

O Vista Multiestratégia registrou rentabilidade de 5,0% no mês, com resultados distribuídos por alguns países e classes de ativos.

Doméstico

No campo doméstico, o cenário segue favorável. A inflação controlada, a recuperação da atividade e o resultado fiscal continuam surpreendendo positivamente. A agenda política liberal está cada vez mais *na moda* entre os candidatos, aumentando a notoriedade e o espaço concedido aos seus interlocutores econômicos.

As principais posições do fundo seguem em linha com o último mês. Acreditamos que a alocação dos agentes em bolsa brasileira e ativos reais é discreta diante da virada estrutural que pode ser iniciada nessa eleição. O investimento em Petrobrás permanece como a maior posição do fundo.

Externo

No cenário externo, o mês foi interessante macroeconomicamente e desafiador para gestão de recursos, durante o qual relações históricas entre ativos não se confirmaram.

Ao longo de 2017, destacamos a inflação americana como o principal risco externo. No mês, surgiu o primeiro indício de materialização: a divulgação do dado de salários mais fortes nos EUA elevou a expectativa de alta de juros pelo FED e derrubou os mercados globais.

O histórico de boa performance das *commodities* ao final de ciclos econômicos e a agenda de medidas protecionistas de Trump são outros componentes importantes para o risco inflacionário e exigem a manutenção do nosso estado de alerta com a inflação.

* * *

Na última carta, comentamos que o fundo havia se posicionado no exterior: *(i)* venda de bolsa americana e emergentes (ex-Brasil); *(ii)* comprado nas taxas americanas e européias; e *(iii)* comprado no dólar contra uma cesta de moeda.

Os juros parecem seguir a dinâmica tradicional. Mais inflação, mais juros. O movimento da bolsa também está dentro do esperado. A expectativa de aumento dos lucros com a reforma tributária foi mais que compensada pela forte elevação dos juros, derrubando o valor presente dos ativos.

A surpresa foi o câmbio. Esperávamos uma valorização do dólar em reação à expressiva abertura da curva de juros americana.

Movimentos de moedas são de difícil explicação, até mesmo *a posteriori*. Como brincam alguns, é um mercado feito para manter a humildade dos economistas.

Embora a principal correlação do câmbio seja com o diferencial de juros, fatores estruturais como necessidade de poupança externa e fluxo de capitais e reservas são parte relevante do equilíbrio de forças.

Como o movimento não era esperado e quebras de correlações são sempre relevantes, desfizemos as posições compradas na moeda e recorremos à história na busca de explicações e similaridades.

"History doesn't repeat, but it often rhymes."

(Mark Twain)

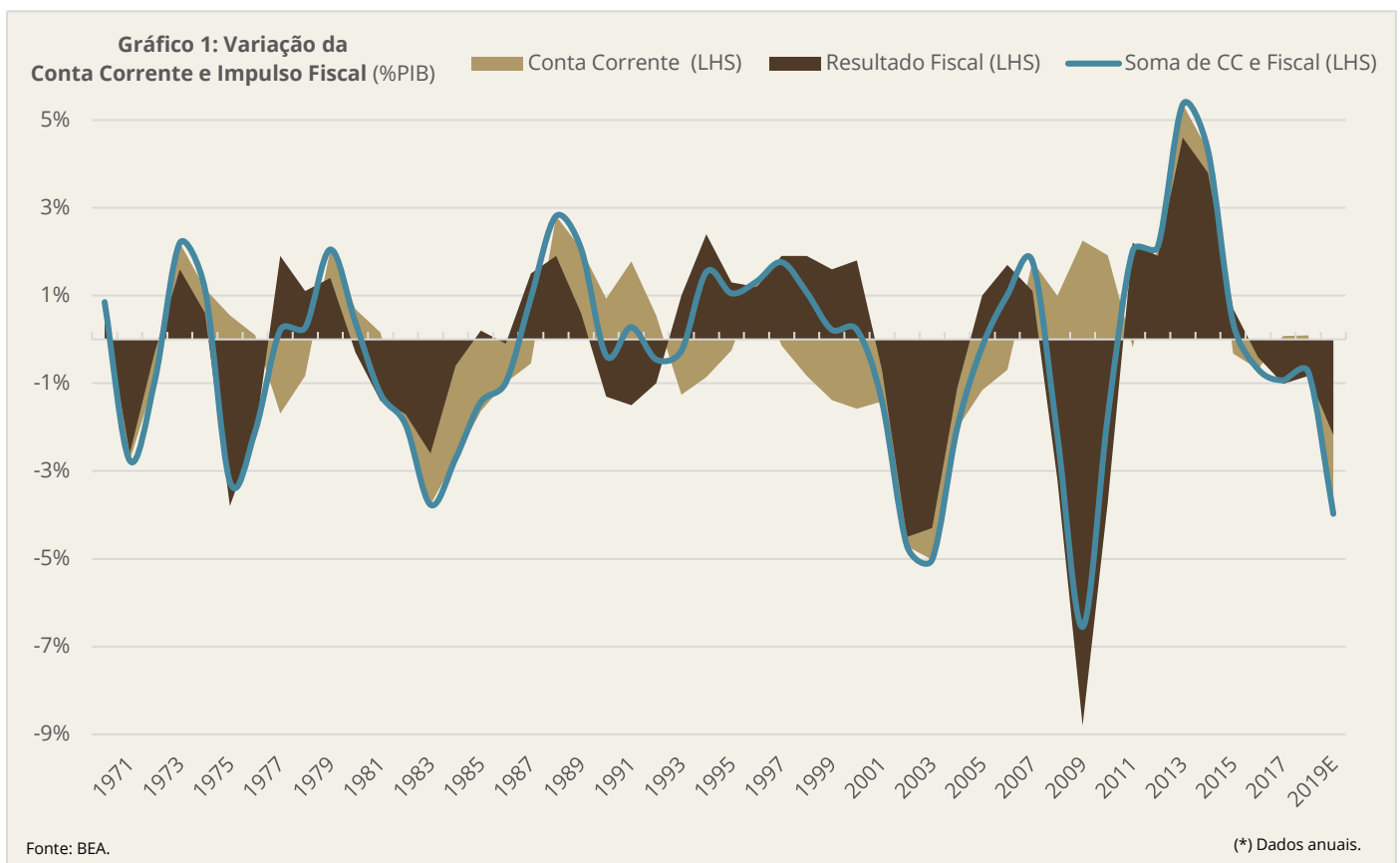
Primeiro, vamos olhar os casos de déficit duplo (conta corrente e fiscal) isoladamente. Nos últimos cinco períodos em que os EUA viveram déficits duplos, o dólar contrariou as expectativas e se manteve forte em dois: 1981-84 e 2008 (Gráfico 1).

No início dos anos 80, Ronald Reagan recebeu o país de Jimmy Carter em estagnação e implementou um agressivo corte de impostos. O *Reaganomics* levou a

deficits duplos e, ainda assim, o dólar valorizou. A provável justificativa fora a postura vigilante de Paul Volcker no comando do FED, elevando os juros reais para mais de 6%.

Um cenário análogo ocorreu com o marco durante a reunificação da Alemanha. Apesar do grande déficit fiscal, a postura enérgica do *Bundesbank*, historicamente preocupado com inflação, levou à valorização da moeda alemã.

Durante a crise de 2008, embora os EUA ostentassem elevados déficits de conta corrente e fiscal, o dólar apreciou, dado seu papel de reserva e porto seguro no mundo. Na época pré-crise os EUA não possuíam um *passivo externo líquido* relevante. Ao contrário, os



anos anteriores permitiram uma diversificação da alocação para mercados emergentes, movimento que foi rapidamente desfeito e resultou em enorme fluxo de repatriação para o país (Gráfico 2).

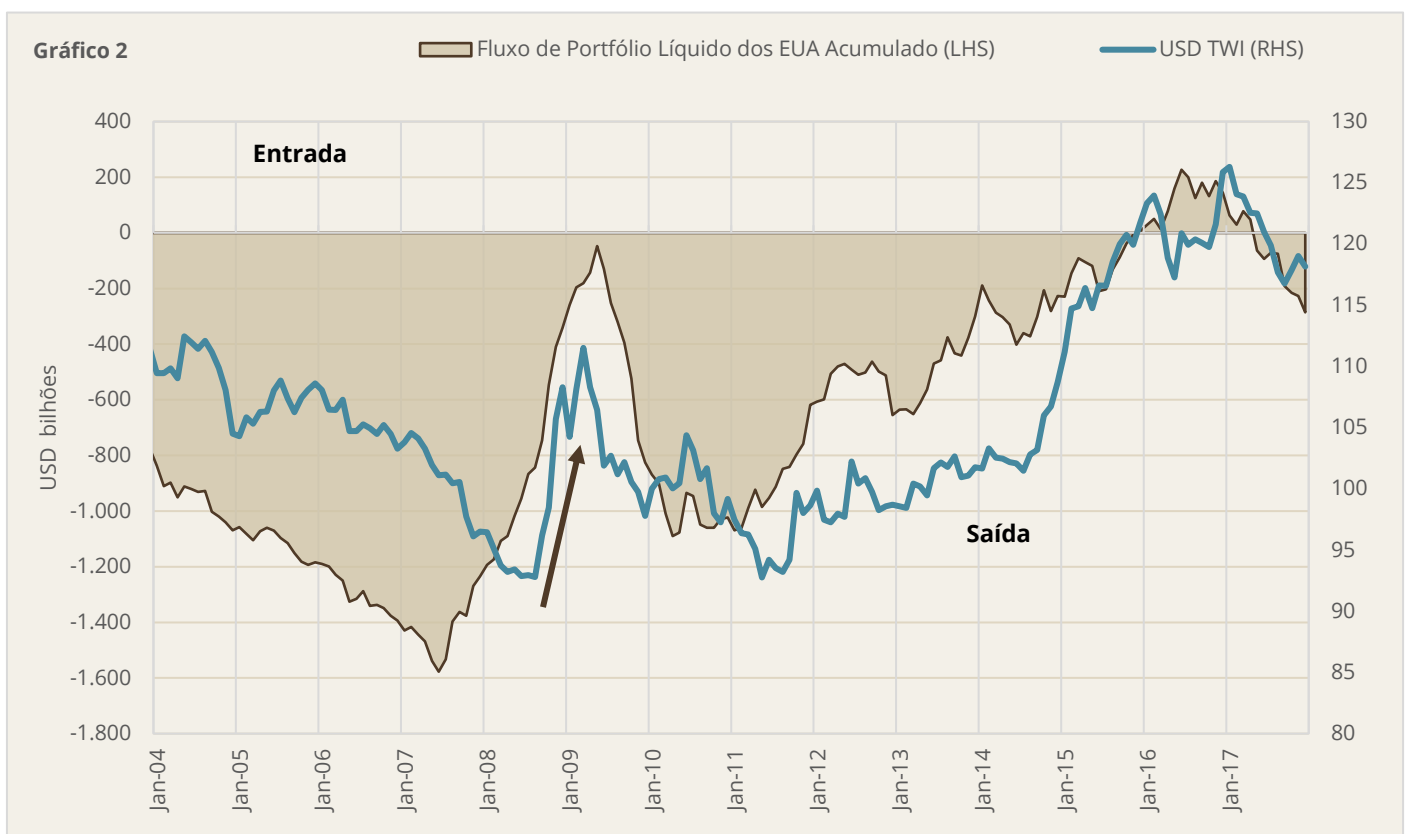
Agora, olhando apenas para o diferencial de juros, a correlação positiva com o dólar não se manteve apenas em dois momentos desde 1992: 1994-95 e 2004-2006 (Gráfico 3).

Em 1994, apesar do aumento do diferencial de juros americanos, o dólar desvalorizou. A discussão de um novo pacote fiscal democrata e uma melhora das condições econômicas nos demais países levaram o mercado a questionar o tamanho da participação do dólar nas reservas globais, um status que fora impulsionado durante a década de 80 com as

políticas implementadas por Reagan e Volcker, mencionadas acima.

Vale destacar o primeiro item da pauta de reunião do conselho do FED em 28 de março de 1995: *“press commentary to the effect that the dollar's role as the dominant international reserve currency is on the wane.”* De acordo com oficiais do FED, *“a number of central banks are holding more dollar reserves than some people within those central banks think they ought to be holding.”*

Em 2004, com a Guerra do Iraque e o corte de impostos promovido por Bush, o déficit fiscal se tornou relevante, somando-se ao enorme déficit em conta corrente. Assim como em 1994, a percepção de piora das condições fiscais americanas foi mais forte

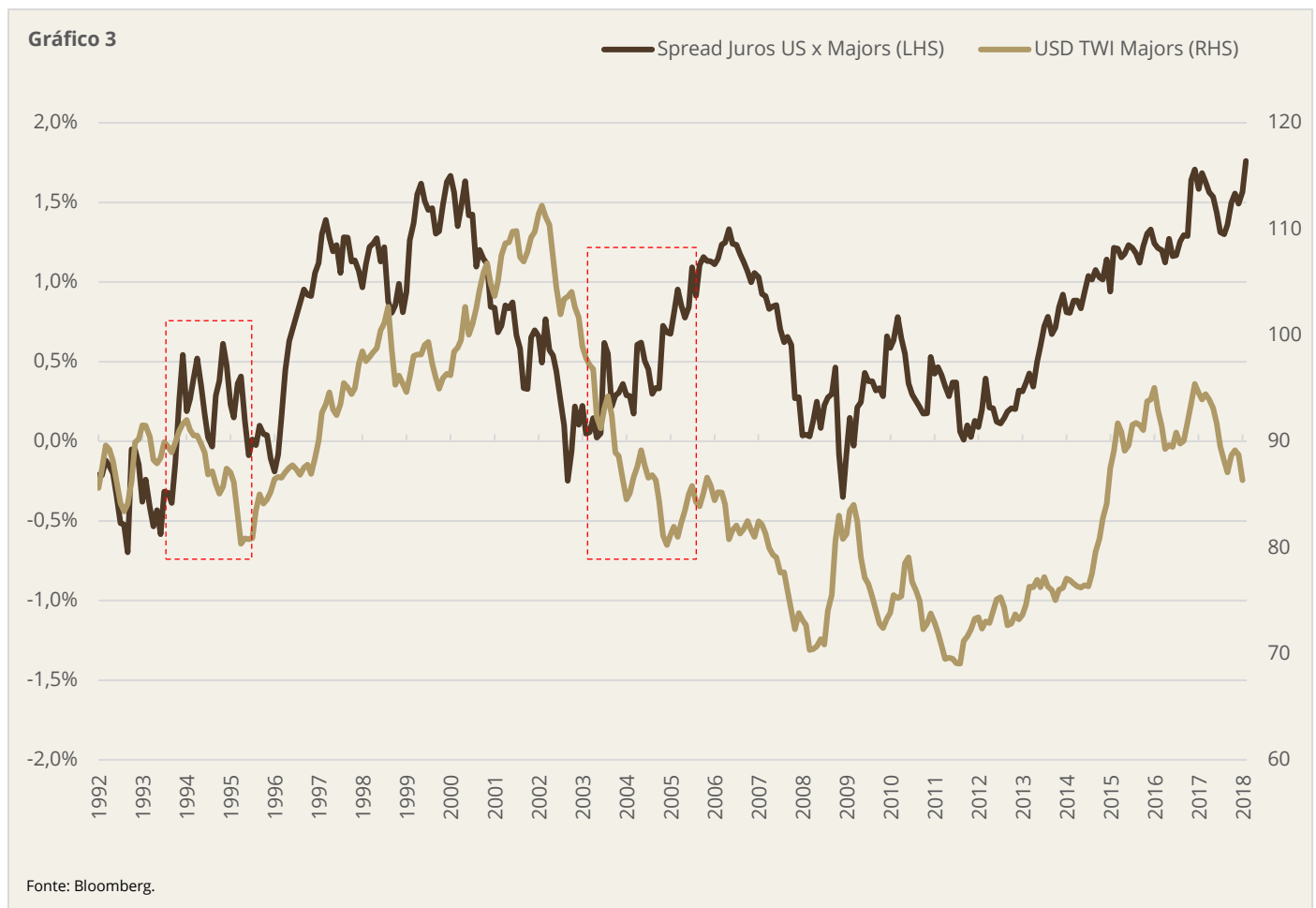


que o diferencial de juros, que crescia com o aumento da taxa de juros americana durante a Era Greenspan.

Nesse período também houve uma melhora econômica fora dos EUA, como destacou o FED em reunião de dezembro de 2006: *"The recent lurch in the dollar reflects improved sentiment towards European economies. It also followed some comments by a Chinese official around Thanksgiving that were interpreted as conveying worries about continued accumulation of dollars among Asian central banks. Reports of diversification by other central banks have fed this rumor mill."*

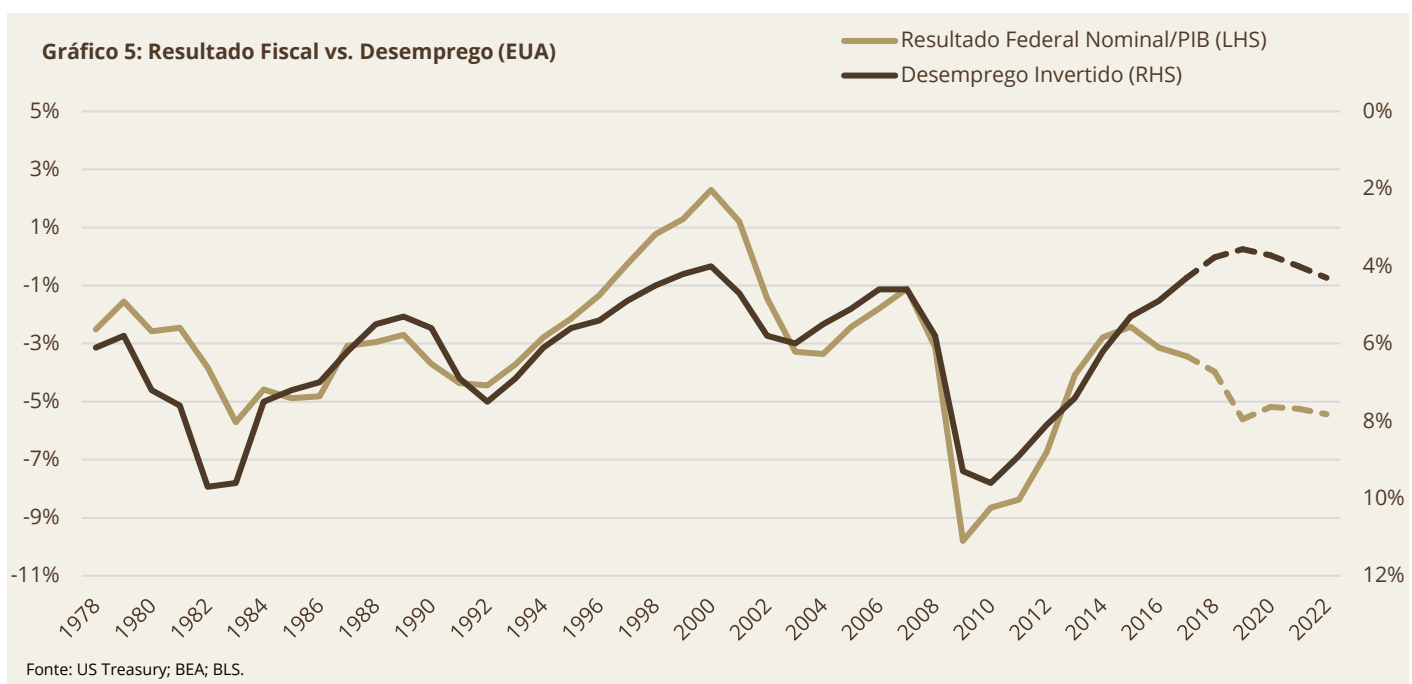
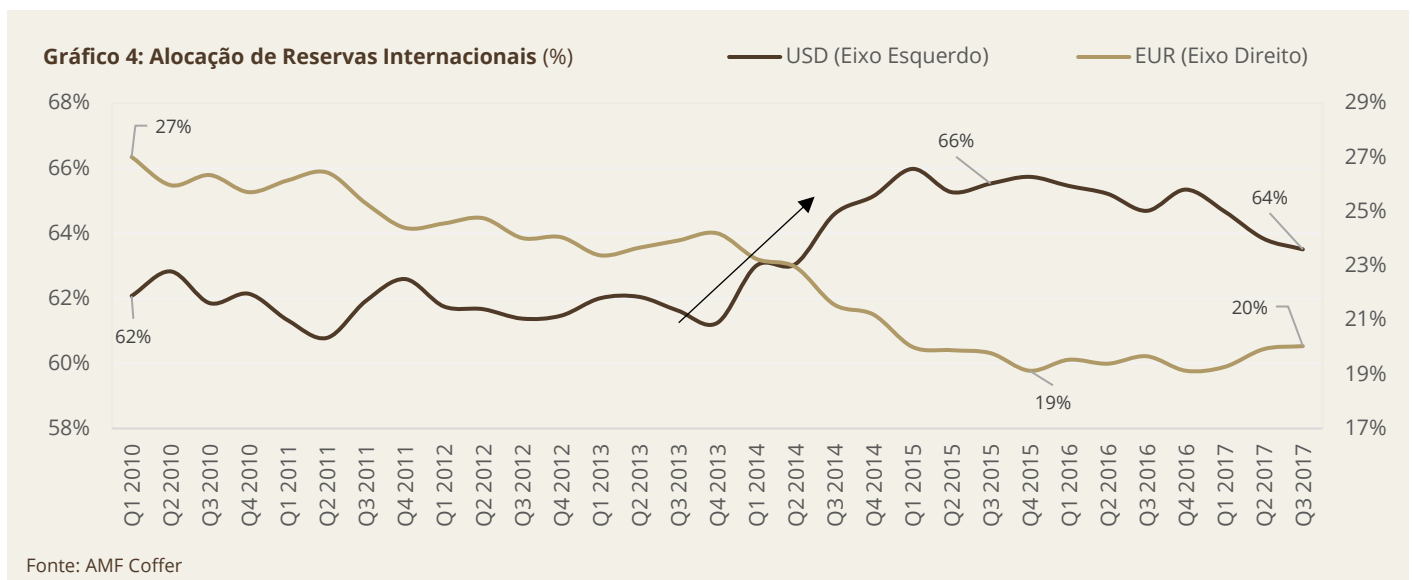
Feitas as observações sobre o passado, o que podemos concluir para os dias de hoje?

Do lado das contas nacionais, certamente não temos um período como o de Volcker, com juros reais notadamente elevados. Na primeira aparição de Powell no Congresso sua postura foi firme, mas indicou manutenção do processo de normalização gradual. Tampouco temos uma crise como em 2008, em que o risco global leva o capital de volta aos EUA. Por esse caminho, teremos um *período normal de correlação*.



Nos casos de perda da correlação entre câmbio e diferencial de juros, identificamos similaridades com o momento atual. Assim como em 1994 e 2006, o resto do mundo melhorava e os EUA pioravam, resultando na redução do “prêmio de qualidade” relativo, que garantia fluxo positivo de capitais durante um longo período.

Nos últimos anos, o país foi um porto seguro para o capital global. A Europa passou por testes seguidos de sobrevivência – *Brexit*, crise de 2011, eleições populistas. A China sempre amedrontou o capital com sua dívida explosiva e os mercados emergentes foram um grande cemitério com o *Taper Tantrum* de 2013, o susto de 2015 e a eleição de Trump. Além



disso, Europa e Japão, com ciclos econômicos defasados em relação aos Estados Unidos, implementaram políticas monetárias ultra acomodáticas, se tornando grandes exportadores de capital para o mundo. O *status* de reserva de valor para a moeda americana se evidenciou nesse contexto, a onda de liquidez global foi canalizada e o USD ganhou importância na alocação das reservas globais (Gráfico 4).

Desde então, o crescimento global acelerou e se disseminou. A Europa está caminhando para uma maior coesão fiscal e monetária, a China suprimiu as saídas de capital e os países emergentes voltaram a crescer e melhoraram suas contas externas.

Do outro lado, apesar das medidas pró-mercado e do crescimento econômico experimentado até agora, o governo Trump vem promovendo certas “apostas” econômicas. Por definição, apostas aumentam o risco *versus* o cenário de estabilidade e podem levar à dúvida sobre o status do dólar como reserva de valor ou, ao menos, reduzir o *gap* de qualidade que os EUA detinham *versus* o resto do mundo.

Quais seriam as apostas de Trump?

1) **Fiscal.** Essa é a primeira vez desde 1980 que o déficit americano não é majoritariamente explicado por uma recessão ou desemprego (Gráfico 5). Em outras palavras, é a primeira vez desde 1980 que se estimula a economia em um cenário de pleno emprego. A expectativa para 2019 é que os EUA

tenham o segundo maior déficit fiscal da história – quase 6% do PIB –, perdendo apenas para a crise de 2008. Trump faz duas apostas: (i) o crescimento econômico mais forte resultante da reforma tributária irá aumentar a arrecadação; e (iii) a eleição legislativa do meio do ano resultará em maioria republicana nas casas e possibilitará uma nova pauta para controle das despesas obrigatórias.

2) **Protecionismo.** As conclusões ainda não são definitivas. No entanto, depois de séculos da Teoria de Vantagens Comparativas de Ricardo ajudando a reduzir a custos, o assunto é controverso, especialmente no momento em que inflação é a principal preocupação. Possíveis retaliações elevam os riscos.

3) **FED.** A opção de manter Yellen no comando do FED foi preterida em favor de Jerome Powell, um *não-acadêmico* de visão monetária ainda desconhecida. A escolha não chega a ser heterodoxa – Powell foi membro do *board* do FED e fez uma carreira destacável no mercado financeiro –, mas é uma aposta de Trump para uma posição importante num momento chave.

Não bastasse tudo isso, o governo Trump é o que mais troca seus oficiais em 40 anos. Em resumo, os EUA se encontram em uma posição externa frágil, com alta necessidade de financiamento e baixa poupança doméstica, liderado por um presidente que toma riscos em diversas frentes, num momento de elevada alocação global em ativos americanos.

Gráfico 6: Posição Líquida de Investimento Internacional dos EUA (%PIB)



Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis

A Inglaterra viveu algo parecido. O déficit de conta corrente era facilmente financiado, dado seu indiscutível status de reserva de valor. Após a escolha pelo *Brexit*, a moeda se desvalorizou de forma relevante. Embora o diferencial de juros e as contas nacionais não tenham se alterado de forma relevante, a percepção como reserva de valor foi reduzida ou, em outras palavras, o prêmio de qualidade foi comprimido.

A queda recente, rara e conjunta de todos ativos americanos – moeda, títulos de renda fixa e bolsa – parece um reflexo desse rearranjo e uma possível realocação de recursos globais para outras regiões.

Diante desse cenário, tendemos a vender todos os ativos americanos em benefício dos brasileiros.

Seguimos à disposição.

Vista Capital