

A partir desse mês, nossa carta mensal será aplicável aos fundos da estratégia macro da Vista Capital: *Vista Multiestratégia FIM* e *Vista Hedge FIM*. O Vista Hedge iniciou suas operações em 08/05 e manterá estratégia similar ao Vista Multiestratégia, no entanto, com menor utilização de risco.

O Vista Multiestratégia registrou rentabilidade positiva no mês de 9,1%, com resultado positivo em quase todas as estratégias.

Maior foi um mês importante, não apenas pelas expressivas oscilações de preço, mas por alterações fundamentais no cenário doméstico e internacional. A composição de nosso portfólio, que se mantivera estável durante um longo período, refletiu essas mudanças.

Ao longo dos últimos 2 anos, o fundo carregou uma posição comprada em Petrobras. Em abril desse ano, diante da preocupação eleitoral e da baixa volatilidade implícita, trocamos toda a posição em ações para opções. No início de maio, liquidamos as opções pelos seguintes motivos:

1. Volatilidade e preço. O aumento expressivo da volatilidade implícita não fazia mais das opções um instrumento defensivo e a disparada do preço trouxe o desconto para outras *majors* a níveis mais aceitáveis, retirando o conforto de *valuation* que justificasse uma posição em ações.

2. Greve dos caminhoneiros. A greve ganhou contornos nacionais apenas no dia 21 de maio. Na semana anterior, contudo, a notícia de alguns protestos espaçados e o congelamento de preços da gasolina da YPF pelo governo argentino acenderam a luz amarela. Nossa discussão recorrente sobre até onde a fórmula de preço se sustentaria em ano eleitoral ganhou elementos negativos e preocupantes.

Diante da preocupação eleitoral, *valuation* menos descontado, maior dificuldade de proteção e o risco de uma resposta populista do governo brasileiro, nos desfizemos da nossa posição ainda na primeira metade do mês.

Não imaginávamos, contudo, o tamanho e a relevância que a greve alcançaria. Não apenas os efeitos de primeira ordem relacionados ao preço do diesel, mas o impacto sobre o sentimento dos agentes acerca da capacidade da sociedade brasileira de aguentar um ajuste econômico e uma economia mais aberta e dinâmica.

Há alguns meses, embora se esperasse um caminho tortuoso, a direção era clara: medidas ortodoxas, inflação baixa e recuperação cíclica abririam espaço para a continuidade da política econômica. Fato é que a atividade ainda não se recuperou como esperado, a inflação baixa ainda não gerou sensação de bem-estar e as medidas ortodoxas agora começam a se reverter.

Em meio ao caos, o Brasil também foi lembrado que fazer política populista não é exclusividade da esquerda. Bolsonaro e membros do PSDB pediram a cabeça de Pedro Parente e o fim de importantes pilares de sua gestão. Não há ninguém propondo um debate saudável sobre a alocação de recursos públicos e o que se vê é um massacre populista. Após anos de intervenção econômica, esperava-se que o pêndulo fosse gravitar para o lado oposto, o que não parece estar acontecendo.

Fatos como esse fazem com que o desafio do próximo presidente seja maior do que aquele inicialmente esperado. Como atender à ânsia do povo por mais estado diante de um orçamento cada vez mais engessado? Assim como a política de ajuste diário de preços da Petrobras, o corte de gastos discricionários não chegou ao limite? A saída seria o velho e conhecido imposto inflacionário?

Não bastasse o desafio ser enorme, é cada vez mais difícil saber quem será o encarregado. Os candidatos do “centro político” não conseguem crescer e a esquerda está saindo das cordas. Ainda que não acreditemos na vitória, a capacidade de retórica de Ciro, especialmente quando comparada a de seus adversários, e a persistente influência de Lula são fatos preocupantes.

Por outro lado, as expectativas do mercado sobre a candidatura de Alckmin estão elevando as chances de uma surpresa positiva. Os pontos negativos – PSDB, corrupção, *establishment* – estão expostos há

algum tempo, enquanto os positivos – máquina, tempo de TV, alianças e histórico político – aparecerão apenas nos próximos meses. Somos otimistas com uma melhora da campanha e enxergamos hoje uma oportunidade na assimetria de preços.

Em resumo, o país atravessa um momento bastante confuso, sobre o qual não temos uma opinião clara. Seguiremos acompanhando cada passo desse desenrolar, posicionando nosso portfólio de acordo com o tamanho de nossa segurança e convicção. Enquanto permanecer a incerteza, o primeiro objetivo será preservar capital, tendo em vista o potencial de destruição de patrimônio dos cenários adversos.

* * *

Vemos com ceticismo os posicionamentos recentes do Tesouro e do Banco Central. As intervenções não foram precoces e grandes demais? O mercado estava realmente disfuncional? Nesse ritmo, não chegaremos com poucas defesas ao volátil processo eleitoral?

Embora a população não costume perceber que subsídios e intervenções cobram seu preço, movimentos de mercado são educativos. A cinco meses das eleições, preços em postos de combustíveis são controlados pelos “*fiscais do Temer*” e o Banco Central de Ilan está vendendo dólares em ritmo superior ao realizado por Tombini.

Não é preciso ir muito distante na história para encontrar exemplos de insucesso dessas estratégias. Há pouco mais de um mês, nossos vizinhos argentinos fracassaram ao intervir no câmbio e nos preços de combustíveis.

Levantamos a pergunta: se a necessidade de intervenção no câmbio é dessa magnitude, não está a Selic baixa demais? Crises de emergentes normalmente terminam nos juros, vide os exemplos de Argentina e Turquia nesse ano ou Rússia e México no passado recente.

Por essas razões, fechamos o mês com uma posição tomada nos juros. A baixa inflação é um fato, mas discordamos da utilização de política monetária com apenas esse foco. Para países emergentes, a estabilidade financeira tem um papel fundamental e com esse nível de incerteza e 6,5% de SELIC, o real não parece ter demanda suficiente.

Em nossa constante busca por *hedges*, como a volatilidade implícita das opções de Petrobras e o baixo prêmio nos juros de curto prazo, destacamos nesse momento a inflação precificada nos ativos.

O período de baixa inflação, por si só, não foi suficiente para gerar na população um sentimento de bem-estar e, paralelamente, o maior risco eleitoral, Ciro Gomes, tem como foco de sua política econômica juros reais mais baixos e câmbio depreciado. Em outras palavras, há uma chance

razoável da inflação abaixo da meta atual não ser prioridade do próximo mandatário.

Diante disso, buscamos ativos reais *versus* nominais, mantemos posição comprada em empresas de *shoppings* e viés de compra de dólar.

Externo

Em que pese a preocupação com as mazelas domésticas, parece-nos que parte relevante da dinâmica ruim do Brasil é consequência da piora generalizada do risco de países emergentes.

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.

Sobre esse ponto, erramos ao acreditar que o dólar performaria mal com o ceticismo sobre as políticas de Trump e a reversão de fluxos de reservas, ainda que houvesse aumento do diferencial de juros.

Na virada do mês, o presidente do banco central indiano fez um apelo ao FED para que reduzisse o ritmo do enxugamento de liquidez. Não parece ter surtido efeito. Em discursos recentes, Bernanke e

Yellen foram bastante vocais em afastar qualquer possibilidade de mudança de ritmo.

Se o histórico de erros da nossa classe (economistas) não é pequeno, na expansão quantitativa nos superamos. O início do programa de estímulo do FED foi enfrentado com críticas e ceticismo. A expectativa de inflação alta e riscos para o mercado passou longe de se concretizar e o mundo viveu um período raro de bonança com baixa volatilidade. Evitamos qualquer tipo de previsão e ressaltamos a prudência que é necessária para observar os efeitos do fim desse experimento inédito.

Os capítulos finais ainda serão escritos, mas alguns sinais já nos chamam a atenção. Pegue como exemplo a Itália. Em novembro de 2016, escrevemos sobre nosso ceticismo com a eleição e, em janeiro de 2017, repetimos nossa preocupação. Em todos os momentos, os pessimistas foram vencidos pelo mercado, que buscou níveis cada vez mais baixos de juros.

Dessa vez foi diferente e a eleição gerou um forte efeito. O veto do presidente Mattarella ao ministro anti-euro, Paolo Savona, levou a um *rally* comum ao longo dos últimos anos diante de uma redução de riscos. Entretanto, ao contrário do que vinha sendo resultado comum, o *rally* foi curto e rapidamente houve forte reversão. A falta de liquidez afastou o comprador marginal?

Assim como os italianos, os problemas de Turquia, Argentina e Brasil também não são novos e só receberam a devida atenção recentemente.

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.

O fundo possui posições vendidas na Itália e nos EUA, compradas na libra esterlina e vendida no euro. A posição vendida em Argentina foi encerrada.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital