

Os fundos Vista Hedge FIM e Vista Multiestratégia FIM registraram rentabilidades de 3,45% e 10,06% em maio de 2020.

O resultado veio de posições previamente discutidas. Os ganhos se concentraram em (i) *commodities*, com destaque para o petróleo; (ii) renda variável doméstica (*long* exportadoras vs. *short* empresas que se beneficiam de atividade doméstica); e (iii) e *venda* no Real. As perdas vieram da posição em moedas internacionais, utilizadas como *hedge* nesse período.

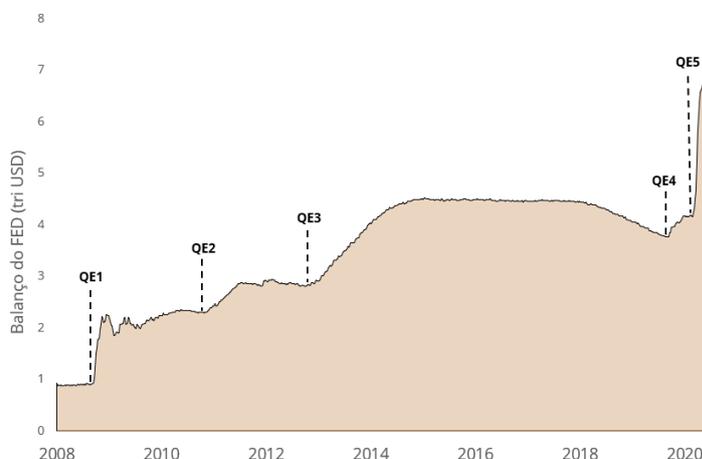
\* \* \*

Não houve alteração em nossas expectativas de médio e longo prazo: a queda do juro real ao redor do mundo levará à valorização dos ativos, em especial dos chamados *ativos reais*.

Em rápido retrospecto, em 2018, montamos uma posição vendida no mercado acionário, mesmo diante de uma recuperação econômica coordenada; já em 2019, nossa posição era comprada, apesar da guerra comercial entre EUA e China. Ambas tinham como fundamento uma alteração da política monetária e nossa percepção de que o fator *juros reais globais* é dominante na dinâmica de precificação dos ativos.

Desde o “fim” da crise de 2008, os países desenvolvidos realizaram um esforço fiscal focado na redução de seus déficits e, paralelamente, seus

bancos centrais tentaram, com muita parcimônia, retirar os estímulos concedidos durante o vale da crise. O “*phase out*” não tem sido simples e estamos no 5º ciclo de *quantitative easing* do FED desde então.



Dessa vez, sinais de um caminho diferente, no qual os estímulos podem permanecer, foram vistos na última ata do FED: “*Several participants remarked that a program of ongoing Treasury securities purchases could be used in the future to keep longer-term yields low. A few participants also noted that the balance sheet could be used to reinforce the Committee’s forward guidance regarding the path of the federal funds rate through Federal Reserve purchases of Treasury securities on a scale necessary to keep Treasury yields at short- to medium-term maturities capped at specified levels for a period of time.*”<sup>1</sup>

Uma semana depois, John Williams (FED de Nova Iorque) discursou no mesmo sentido: “*Yield-curve control, which has now been used in a few other countries, is, I think, a tool that could complement,*

<sup>1</sup> Ata da reunião do FED do dia 20 de maio <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20200429.pdf>

*potentially complement, forward guidance and our other policy actions (...) we, obviously, are thinking very hard about. We are (...) also how it may work in the United States".<sup>2</sup>*

