bolsas européias. Após a forte e rápida queda das bolsas globais em dezembro, e apesar da convicção de longo prazo, recomparamos as duas últimas posições. É provável que, em breve, a venda do euro seja acompanhada pela venda dos *bonds*, em função do nível irrisório dos juros de longo prazo de países absolutamente falidos. É possível que essa seja a última grande bolha a desarmar.

(4) Brexit e viés positivo com Reino Unido

Mantemos o viés comprador de libra esterlina diante de grandes desvalorizações. Pelos motivos apontados no item anterior, ao contrário do mercado, somos otimistas com a saída do Reino Unido da zona do euro e acreditamos que a libra deveria se valorizar com tal movimento.

Nos últimos meses, o fundo não manteve posições na moeda, diante de nossa incerteza sobre qual decisão será tomada até março.

* * *

Retornamos então ao pano de fundo. Qual são as expectativas sobre o desenrolar do *quantitative tightening*? Aos poucos, nossa preocupação está

sendo reduzida. Primeiro, porque o *valuation* dos ativos globais – salvo taxas na Europa – está muito mais baixo. Segundo, se o primeiro passo para resolver um problema é reconhecê-lo, podemos dizer que o dia 19 de dezembro foi um reconhecimento claro. Por último, estudamos e discutimos à exaustão se o FED poderia reagir, como fez em outras situações, a uma crise de países emergentes. Passados alguns meses, ficou claro que Powell não é tão leniente como sua antecessora. No entanto, como discutido na carta do gestor referente ao mês de outubro, uma piora nas condições financeiras americanas era questão de tempo e essa não poderia ser ignorada.

Em resumo, ainda que a redução do desproporcional estímulo monetário esteja correta, a velocidade pode estar acentuada demais para um mercado acostumado com a morfina.

Continuaremos buscando proteções, as quais estão cada vez mais escassas nesses níveis de preço. Em linha com nossas maiores convicções, mantemos posições relevantes em Brasil e Argentina e a expectativa é que o risco e a volatilidade do fundo permaneçam próximos da banda superior do histórico.

Agradecemos a parceria e confiança ao longo do ano e desejamos um ótimo 2019.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital