

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades negativas de -4,6% e -1,3% em março, respectivamente, com perdas nas posições de Brasil e Argentina.

Ao longo do mês, o Vista Multiestratégia atingiu o *drawdown* que aciona a regra de controle de risco integral, obrigando a redução de 100% das suas posições. Com o aval do Comitê de Risco, o fundo reassumirá risco de até 5% de *stress* ou seja, 20% do limite máximo do fundo).

* * *

Doméstico

O principal evento foi o ruído político entre os poderes executivo e legislativo, protagonizado por Rodrigo Maia e a família Bolsonaro. Devidamente acompanhado por todos os participantes, o evento foi encerrado sem maiores conclusões, salvo pela lembrança de que o caminho é esburacado.

Sem subestimar as dificuldades, seguimos otimistas com a aprovação. O caráter urgente da reforma eleva a importância do projeto para outros agentes políticos, além do executivo federal, e a aprovação aos poucos se torna o único caminho possível para Brasília.

Em meio à confusão, passam despercebidos sinais que julgamos importantes. No último mês, o presidente da Câmara optou por desenterrar e

defender a reforma de Temer para se opor à Bolsonaro. Não cogitou a *não reforma*.

Mais recentemente, durante audiência pública na Comissão de Constituição e Justiça – CCJ com o ministro Paulo Guedes, o deputado do PDT que se manifestou no tempo cabível à liderança, afirmou que seu partido apresentaria sua opção ao Brasil. Não suscitou a possibilidade de *não reforma*. Além disso, tira o caráter binário e coloca a reforma do PDT como o mínimo do range.

Enquanto o foco do governo for único e exclusivo na previdência, a preocupação com a articulação no Congresso é controlada. A necessidade de *fazer política* aumentará quando a previdência for substituída por pautas variadas. A dispersão exigirá mais conhecimento e bom trânsito dos agentes do executivo ao longo das tramitações. Ao menos, por ora, esse é um problema para o futuro (ainda distante).

Por fim, seguimos vendo com bons olhos os frutos positivos que as iniciativas tomadas pelo governo Temer continuam gerando. Os recentes e seguidos leilões de concessão de ativos de infraestrutura são bons exemplos das outras reformas que vem sendo promovidas desde 2016. Com a previdência encaminhada – ainda que algumas semanas atrasada – a recuperação da atividade, ainda relutante, é a próxima etapa.

Externo

Na Argentina, que contribuiu com boa parte do resultado negativo do fundo no mês, o cenário piorou para o governo Macri. A resiliência da inflação impede o início de uma recuperação econômica e do círculo virtuoso que facilitaria a vitória nas eleições.

O lado positivo é a organização de um candidato de terceira via, que retira parte do risco de cauda que seria a vitória de Cristina Kirchner.

Atualmente, o fundo não possui posições em Argentina.

* * *

Há outro tema interessante no cenário macro global.

O aperto monetário realizado pelas principais economias em 2018 nos colocou em uma busca incessante por proteção para nossas posições. Lira turca, peso mexicano, juros brasileiros, real brasileiro, juros americanos, bolsas europeias e americanas contribuíram para o resultado do ano.

O mercado seguiu a indicação dos bancos centrais e acreditou no cenário de reversão da política de estímulos. Os EUA, que chegaram a trabalhar com taxa de juros reais negativas em 2%, agora indicavam que era hora de normalizá-las. O mesmo aconteceu na Europa, com o fim do QE, e outros países.

Estávamos supostamente diante de um ciclo econômico normal. O baixo índice de desemprego elevaria a inflação, exigindo que os juros fossem fixados acima do patamar *neutro*, a fim de desestimular a economia e manter a inflação na meta.

Para ultrapassar o patamar de juro neutro era preciso primeiro identificá-lo, estimá-lo, em uma tarefa pouquíssimo trivial. Janet Yellen, então presidente do FED, suscitou em 2016 que a taxa real neutra seria próxima a 0%¹. Antes da crise de 2009, 2,5% era o patamar considerado². Hoje fala-se de um número próximo de 0,5%³. Na Europa, é próximo de zero e no Reino Unido, Austrália e Canadá levemente positivo⁴.

¹ Kansas City, Federal Reserve Bank, 2016. "Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future : Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 25-27, 2016," Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, pages 1-65.

² Holston, Kathryn, Thomas Laubach, and John C. Williams. 2016. "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants," Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2016-11. Available at <https://doi.org/10.24148/wp2016-11>

³ "Measuring the Natural rate of Interest: International Trends and Determinants," by Kathryn Holston, Thomas Laubach, and John C. Williams, Journal of International Economics, 2017. Último dado: 2018Q4

⁴ Brand, Claus; Bielecki, Marcin; Penalver, Adrian. 2018. "The natural rate of interest: Estimates, drivers, and challenges to monetary policy", ECB Occasional Paper, No. 217, ISBN 978-92-899-3376-6, European Central Bank (ECB); Bank of England. 2018. "The equilibrium interest rate", Inflation Report August 2018, Box 6.; Xin Scott Chen & José Dorich. 2018. "The Neutral Rate in Canada: 2018 Estimates," Staff Analytical Notes 2018-22, Bank of Canada; Rachael McCririck & Daniel Rees. 2017. "The Neutral Interest Rate," RBA Bulletin, Reserve Bank of Australia, pages 09-18, September; McDermott, John. 2017. "Looking at the Stars", Reserve Bank of New Zealand

Nos EUA, além da suposta necessidade de um ambiente mais restritivo, o estímulo fiscal aliado ao forte crescimento global gerou a discussão dentro do *board* do FED sobre uma taxa neutra crescente⁵. Sugeriu-se, portanto, que o nível de restrição deveria ser mais intenso em magnitude ou duração do que previamente estimado.

O expressivo posicionamento de fundos tomados em taxas globais mostrava que os agentes acreditavam que seria preciso o alto nível de juros do passado para desaquecer a economia.

Ao fim do ano, a tese de um ciclo tradicional começou a ser questionada. Os dados globais de atividade sofreram pioras significativas, especialmente os associados à China e à Europa. Os mercados globais acompanharam a direção negativa e, desde então, o que se viu foi uma forte reação dos bancos centrais.

Em um primeiro momento, o FED indicou uma pausa do esperado ciclo de alta. Mais tarde, confirmou o fim do processo de redução do seu balanço. O ECB se mostrou mais uma vez preemptivo, anunciando novas medidas e o governo chinês retornou às políticas de estímulo econômico.

As curvas de juros globais mostram que tal movimento era totalmente inesperado. *Se as*

condições monetárias não eram restritivas o suficiente, por que houve uma piora tão forte da atividade? A resposta não é clara, tampouco simples.

Certos da dificuldade de realizar uma estimativa, parece-nos que a taxa de juro neutra é sensivelmente mais baixa que o previsto anteriormente.

À essa percepção, somamos a iniciativa paralela do FED sobre alterar o *framework* de política monetária. A discussão sobre *average inflation targeting* ganhou corpo na academia⁶ e chegou ao discurso de Jerome Powell⁷. O assunto será debatido em junho, em uma conferência sediada no Federal Reserve de Chicago, e sua implementação parece provável.

A conclusão sobre a iniciativa é parecida: se o FED buscará uma inflação mais alta em períodos de normalidade, a taxa de juro real será mais baixa.

Teoria e prática parecem levar a um mesmo lugar. O mundo trabalha, e provavelmente trabalhará, com taxas de juros reais mais baixas. E o importante aqui não é apenas o nível – que, sim, foi até mais baixo em alguns momentos –, mas a mudança de percepção e a narrativa do mercado. Os juros de longo prazo são fatores relevantes na precificação de ativos e alterações estruturais são raras. Caso o acontecimento observado em 2018 seja o máximo de

⁵ Brainard, Lael, 2018. "What Do We Mean by Neutral and What Role Does It Play in Monetary Policy?", Detroit Economic Club, Board of Governors of the Federal Reserve System

⁶ Mertens, Thomas M., and John C. Williams. 2019. Monetary Policy Frameworks and the Effective Lower Bound on Interest Rates, Staff Report 877. New York: Federal Reserve Bank of New York, January

⁷ Powell, Jerome . 2019. "Monetary Policy: Normalization and the Road Ahead"

aperto monetário que o mundo suporta, é possível que a hora de uma nova revisão tenha chegado. Seja esse o caso ou não, uma normalização tradicional parece cada vez mais distante e o cenário japonês cada vez mais perto.

"We may be in a new world, the world that Japan entered back in 1990. And, if so, stocks will look very cheap."

Warren Buffet

Quais as conclusões diretas sobre essas mudanças? De uma forma bastante simplista, preço de ativos mais altos.

A bolsa americana ainda opera com múltiplo implícito alinhado com o histórico, embora as razões acima expostas indiquem que a taxa de desconto foi alterada. Por esses fatores, iniciamos uma posição comprada com a recomposição do risco.

O risco é a possibilidade de uma recessão, situação em que o lucro das empresas se moverá mais rápido do que a mudança nas taxas.

Quanto menor forem as chances de uma recessão americana ou global – como parece ser o caso, diante dos últimos dados chineses e americanos –, maior será a importância de tais mudanças macroeconômicas.

O mesmo arcabouço é válido para o Brasil. Mesmo com os recentes sobressaltos na negociação da

reforma, a curva de juros permaneceu comportada, reforçando o cenário de demanda global por *yields*.

Assim como nos EUA, a mudança na curva de juros brasileira exige um múltiplo mais alto que o histórico, algo que ainda não observamos. A possível revisão positiva das projeções de lucro, resultante do sucesso das reformas e da retomada cíclica da atividade completam o cenário otimista para ações brasileiras.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital