

Desde o mês de maio de 2018, nossa carta mensal é aplicável aos fundos da estratégia macro da Vista Capital: Vista Multiestratégia FIM e Vista Hedge FIM¹.

O Vista Multiestratégia registrou rentabilidade de 3,5% em junho, com resultados positivos em juros brasileiros e moedas de países emergentes e perdas em ações argentinas.

Doméstico

O mês foi de poucas novidades. Persiste a falta de clareza sobre o processo eleitoral, o que dificulta qualquer projeção econômica de médio prazo. Vale destacar, contudo, o aumento da probabilidade de um segundo turno entre Jair Bolsonaro e Ciro Gomes, um fator de risco notável e crescente, especialmente quando considerada a extrema rejeição do primeiro candidato.

Em nossa última carta, mencionamos o apelo feito pelo banco central indiano ao FED para que reduzisse o ritmo do enxugamento de liquidez. Em junho, foi a vez do banco central indonésio transmitir suas preocupações ao subir, inesperadamente, 50 *basis points* de juros. Em comunicado, afirmou que a decisão foi um sinal de que o banco central atua de forma *"preventiva e à frente da curva"* em meio a um cenário de aumento de taxa de juros globais e elevada incerteza política. Ainda no âmbito da discussão, repetiu seu comprometimento com a

estabilidade cambial e disse que irá *"continuar a estabilizar a rupia indonésia, de acordo com seus fundamentos"*.

A postura defensiva também foi vista na Turquia e na Argentina nos últimos meses. De um lado, é certo que tais países têm problemas de contas externas, ao contrário do Brasil hoje. De outro, o patrimônio brasileiro é menos *dolarizado*. Nosso nível histórico de taxa de juros e isenções fiscais fazem com que residentes tenham pouco *hedge* em moeda estrangeira, gerando assim uma grande demanda em tempos incertos.

Embora discordemos da intervenção do banco central, não a ignoramos. A cada movimento mais forte dos preços, tenderemos a reduzir nossa posição pessimista e aguardar o BC, como feito no início do mês. Hoje a posição está recomposta em tamanho considerável, com destaque para os juros curtos.

Mantemos a posição em *malls* e adicionamos posições pequenas em ações que, após forte reprecificação, voltaram para *valuations* mais protegidos.

Em resumo, poucas alterações de posições e apenas ajustes de tamanho diante dos grandes movimentos de preço.

¹ O Vista Hedge iniciou suas operações em 8 de maio de 2018 e manterá estratégia similar ao Vista Multiestratégia, no entanto, com menor utilização de risco.

Exterior

A calma do ambiente doméstico não se repetiu no ambiente externo.

A “coincidência”, que atingiu Brasil, Argentina e Turquia, chegou à Ásia, com perdas relevantes na China e outros países da região. Para ilustrar o *aspirador de liquidez americano* e o porquê do que chamamos de “coincidência”, veja-se os fluxos até 4 de julho²:

- Maior resgate contínuo de fundos de dívida de emergente dos últimos 2 anos;
- 9 semanas seguidas de saída de capital de ações de países emergentes;
- 17 semanas seguidas de saída de recursos de ações na Europa, configurando o segundo maior resgate seguido da história;
- 9 semanas seguidas de saída de capital de produtos de crédito *High Yield*, o maior da história.

Do outro lado, a entrada de capital para *bonds* americanos foi a maior da história no primeiro trimestre.

Mantemos nossa elevada preocupação com esse movimento, principalmente porque nesse mês de julho o FED aumentará a retirada de liquidez de 30 para 40 bilhões de dólares por mês. As discussões sobre guerra comercial não nos incomodam tanto

quanto a intensidade do aperto monetário pelo banco central americano.

O fundo continua com posições vendidas na Itália e nos EUA e iniciou posições vendidas em outros emergentes. Além disso, permanece comprado em dólar e libra esterlina contra real, euro e moedas asiáticas.

Outras 2 posições foram iniciadas (ou reiniciadas) esse mês: Argentina e petróleo.

* * *

É de conhecimento dos nossos clientes nosso viés positivo com a administração Macri. Técnicos qualificados, capital político e o cenário de terra arrasada facilitavam o trabalho. Passamos mais de 2 anos comprados em ações argentinas. No final do ano passado, com o início da *aventura intervencionista*, desfizemos nossa posição e chegamos a ficar vendidos em momentos pontuais. O enorme estresse de mercado que se sucedeu levou a dois acontecimentos:

- (i) Macri entendeu que errou e fez alterações importantes na direção. Não apenas trocou o presidente do banco central, como aceitou a ajuda do FMI, uma atitude dura e vista de forma negativa pelo povo argentino. Vemos nesse movimento uma sinalização relevante, pois o comum é ver governos latino-americanos

² Fonte: EPFR Global

dobrarem a aposta do erro, como no recente exemplo brasileiro com Dilma Rousseff. Aceitar o erro e tomar medidas duras e impopulares para corrigir a rota é, no mínimo, notável.

- (ii) Os preços mostram um *valuation* muito depreciado. Algumas ações perderam mais de 60% do valor apenas nos últimos 2 meses, retornando para múltiplos em que negociavam antes da eleição que levou Maurício Macri ao poder. Desde então, foram feitas reformas importantes, ajuste de preços administrados e outros movimentos microeconômicos. Além disso, o câmbio parece ter se ajustado, com o déficit de conta corrente caminhando para níveis muito mais razoáveis.

É inquestionável que houve perda de capital político no caminho e que a implementação de importantes mudanças será postergada. Entretanto, com a aproximação do meio do ano, o principal *driver* já passa a ser o processo eleitoral de 2019. As incertezas acerca da reeleição de Macri cresceram muito com queda de sua aprovação e o fantasma do peronismo assusta os mercados.

Não apostamos no cenário negativo. Além de ser rara uma não reeleição na América Latina, ainda há tempo suficiente para estabilizar a economia e retomar popularidade. Se nada disso funcionar, o *Cambemos*, partido de Macri, possui uma substituta de alto gabarito. Maria Eugenia Vidal, governadora de Buenos Aires, é a mais bem avaliada do país e uma

substituta fortíssima, caso seja necessário. Do outro lado, o candidato do peronismo ainda não surgiu, o que mostra a dificuldade política de carregar o peso da família Kirchner.

Vale lembrar que, na reunião do FMI realizada em abril desse ano, a Argentina foi escolhida pelos investidores como a maior convicção positiva. A piora generalizada de emergentes, junto com o posicionamento excessivo no país, atingiu com violência os ativos argentinos após os erros domésticos.

Enxergamos um razoável exagero nos efeitos provocados por esse fluxo e aproveitamos a oportunidade para retornar à posição iniciada em 2015, brevemente desfeita nos últimos meses.

* * *

Quanto ao petróleo, mantemos o otimismo existente há algum tempo e, com a redução do risco em Petrobras, adicionamos uma posição direta na *commodity*, além de uma alocação no setor de exploração e produção da bolsa americana.

Na carta de abril de 2018, escrevemos sobre o tema:

"(...) Há 6 meses, havia certo ceticismo no mercado com o equilíbrio de estoques de petróleo. O corte de produção da OPEC levaria à alta dos preços e traria uma enxurrada de produção do shale americano. Hoje observamos a produção americana acima do cenário outrora mais otimista e o mercado está cada vez mais apertado. O forte crescimento da demanda somado ao compliance maior do que esperado da OPEC compensaram o crescimento da produção americana. À

frente, o cenário fica ainda mais complicado. Dois grandes produtores vão enfrentar dificuldades e possíveis intervenções dos EUA. A Venezuela já perdeu mais da metade de sua capacidade de produção e algumas estimativas indicam um cenário ainda pior para o final do ano. O Irã, como repetimos seguidamente nas nossas cartas, é foco número 1 da geopolítica internacional. A coalização informal entre Árabia Saudita, Israel e EUA aperta o cerco em quase todas as frentes – Síria, Iêmen e Líbano – e Trump recentemente anunciou a saída do acordo com Irã. Em paralelo, o crescimento da produção de shale, mais especificamente na bacia de Permian, no Texas, foi tão surpreendente que a capacidade de escoamento alcançou o limite. O aumento do desconto do petróleo dessa região para o petróleo de Cushing, que fica a apenas 800 km de distância, chegou a 12 dólares, denotando as limitações do shale americano enquanto os novos pipelines, previstos para 2019, não entram em operação.

Em resumo, hoje observamos o equilíbrio de oferta e demanda bastante apertado com riscos de choque de oferta. (...)”

Em junho, a OPEC se reuniu para aumentar a produção, o que, contudo, não nos parece ser suficiente para equilibrar a relação de oferta e demanda. Mais importante, o debate sobre capacidade excedente do mundo e da OPEC se iniciou com mais vigor. Esse equilíbrio nos parece muito perigoso e não descartamos preços substancialmente mais altos, com efeitos fortes sobre a inflação, a velocidade da política monetária do FED e a liquidez global.

Permanecemos a disposição.

Vista Capital