

O Vista Multiestratégia obteve rentabilidade positiva de 14,76% em outubro, com resultados concentrados nas posições vendida em bolsa americana e comprada em bolsa brasileira.

Discutimos a seguir as mudanças mais relevantes do mês nos cenários doméstico e externo.

Doméstico

Sobre o recém-eleito governo Bolsonaro, nossa opinião difere pouco da média. As propostas, em sua maioria, são positivas, o resultado das eleições para o Congresso Nacional é animador e a equipe em formação parece qualificada. O viés mais liberal dos governadores eleitos em importantes estados do sul, sudeste e centro-oeste também merece destaque.

Diante da necessidade de promover reformas complexas, ajudará o presidente o fato de que a base mais fiel de eleitores é formada por aqueles para os quais a prosperidade econômica é mais importante do que o assistencialismo (vide o resultado geográfico da eleição).

Nesse momento, o ambiente político chama-nos menos a atenção do que favorável ambiente econômico.

* * *

Para exemplificar o momento atual da economia, façamos um exercício hipotético acerca de um período em que os seguintes fatos aconteçam:

- i) Crise de países emergentes
- ii) Desvalorização cambial de 30%
- iii) Escassez de produtos
- iv) Choque de preço de energia (diesel e gasolina)
- v) Choque negativo de confiança

Olhando para a história, o efeito seria uma recessão, no mínimo, moderada e uma inflação acima da meta.

Esse cenário “hipotético” efetivamente ocorreu nos últimos 6 meses. Crise de emergentes, desvalorização do real, greve dos caminhoneiros, alta no preço dos alimentos e combustíveis e enorme incerteza eleitoral. No entanto, ao contrário do esperado, a economia se comportou bastante bem, a alta de preços no atacado não chegou ao IPCA e a geração de empregos continua a surpreender. Impressiona o CAGED de setembro de 2018 ser o mais forte dos últimos 5 anos. *Tantas contratações às vésperas de um processo eleitoral decisivo e incerto?*

Esse resultado em uma situação de adversidade mostra um ciclo econômico forte e consolidado. Embora seja impossível apontar as medidas responsáveis, certamente a reforma trabalhista e a mudança na terceirização, as diversas reformas microeconômicas, as mudanças na governança das estatais e a gestão do banco central deram sua contribuição.

Na última semana, o relatório *Doing Business* do Banco Mundial reconheceu alguns avanços microeconômicos. O Brasil subiu 16 posições no ranking de melhores países para se fazer negócios, a

maior alta em décadas. Foram destacadas as iniciativas para redução da burocracia na abertura de empresas (principalmente, no governo de São Paulo e Rio de Janeiro), e itens como o certificado de origem digital (COD), reduzindo os custos de emissão de documentos em ao menos 35% e prazos de até três dias para cerca de 30 minutos.

Se as reformas macroeconômicas, com destaque para a fiscal, ainda pendem de solução, grandes reformas microeconômicas foram realizadas nos últimos 2 anos e os efeitos começam a ser sentidos.

Atualmente, o risco vs. retorno de uma retomada de atividade acima da média parece positivo.

* * *

A recuperação do setor de óleo e gás, seguidamente discutida em nossas comunicações mensais, é outro fator positivo para a retomada da atividade.

Após um período sem ofertas da ANP, a sequência de leilões efetuados nos últimos 2 anos impactará o volume de investimentos. Por sua vez, a Petrobras, maior empresa do país, está saneada, com a desalavancagem em curso, e nossa expectativa é que, a partir do próximo ano, a empresa recupere sua capacidade de investimento. Os efeitos na economia brasileira são consideráveis.

¹ Na Carta do Gestor referente ao mês de maio de 2018.

O *turnaround* de uma empresa ou de um país não acontece da noite para o dia. Bolsonaro receberá um Brasil bastante arrumado pelo presidente Temer e sua competente equipe. Ainda restam vários e grandes desafios, especialmente no campo fiscal, mas o vento agora é bem mais favorável do que já foi um dia.

Caso as reformas sejam aprovadas, podemos viver um ciclo econômico pujante com efeitos expressivos sobre os preços dos ativos.

Nesse sentido, estamos aos poucos redirecionando a carteira de ações do fundo para refletir essas expectativas, por meio da compra de empresas domésticas positivamente impactadas pela atividade econômica.

O fundo não possui posições em juros ou no real.

Externo

Há 6 meses¹, fizemos o seguinte comentário na carta:

“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.

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.”

Diante desse cenário e durante esse período, estivemos posicionados de diversas formas em busca de proteções. Saímos por um período da nossa posição da Argentina, vendemos ativos turcos, chineses, mexicanos e até brasileiros no período pré-eleitoral. Um por um, os “pacientes mais graves” foram atingidos pelo aperto monetário até que o *valuation* descontado impossibilitasse sua utilização como *hedge*.

No último mês, escrevemos:

“Permanecemos preocupados com os efeitos de segunda ordem da redução de liquidez, mas não mantemos posições vendidas em emergentes desde agosto. Os preços dos ativos embutem descontos acentuados e a desvalorização cambial trouxe estabilização de conta corrente para grande parte dos

países. Na outra ponta, os ativos de países desenvolvidos seguem com valuations altos e perigosos para o momento do ciclo, diante de uma potencial pressão nos custos vinda de salários ou commodities.

Nossos hedges hoje se concentram em taxas e bolsas de países desenvolvidos, e não mais em emergentes.”

Em outubro, finalmente observamos a queda da bolsa americana, que trouxe resultados relevantes para o fundo.

Chegamos ao momento em que a procura por *hedge* se torna extremamente desafiadora. Emergentes e desenvolvidos se encontram em níveis de preços que dificultam uma posição vendida e nos levam a perguntar se a crise iniciada no final do ano não está em seus dias finais.

Se a piora é decorrente do aperto monetário, em qual nível o FED recuará? Os mercados globais já perderam mais de 12 trilhões de dólares de *market cap*.

Aos poucos estamos montando um novo *hedge* de portfólio, com uma posição aplicada em juros americanos. Caso a crise se aprofunde, deixará de ser “apenas uma realização” e a pressão para o FED recuar ganhará novos defensores além do presidente Trump.

Fato é que essa “crise” incomoda menos, já que está clara qual é a solução e o “problema” é crescimento excessivo. Na divisão de nossas preocupações, a situação das outras 2 maiores economias do mundo vem chamando mais atenção.

* * *

Na China, a forte queda da bolsa, seguida por revisões negativas das expectativas de crescimento, levou o governo a reativar os tradicionais estímulos. Para os próximos meses, há enorme expectativa de uma reação da economia e qualquer frustração pode ser relevante. Estamos monitorando de perto esse processo.

Atualmente, a Europa é o centro de nossas maiores preocupações. Nossos leitores e clientes conhecem nosso ceticismo com o futuro da união européia. As eleições no ano que vem serão cruciais. O debate irá se desenrolar nos próximos meses e entraremos em detalhes nas próximas cartas. Possuímos posições vendidas na Europa, tanto na moeda, quanto nos títulos soberanos.

O fundo adicionou uma posição vendida em México e mantém posição comprada em Argentina e libra esterlina.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital