

O Vista Multiestratégia registrou resultado negativo de 1,38% no mês, em função de posições vendidas em Brasil e de perda com *hedges*. A soma de incerteza política, queda de preço das *commodities* e redução de liquidez global aumentou substancialmente nossa percepção de risco. Abaixo detalhamos o cenário e nossas posições.

\* \* \*

Por volta de 2013, o Brasil percebeu que a nova matriz econômica de Dilma encerrou quase duas décadas de evolução econômica e social. Desde então, os agentes procuram uma resposta para a dúvida acerca de como retornar ao caminho virtuoso de desenvolvimento.

O crescimento de Aécio e Marina na eleição de 2014, a nomeação de Joaquim Levy para a Fazenda em 2015 e o *governo Temer pré-áudio* marcaram épocas de confiança de que voltaríamos aos trilhos. Os grandes movimentos observados nos preços dos ativos expuseram, com justiça, a enorme diferença entre os modelos econômicos e seus efeitos quase binários.

Nos últimos 15 meses, o fundo manteve posição comprada em ações brasileiras. Um reflexo do otimismo com o viés liberal do novo governo, que se distanciava da nova matriz econômica e, acreditava-se, poderia levar o Brasil ao encontro do seu tão esperado futuro promissor (ou, ao menos, para mais próximo dele). Nesse contexto, as *Eleições 2018* tinham um papel essencial sobre a duração dos ajustes que vinham sendo propostos, supondo que quão maior fosse o sucesso de Michel Temer, maior seriam as chances de eleger um sucessor com propostas e objetivos similares<sup>1</sup>.

A divulgação da conversa entre Temer e Joesley marcou, para nós, o fim do viés menos estatista e do processo de ajustes. Entre outras medidas, a troca de Maria Sílvia no BNDES é simbólica e indica que o governo não tem mais tempo, ou capital político, para bancar os custos dos ajustes de longo prazo. A conhecida necessidade de antecipar resultados em troca da estabilidade mais lôngeva se faz novamente presente.

Em paralelo, a crise tornou a eleição de 2018 ainda mais incerta. O enfraquecimento da base, das perspectivas econômicas e, acima de tudo, o enorme desgaste político do PSDB e seus líderes aumentaram as dúvidas sobre a proposta de estado que será vencedora nas urnas.

O Brasil não consegue decidir: queremos um modelo estatista e com baixa produtividade? Ou teremos um estado mais enxuto e seremos mais produtivos?

A dúvida ficou aparente em pesquisas recentes sobre alinhamento ideológico que constataram que 40% dos eleitores encontra-se à esquerda e outros 40% encontra-se à direita<sup>2</sup>. O embate permeia a sociedade e um bom exemplo é a disputa entre empresários do setor produtivo, onde parte pressiona o BNDES por mais empréstimos subsidiados e outra parte defende a redução do tamanho do banco.

Enquanto persiste a dúvida sobre qual modelo adotar, o *status quo* é pró-estado e o carrego é negativo. Quanto ao primeiro item, a Constituição é *estatista* e qualquer mudança exige quórum qualificado constitucional no Congresso, uma maioria complexa de ser formada diante das pressões crescentes de grupos

<sup>1</sup> O assunto foi debatido na carta do gestor de abril de 2017.

<sup>2</sup> Foram feitas perguntas sobre temas econômicos e comportamentais e, com base nas respostas, os eleitores foram agrupados em uma posição da escala ideológica. Link: <http://www1.folha.uol.com.br/poder/2017/07/1897913-cresce-apoio-a-ideias-proximas-a-esquerda-aponta-datafolha.shtml>

organizados e corporativistas. Sobre o segundo ponto, ao contrário de 2014, quando bastava não errar, agora precisamos acertar. A dinâmica da dívida é talvez a pior do planeta e a cada mês sem solução o ajuste necessário fica mais duro.

Voltamos, então, a observar uma crise sócio-econômica que abre espaço para cenários extremos, com o relógio correndo contra. Nesse momento, qualquer cenário parece possível e a distribuição de resultados cresceu substancialmente.

É possível afirmar que a esquerda perdeu capital político, mas deve-se reconhecer que o mesmo pode ser dito do PSDB. Pode-se também acreditar que a falência política e a tendência global abrem espaço para um *outsider*, mas será ele um estatista ou um liberal? O governo Temer chegara até 2018? Ou Rodrigo Maia assumirá? A atual equipe econômica resistirá ao embate político? Ou ainda, as delações por vir irão inviabilizar a classe política e abrir uma luta apenas por sobrevivência? Ou mais importante, Lula será condenado? A segunda instância ratificará a condenação? A tempo de inviabilizar uma candidatura?

No cenário externo, ao longo de junho, os bancos centrais do mundo resolveram indicar a redução de estímulos monetários, no que parece um movimento coordenado. Esse sinal nos preocupa<sup>3</sup>. Depois de 8 anos de forte estímulo, estamos navegando em águas nunca antes exploradas. Historicamente, tais movimentos, ainda que incipientes, não se mostraram positivos para mercados emergentes.

\* \* \*

Dada a dificuldade de ser assertivo sobre a direção do Brasil e do mundo, voltamos ao objetivo primordial de preservar capital. O primeiro passo é mais simples. Reduzimos em mais de 50% o risco. O segundo, um pouco mais complexo.

Diante das incertezas, estar sem posições (i.e. aplicado apenas na SELIC) seria a melhor forma de proteger capital? Correr o risco de assistir à absolvição, ou mesmo à eleição, do ex-presidente Lula e a possível dúvida sobre a capacidade de pagamento da dívida pública e o valor da moeda?

Não há uma resposta fácil. Considerando que enxergamos o Vista Multiestratégia como o patrimônio dos sócios, parece-nos mais prudente errar o cenário de reformas aprovadas do que errar o cenário de Lula novamente presidente. Uma recuperação brasileira, além da manutenção do valor da moeda, abre espaço para diversas oportunidades de investimento. Do outro lado, uma fuga de capital e um governo sem comprometimento fiscal podem destruir permanentemente o valor dos ativos.

Com esse foco, o fundo possui três posições principais:

i. Tomado nos juros curtos. Embora seja possível imaginar que o BC brasileiro corte a SELIC abaixo dos 8,5% precificado pelo mercado, acreditamos que será difícil realizar uma redução muito maior, dado o aumento do custo de oportunidade global e a incerteza sobre nossa capacidade de pagamento. Por outro lado, uma crise, tal como vista no dia seguinte à divulgação do áudio de Joesley, pode afetar agressivamente os preços. O risco vs. retorno para proteção de portfólio parece interessante.

---

<sup>3</sup> O assunto foi debatido na carta do gestor de fevereiro de 2017.

ii. Comprado em opções de USD. Manter uma parcela do portfólio em dólares atende o objetivo de proteger patrimônio diante de um possível cenário adverso. O uso de opções, especialmente no momento de votação de reforma trabalhista, denúncia de Temer e, acima de tudo, sentença de Lula no caso do tríplex, limita as perdas, mas não sem nenhum custo. O atraso dos eventos e a surpreendente queda de volatilidade trouxe efeitos negativos para a posição até aqui.

iii. Petrobrás vs. Índice via estratégia de opções. Enxergamos o *valuation* de Petrobras bastante descontado. O mercado parece considerar um risco-país substancialmente mais elevado do que aquele que é considerado para os demais ativos. A nosso ver, apesar da volatilidade do petróleo de curto prazo, deveríamos observar uma convergência. Além disso, enxergamos a posição como um *hedge* para outros investimentos, como, por exemplo, num cenário de condenação do Lula e eventuais efeitos positivos sobre as empresas estatais. Até o momento, contudo, a posição não vem performando como um *hedge* e obteve um resultado negativo.

Permanecemos à disposição para eventuais dúvidas.

**Vista Capital**