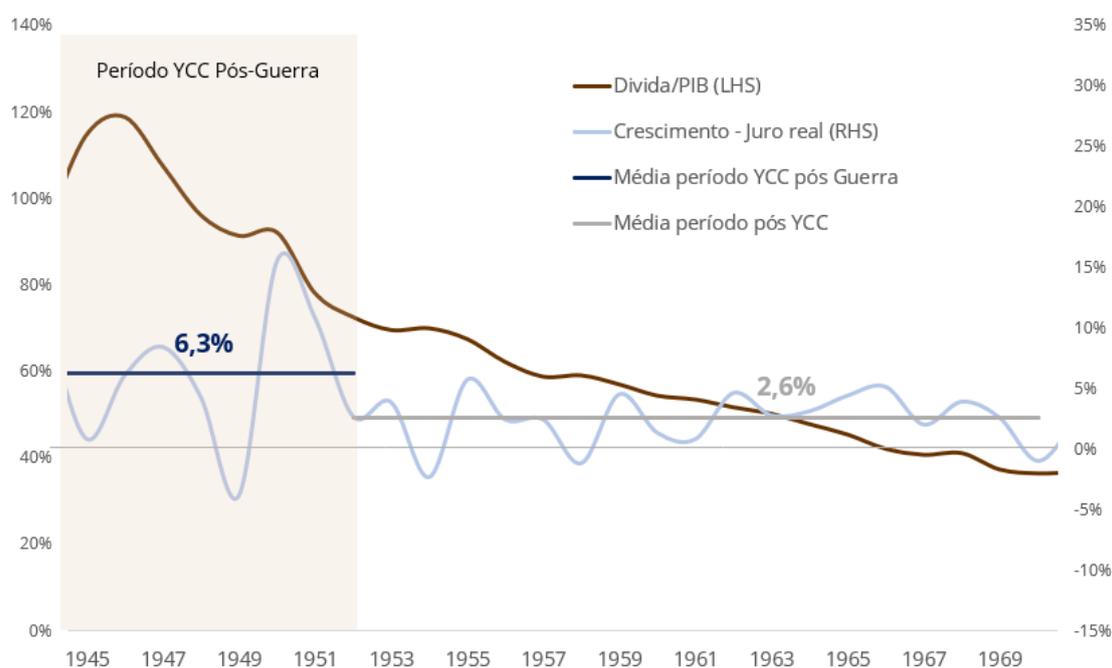
Aos poucos, aponta-se para mais repressão financeira, com controle da curva de juros pelos bancos centrais, como a solução para a gigantesca dívida pública. Até no Brasil, o tema é discutido.

O processo não é inédito. Em 30 de abril de 1942, os EUA instituíram o primeiro controle de curva de juros, com objetivo de financiar a dívida pública inflada durante a Grande Guerra.

A taxa de 90 dias foi fixada em 0,375% (vs. uma faixa entre 2,0% e 4,0% no período de paz) e a de 1 ano em 0,85%. Além disso, o FED implicitamente colocou um teto de 2,5% nas taxas longas, encarteirando todo excedente do mercado a essa taxa via emissão de moeda.

De um jeito ou de outro, limites máximos para as taxas valerem até 1951. O juro real abaixo da taxa real de crescimento da economia derrubou a relação dívida/PIB no médio prazo.

\* \* \*



<sup>2</sup> Reportagem da Bloomberg do dia 27 de maio com John Williams, presidente do FED NY <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-05-27/williams-says-fed-thinking-very-hard-about-yield-curve-control>

Junto da discussão macroeconômica, um fenômeno social se desenrola. Os protestos relacionados ao movimento negro parecem impulsionados pelo aumento da desigualdade nos EUA, que foi potencializada pela valorização de ativos nos últimos anos. *"Fuck the rich"* foi uma expressão pichada em muros, carros e cartazes.

A proximidade temporal pode tornar o assunto ainda mais dominante na pauta política e na eleição americana.

O polo político à esquerda tem a solução de bolso: aumento de impostos pagos pelos ricos, com taxaço sobre herança, transações, dividendos, grandes fortunas etc.

As propostas são, em geral, de baixa eficiência econômica e enfrentam um *lobby* que até aqui se mostrou intransponível.

Um outro caminho – que não foi percebido ou não se encaixa na narrativa política – é distribuir dinheiro aos mais pobres. Os efeitos são mais relevantes para a redução de desigualdade. De maneira sistêmica, a ideia de *renda mínima universal* ainda não saiu do papel em nenhum país, mas a pandemia a espalhou pelos quatro continentes.

À versão tupiniquim deu-se o nome de *Auxílio Emergencial*, uma medida importante em meio à crise, cuja extensão recebe apoio de base e oposição.

***"Nothing is so permanent as a temporary government program."* – Milton Friedman**

Mas não há nada sem custos. No Brasil, o aumento indiscriminado do gasto público provavelmente será pago por inflação e desvalorização da moeda. Ao final do dia, o que há é um imposto disfarçado e um risco inflacionário.

No mundo desenvolvido, esse medo não existe mais, grandes déficits e aumento da quantidade de moeda não tem o mesmo peso.

Em resumo, de forma simplista:

- Estímulo fiscal e monetário reduz o valor da moeda, pois o aumento de oferta de um ativo reduz o seu valor;
- Controle da curva de juros reduz o valor da moeda, pois a única válvula de escape é desvalorização da moeda;
- Redução da desigualdade por meio do aumento de gastos públicos é um imposto disfarçado, pois o aumento do *déficit* fiscal e da dívida gera redução do valor da moeda.

Sendo as moedas um ativo bilateral, e o mundo coordenado em tais pratica, até o dólar perde valor. O que sobra? Os *ativos reais*.

\* \* \*

Nossa principal preocupação com o Brasil é uma possível crise de crédito e seus efeitos políticos.

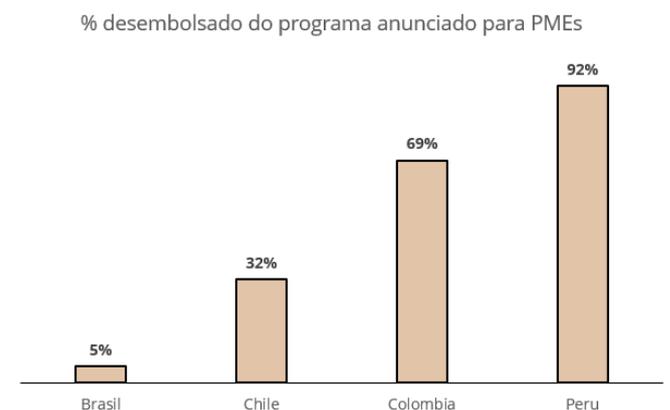
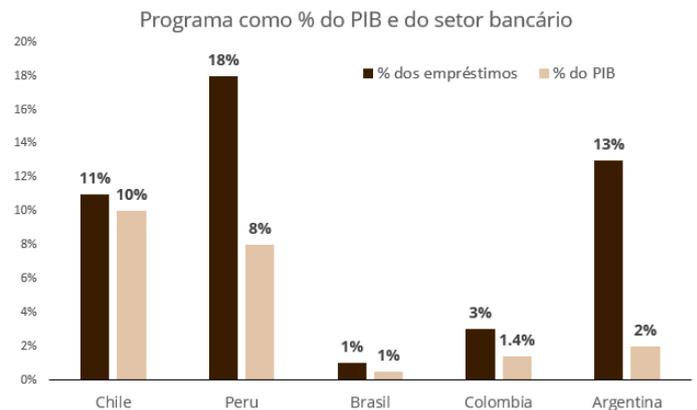
Na atual crise, o banco central americano e outras instituições ao redor do mundo foram ativas e rápidas, inclusive adquirindo dívida privada de baixa qualidade e ajudando pequenas e médias empresas. Seguiram a tese de Ben Bernanke, cujo arcabouço básico é evitar que quebras aconteçam e a crise se torne drástica e irreversível, como ocorreu em 1929 e 2008.

No Brasil, isso não aconteceu, ou não passou de um bonito discurso. A assistência a pequenas e médias empresas foi um desastre. Seja por dificuldades legais ou redução do apetite de risco bancário, o fato é que o mercado de crédito brasileiro “travou” para PMEs.

Por ora, a nossa sorte é imensa liquidez mundo a fora, mas crises de balanços demoram anos para se resolverem.

Não fosse o suficiente, vivemos uma fase acentuada de nossa contínua e conhecida crise política.

Seguimos preocupados com a dinâmica no Congresso. O governo caminha para escolher um lado na próxima eleição de presidente da Câmara, expediente utilizado pela Dilma em 2015.



Também nos questionamos sobre qual será a reação política a um crescimento tímido da economia quando as eleições voltarem a aparecer no horizonte.

Sobre esse ponto, lembramos do caso argentino. Certamente os estrangeiros que ainda digerem o enorme calote também.

Macri geria um governo liberal, com ministro da fazenda egresso do mercado financeiro e aprovou a reforma da previdência na primeira metade do governo. Resolveu adiar as demais reformas, mais profundas, na expectativa de se fortalecer no congresso.

Acabou atingido por uma crise exógena (a maior seca da história da Argentina e a retirada de liquidez do FED) que inviabilizou seu governo pelos dois anos seguintes. O resto do governo foi marcado por tentativas frustradas de recuperar a confiança, que insistia em cair com a proximidade eleitoral. No fim, o outrora ortodoxo Macri usou todos os tipos de expedientes heterodoxos, do controle de capitais ao controle de preços.

A situação do Brasil é bem diferente da Argentina, em especial por termos nossa dívida em moeda local. No entanto, há semelhanças na política. Em 2009 e 2014, por exemplo, o PT abandonou o pouco de ortodoxia que detinha para buscar a reeleição.

A história ensina que os gastos da segunda metade do governo são superiores aos da primeira metade. O que faremos em 2021 se o desemprego continuar alto? A única certeza é que reformas estruturais não terão efeito relevante sobre as expectativas com uma eleição no curto prazo.

De toda forma, não parecem problemas para hoje. A redução expressiva do custo de capital é o (grande) incentivo da vez para o ingresso no mercado de capitais, um movimento que poderá ser potencializado pelo processo de reabertura pós-COVID e pelo *orçamento de guerra* válido até o fim do ano.

\* \* \*

Esse mês reservamos um espaço de nossa comunicação para comentários diretos sobre o portfólio, já atualizados até a data dessa carta.

### **Externo**

O cenário identificado é um processo global de *debasement* de moedas, combinado com massivos estímulos dos bancos centrais.

O *portfólio* se manteve o mesmo nos últimos meses, uma posição comprada na bolsa americana e no ouro, por meio de ações de empresas mineradoras. Ativos reais que se beneficiarão do processo.

O principal *risco* mapeado eram novos movimentos do FED. Uma sinalização precoce de redução de estímulos pode levar a um *Taper Tantrum*, como tivemos em 2013, elevando juro reais e derrubando bolsa e ouro.

O *hedge* encontrado era uma posição vendida em moedas de países emergentes que, com as quedas de juros locais, hoje estão mais vulneráveis.

### **Interno**

Evitamos posições direcionais vendidas em Brasil, mas nos parece que o melhor cenário para o país é uma mudança de modelo econômico, já discutido anteriormente.

O portfólio que materializava o cenário é uma posição comprada em ações de exportadoras contra ações de bancos.

**Atualização**

Na sua última manifestação, o FED confirmou nossas expectativas, reforçou a expectativa de juros baixos por um longo período e as taxas reais dos títulos americanos efetivamente caíram.

Contudo, os movimentos dos nossos ativos não confirmaram nossas expectativas. O principal risco não era um movimento direcional, mas descasamentos relevantes, como ocorridos no início do mês de junho.

De um lado, houve expressiva valorização das moedas de países emergentes, combinada com queda das mineradoras de ouro e do mercado acionário.

Do outro lado, as posições domésticas perderam completamente sua correlação. Mesmo em período de piora de risco global, as empresas expostas ao câmbio performaram pior do que as empresas do setor bancário.

Não sabemos explicar os motivos para o movimento, nem para a relevante perda de correlação (novos agentes no mercado; a lembrança de março, quando ativos defensivos caíram junto com o mercado acionário; apenas uma correção da tendência, amplificada pela alta volatilidade etc).

Nesse tipo de situação, nossa reação é sempre a mesma: reduzir risco. Atualmente, o fundo utiliza menos de metade do limite de risco, detém posições reduzidas apenas em ouro e petróleo e novas reduções serão feitas se as correlações permanecerem erráticas.

Permanecemos à disposição.

**Vista Capital**