

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades positivas de 0,19% e 0,10% em maio, respectivamente.

Antes do comentário mensal, gostaríamos de comunicar a entrada de um novo sócio na equipe de gestão macroeconômica. Eduardo Baczynski, CFA, Economista pela PUC/RJ, iniciou a carreira em 2007 como economista na BNY Mellon Global Investments. Em 2008, juntou-se à equipe da Platina Investimentos como economista sênior. Entre 2010 e 2017 fez parte do time da Polo Capital como sócio e gestor. Posteriormente, passou pela ARX Investimentos (2017-2019), onde também foi gestor.

Os fundos permanecem com utilização limitada de risco e posicionados em bolsa brasileira via opções e em ações argentinas.

A guerra comercial e a potencial desaceleração econômica, no campo externo, e a fraqueza do crescimento e o ceticismo com a recuperação econômica, no campo doméstico, são os temas mais importantes em discussão.

Os debates levam os agentes a conclusões variadas, dado que os temas são eivados de incertezas e passíveis de serem analisados em horizontes temporais distintos. Recorremos, como sempre, à

história macroeconômica para buscar uma compreensão sobre os resultados de longo prazo.

Externo

Guerra comercial

Os Estados Unidos vivem a expansão econômica mais longa da história. São 120 meses de crescimento.

A informação *per se* suscita dúvidas sobre o quão distante o fim da linha ainda está e qual a sustentabilidade desse processo.

Porém, *as expansões não morrem de velhice*, diz o ditado. O que colocaria fim ao longo e vigente ciclo? À vista hoje, há apenas a guerra comercial.

A opinião do mercado é pulverizada. Um time aponta que a China se utiliza de práticas escusas, que devem ser combatidas. O outro acredita que Trump está se excedendo.

Nós vemos um conflito anterior ao Trump, que não se resume apenas a uma guerra comercial entre EUA e China.

Recordes de foguetes atingem Israel, *Houties* atacam Arábia Saudita e *Hezbollah* se fortalece na Síria. Todos movimentos financiados pelo Irã no combate contra o Ocidente¹. Ataques cibernéticos da Rússia durante o processo eleitoral americano, testes de

¹ *Proxy war* é o nome que se dá a essa forma de provocar e ameaçar países militarmente mais fortes sem gerar uma reação automática, em função da falta de clareza sobre a autoria dos ataques.

mísseis da Coreia do Norte, roubo de propriedade intelectual pelos chineses, manobras no mar do sul da China e até mesmo a imigração mexicana².

Frente a esse cenário, Obama e outros políticos tradicionais adotaram uma política de distanciamento. Em relação ao Oriente Médio, a opção foi não entregar vidas e gastar dinheiro para resolver problemas dos outros. O resultado foi a *Primavera Árabe* e a expansão xiita do Irã pelo Iraque e Síria. No caso chinês, a ascensão bélica e econômica foi ignorada e fomentada pelo consumo e tecnologia americana. No caso mexicano, no notório peso do *Muro* na eleição.

Em meio a esse clima de conflito doméstico e externo, as eleições ao redor do mundo deram uma resposta, retirando espaço do *establishment* e substituindo-o pela *política dos extremos*. *Brexit*, *Trump*, Bolsonaro, Salvini, Orban, Nigel Farage são alguns dos exemplos.

O mundo das redes sociais dá sinais de que não aceita a *política de menor dano* e *Trump* é o personagem principal da mudança, eleito para dar aos ataques uma resposta distinta de seu antecessor.

À luz da história, a nova guerra comercial é consequência direta do extremismo dos próprios eleitores. Em outras palavras, é apenas um reflexo

contemporâneo da ascensão de governos populistas/nacionalistas.

No mesmo sentido, tampouco é uma novidade a disputa por hegemonia. O pós-guerra só ficou conhecido por *Guerra Fria* porque a disputa por hegemonia militar não se dava de maneira direta. A existência de massivos arsenais nucleares dos dois lados criou *fronts* de conflito em áreas de influência. Dessa forma, a disputa sempre esteve presente durante a *Pax americana*.

Em consonância, hoje, a guerra fria entre as duas principais potências ocorre na parte comercial/econômica. À exceção do Irã, a hegemonia da vez é a tecnológica.

O que queremos dizer com isso? Não esperem soluções rápidas, mesmo que acordos aconteçam. O mundo dos moderados teve vida curta e ficou no passado.

Sendo assim, se a guerra comercial é inevitável, qual será o impacto para o ciclo econômico?

Em primeiro lugar, sendo esse o novo equilíbrio de longo prazo, as reações têm retornos decrescentes. Em segundo, aumento de tarifas e redução das relações comerciais não levarão necessariamente a uma piora econômica.

² Apreensões nas fronteiras subiram 117% em 2019.

Durante os anos de Guerra Fria, os EUA mantiveram elevadas restrições de comércio com grandes economias do mundo. Na mesma época, Ronald Reagan, famoso presidente americano defensor do estado mínimo, impôs tarifas expressivas ao Japão. A taxa de mais de 100% sobre produtos japoneses não impediu um período de prosperidade econômica e ganhos relevantes no mercado de capitais.

Reagan argumentava que suas tarifas atacavam subsídios injustos e, portanto, tinham como objetivo final estabelecer um verdadeiro livre comércio. Nesse sentido, ao longo de seu governo, combateu deputados protecionistas para ter a prerrogativa de decidir sobre o uso de tais tarifas como arma e não política de estado: *"It's better policy to allow for presidents — me or my successors — to have options for dealing with trade problems."*

Trump usa, ao menos, a mesma retórica a ameaçar a China com imposição de tarifas que podem somar 300 bilhões de dólares, o equivalente a 1,5% do PIB americano. Será esse montante de tarifas suficiente para atrapalhar a atividade econômica?

Quanto à probabilidade de execução, fazemos parte do consenso, discordando apenas da afirmação, cada vez mais comum, de que *"os EUA olham para a próxima eleição e a China para o próximo século"*.

³ Em 2018, parcela importante do retorno do fundo foi resultado de uma visão pessimista com os ativos globais, em função da retirada de liquidez do FED. Mantivemos posições vendidas na Turquia, México, Brasil, Europa e, especialmente, nos EUA.

A China ainda está presa em seu modelo exportador, com dificuldades na conta corrente e na sustentabilidade do próprio crescimento. Se a luta for longa, certamente boa parte das empresas realocará seu parque industrial para outros países, aumentando os desafios para a ditadura. Os incentivos para um acordo nos parecem hoje, no mínimo, simétricos.

O clima bélico deve continuar. O tempo de governantes que reduzem tensões ficou para trás e não existe solução ótima quando se trata de mútua destruição, como na *crise dos mísseis*.

Em efeitos práticos, a dificuldade de encontrar *hedges* para tais eventos é real. Dado o caráter permanente da tensão, opções deixam de ser uma solução. Em paralelo, qualquer posição tomada está sujeita aos *efeitos do Twitter*.

FED e juros

Por outro lado, e novamente em uma abordagem histórica (nesse caso, mais recente), atribuímos um peso maior para os efeitos provocados pelas mudanças de liquidez³ e o FED.

Em 2009, o primeiro *quantitative easing* foi cercado de ceticismo e expectativas inflacionárias. O resultado prático foi um *rally* dos ativos. Em 2011, a crise

européia acabou com o início do *quantitative easing* europeu, simbolizado pela “*whatever it takes*” dito por Mario Draghi, presidente do ECB. Em 2013, por outro lado, o *taper tantrum*, derrubou o preço dos ativos quando Ben Bernanke sinalizou a redução do QE. Mais tarde, a reversão do movimento traria novamente um *rally*. Em 2018, com o início do *quantitative tightening*, vimos a mesma dinâmica que norteou o posicionamento do fundo em tal ano.

Esse passado recente explica porque não mantemos mais *hedges* no exterior. No dia 4 de janeiro de 2019, Jerome Powell fez o primeiro *pivot* para uma política monetária mais frouxa, fomentando um *rally*. No último dia 4, reafirmou o objetivo de defender a expansão econômica. Não à toa, aproximadamente 40% da alta de 15% do S&P no ano ocorreu somente nesses 2 dias.

Ainda não estamos no período expansivo de liquidez. Embora reduzido, a previsão é que o QT termine apenas em setembro. De toda forma, a postura do FED indica que teremos cortes de juros até o final do ano, referendando o que está precificado na curva de juros. Desde o mês de maio, as curvas de juros no mundo fecharam com uma violência surpreendente, sinalizando que a sigla americana TINA (*there is no alternative*) está bastante atual.

“The Fed decides when to hike rates, the market decides when to cut.”

Conforme mencionado em mais detalhes na carta de março 2019, esperamos uma expansão dos múltiplos das empresas diante da percepção sobre o nível mais baixo de juros reais neutros.

Interno

Como fica o Brasil, diante de um cenário externo confuso, mas aparentemente benigno?

Nossa posição é conhecida. Somos otimistas com o momento do ciclo econômico brasileiro, a despeito das dificuldades políticas, e não o inverso.

Até o momento, erramos quanto à velocidade de recuperação, mas mantemos a expectativa de um período de crescimento acima da média.

A alteração do modelo econômico vigente – dependente de recursos públicos para um modelo dependente de recursos privados – requer um lapso temporal.

O *crowding in* só acelera com o aumento da confiança dos agentes, a qual parecia em recuperação, mas foi perdida no início de governo. Por sua vez, a saída do setor público vem sendo realizada desde o governo Temer.

Sem entrar em maiores detalhes novamente, apenas o corte e mudança estrutural no nível de juros efetuadas até o momento seriam suficientes para recuperar uma economia no atual momento do ciclo. No entanto, nos últimos 3 anos, o país também passa

por um choque de capitalismo, com iniciativas em diversas frentes, de reformas microeconômicas a privatizações e concessões.

A aprovação da reforma da previdência permitirá mais um ciclo de corte de juros que, em paralelo à recuperação da confiança, fará aparecer o *animal spirit* que está retraído.

Por último, sobre política, que, junto de história e macroeconomia, inevitavelmente faz parte de nosso processo de investimento.

O Brasil se encaixa perfeitamente no cenário global, no qual o espaço para moderados é cada vez menor. Assim como lá fora, o governo de extremos é acompanhado por uma sequência de ruídos aos quais teremos que nos acostumar. No nosso caso, o início do governo foi um complicador adicional.

Recentemente, a interlocução do governo com o Congresso melhorou e alguns dos atores próximos ao presidente que atrapalhavam a agenda principal saíram de cena. Além disso, a sociedade mostrou maturidade e desejo reformista nas últimas manifestações, no voto, nas ruas e nas redes sociais.

Carregamos a maior parte das nossas posições via opções. Dada a baixa volatilidade implícita, o custo é menor que em outros momentos e reduz o risco de surpresas, as quais, no Brasil, são a verdadeira norma.

Permanecemos a disposição.

Vista Capital