

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de -1,8% e 0,1% em abril, respectivamente, com perdas nas posições de Brasil e Argentina.

As posições foram pouco alteradas e o limite reduzido de utilização de risco está mantido. Além da compra de opções de bolsa brasileira, adicionamos uma posição pequena em ativos argentinos.

A situação doméstica já foi discutida em cartas anteriores e seguimos na ponta otimista acerca da recuperação da atividade econômica. A transição de modelo econômico inevitavelmente gera ruídos e o aumento de representatividade do investimento privado requer tempo. A aprovação da reforma da previdência será um marco importante para consolidar a confiança na sustentabilidade fiscal, um fator indispensável para o deslanche do novo modelo.

Sendo conhecidos os resultados de cada cenário, aproveitaremos o espaço para tentar responder algumas perguntas que nos fazemos e que recebemos de nossos clientes:

1. *Quais as semelhanças e as diferenças do momento atual com o ano de 2015?*
2. *Por que manter a posição em Argentina?*
3. *Nossa posição de bolsa é conjuntural ou estrutural?*

As semelhanças e diferenças com 2015

Em 2015, iniciamos a gestão do fundo com a convicção de que a expectativa de crescimento do PIB em 2% estava substancialmente errada, o que tornava inconsistente o superávit primário de 1,2% mirado por Joaquim Levy.

À época, tínhamos uma presidente controversa (*para dizer o mínimo*), um ministro da Fazenda formado na escola de Chicago, que emprestou ao governo esquerdista um lampejo de liberalismo, e um grande desafio na relação entre executivo e legislativo.

Foi nesse cenário que, ao longo do primeiro semestre, o discurso liberal do ministro da Fazenda e a postura de estímulos implementada por Janet Yellen no FED trouxeram relevante fluxo de recursos estrangeiros ao Brasil.

Nossa tese de que a política de austeridade falharia e os efeitos econômicos seriam graves foi testada e o fundo chegou a incorrer em um *drawdown* de 10% no ano, com perdas na posição vendida em Reais. O segundo semestre confirmou o precipício econômico com o qual país flertava.

Passaram-se 4 anos, o governo Temer e uma eleição presidencial divisora de águas. Hoje o Brasil atravessa um momento de inflexão política, institucional e econômica. O novo governo estabeleceu a agenda liberal e busca ativamente alterar o modelo para elevar a representatividade dos investimentos privados e reduzir a participação

pública. De forma institucionalizada e difundida, não se trata agora do discurso solitário de um ministro da Fazenda, mas de uma agenda de governo, legitimada pela vitória nas urnas.

Ao contrário do que se poderia esperar, em especial quando comparado ao que foi visto em 2015, nos primeiros meses desse ano o investidor estrangeiro se apresenta receoso com a alocação em ativos brasileiros. As inúmeras e recentes turbulências políticas, somadas à percepção de fragilidade do Planalto junto ao Congresso e ao aprendizado obtido no passado talvez expliquem a posição de “*ver para crer*”.

Entendemos as restrições com nossa histórica e insistente incapacidade para implementar reformas necessárias e urgentes, assim como o ceticismo do investidor local com a recuperação da atividade, que teima em não se concretizar.

Seria mais rápido, e possivelmente mais fácil, reformar a previdência distribuindo cargos e reaquecer a economia aumentando gastos públicos. Ocorre que, caso seja possível realizar tais movimentos da forma *correta* – ainda que mais lenta e mais difícil –, os resultados serão transformadores, alterando estruturalmente parâmetros de precificação dos ativos.

Se esse caminho não é *trivial* ou *linear*, o momento propício para trilhá-lo parece, enfim, ter chegado.

Em função das muitas incertezas, dos resultados até o momento e da baixa volatilidade implícita, o fundo hoje carrega apenas opções de compra na bolsa brasileira.

Assim como no passado, a performance de curto prazo sofre à medida que o foco da gestão se atém a convicção de longo prazo. Dessa vez, estamos posicionados *no lado otimista da moeda*. Não podemos assegurar que o resultado será novamente positivo, mas aproveitamos a oportunidade para reforçar uma característica dominante da gestão do fundo.

Por que manter a posição em Argentina?

O investimento em Argentina acompanha o fundo desde 2015. Em 2018, diante de preços menos confortáveis, do gigantesco déficit duplo e das decisões atabalhoadas sobre a meta de inflação, passamos metade do ano sem posição. Após a derrocada da bolsa e do câmbio, retornamos à posição, que foi novamente desfeita recentemente com a redução obrigatória de risco.

Assim como Brasil, desde a eleição de Macri em 2015, a Argentina atravessa um período de mudança do modelo econômico e da relação de respeito às instituições. A *nova era* também impôs seus desafios. Erros na velocidade do ajuste, acrescidos às dificuldades herdadas do passado, levam o país a viver um momento de incerteza. As eleições desse ano responderão se os argentinos desejam que as

mudanças prossigam ou se pretendem dar passos para atrás.

As similaridades entre os vizinhos são inúmeras. A Argentina pode ser compreendida como o Brasil do fim da década de 90. Dívida externa, moeda instável e reformas básicas em curso. A fragilidade interna e externa não aguenta o mínimo de redução de liquidez global, requerendo altas taxas de juros e socorro do FMI. Por aqui, a insistência no caminho correto trouxe a década de prosperidade, surfada especialmente por Lula, durante a qual se viu valorização expressiva dos ativos brasileiros.

No início de 2019, víamos a estabilidade cambial recém atingida como o estopim de um ciclo virtuoso que facilitaria a reeleição de Macri. Tal percepção foi alterada. A inflação surpreendeu negativamente todos os agentes e derrubou a confiança no governo.

Ainda esperamos que a ex-presidente Cristina Kischner seja derrotada nas eleições de outubro, por Macri, Vidal ou uma terceira via. É fato que a volta de Cristina ao poder faria os preços sofrerem um novo e grande ajuste, por outro lado, no atual nível de *valuation*, qualquer resultado diferente terá um efeito inverso potencialmente maior. Ainda mais importante, caso o *Cambiemos* consiga a reeleição, estaremos efetivamente num momento parecido com Brasil de 1998.

Nos anos subsequentes à eleição de 2015, Macri precisou realizar um importante ajuste de preços

relativos, liberar o câmbio e negociar o *calote*. A partir de 2020, o déficit duplo estará praticamente zerado, a produção nas enormes reservas de gás e petróleo irá acelerar e o desafio será exclusivamente inflacionário.

No resto do mundo, não encontramos tantos outros *cases* com o potencial argentino. Em momentos de eventos binários, os retornos possíveis tendem a ser mais expressivos e eventos recentes, como a *greve dos caminhheiros no Brasil* e o "*áudio do Temer*", mostram que momentos de suposta tranquilidade para investir também podem gerar surpresas. Nossa atual posição é menor que em outros momentos, pois embora o valor esperado seja bastante positivo, os riscos aumentaram.

A posição de bolsa brasileira é conjuntural ou estrutural?

Em função do nosso modelo de gestora, onde reunimos fundos e equipes dedicadas exclusivamente à pesquisa microeconômica e macroeconômica, nossos clientes questionam se nossa posição de bolsa é estrutural, isto é, se sempre teremos uma parte do portfólio alocada em renda variável.

Não há qualquer obrigatoriedade ou viés. Vale mencionar que as primeiras posições em bolsa apareceram após mais de um ano de existência do fundo.

O processo de investimento começa com a decisão sobre o cenário macro. A escolha do veículo é um segundo passo. No momento, a bolsa nos parece a melhor forma de capturar a redução de risco-país e a recuperação da atividade. O fluxo também será beneficiado em função da baixa alocação dos agentes no mercado acionário, fruto direto de uma taxa SELIC historicamente elevada. Entraremos em mais detalhes na próxima carta.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital