

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de -3,1% e -0,5% em agosto, respectivamente.

A surpresa negativa nas eleições da Argentina, a correção de preços dos ativos domésticos brasileiros e as expectativas sobre uma potencial recessão global criaram um ambiente desafiador para nossas posições. Os *hedges* – posição comprada em ouro e opções de venda – contribuíram positivamente e compensaram parcialmente as perdas.

Breves considerações sobre Argentina

i) Erramos. A hipótese de que o ciclo virtuoso da economia, que se iniciou com a estabilização cambial no 1º semestre, levaria à reeleição de Mauricio Macri e a extensão do período de ortodoxia não se materializou.

ii) Com a (muito) provável eleição de Alberto Fernandes, os cenários mudam por completo.

iii) Zeramos todas as posições em Argentina nos dias seguintes à eleição. Embora os preços altamente depreciados pareçam convidativos, não nos reconhecemos hoje com as habilidades necessárias para investir em *distressed assets*. Optamos, mais uma vez, por nos manter aderentes ao nosso perfil, buscando tendências macroeconômicas de longo prazo.

iv) Não sabemos explicar o erro das pesquisas e não pretendemos nos aprofundar na singularidade do movimento. O mercado acompanhou no dia 12 de agosto a segunda maior queda da história das bolsas de valores globais – acompanhada de uma desvalorização cambial de 17% – e o desenrolar dos acontecimentos que poderá levar a mais um calote argentino.

v) O evento de 15 sigmas no câmbioⁱ reforça nossa confiança em nossos controles, bem como na escolha de *stress* – em oposição à volatilidade – como principal limite de risco.

Ao longo desses anos investindo na Argentina, fomos questionados acerca da preferência por ações *versus* os *bonds*. A resposta era o *stress* e não o *upside* potencial. Em função de sua *duration* mais longa, ações exigem o emprego de menos capital, além de possibilitar a utilização de opções. No momento de estresse, a posição e, conseqüentemente, a perda são menores.

vi) Em que pese nos incomode profundamente, o resultado foi integralmente em linha com o estimado, apesar do tamanho extraordinário da derrocada.

Abaixo os resultados históricos da posição de Argentina.

Ano	Contribuição
Acumulado	0.0%
2019	-3.5%
2018	-5.2%
2017	8.7%
2016	0.6%
2015	0.0%

Externo

O ambiente externo voltou a ter protagonismo no mês de agosto. O discurso comum é afirmar que o mundo está à beira de uma recessão e uma correção do preço dos ativos financeiros é iminente.

Não fazemos previsão sobre a ocorrência, o *timing* e a magnitude de eventual recessão. A assertividade histórica dos nossos estudos não traz a confiança que exigimos para utilizá-la como fundamento de nossas decisões de investimento.

Em que pese o *ceticismo*, julgamos importante conhecer as variáveis e os cenários, bem como avaliar potenciais contrapontos.

As principais bases da visão negativa sobre a economia global são a piora do setor manufatureiro, (dados de atividade mais fracos), as incertezas e a tensão com o destino das cadeias de comércio (guerra comercial) e longevidade do atual ciclo econômico. Preocupações legítimas, que juntas justificam o desenho de um *cenário perigoso* para a economia global. No entanto, por se tratar de uma projeção, é sempre possível identificar contrapontos.

À título de mero exemplo e sem a intenção de promover tese antagônica, veja-se a situação do mercado de *housing*, relevante setor da economia americana. O gráfico 1 abaixo indica uma correlação da taxa de 30 anos das hipotecas e a venda de casas no mercado secundárioⁱⁱ.

Desde meados de 2018, a queda dos juros reais migra para o sistema – reduzindo o custo de financiamento – e impulsiona as vendas, um possível sinal de retomada do ciclo positivo. Ao contrário do que ocorreu em 2008, a vacância atualmente muito baixa cria um ambiente propício para a recuperação.

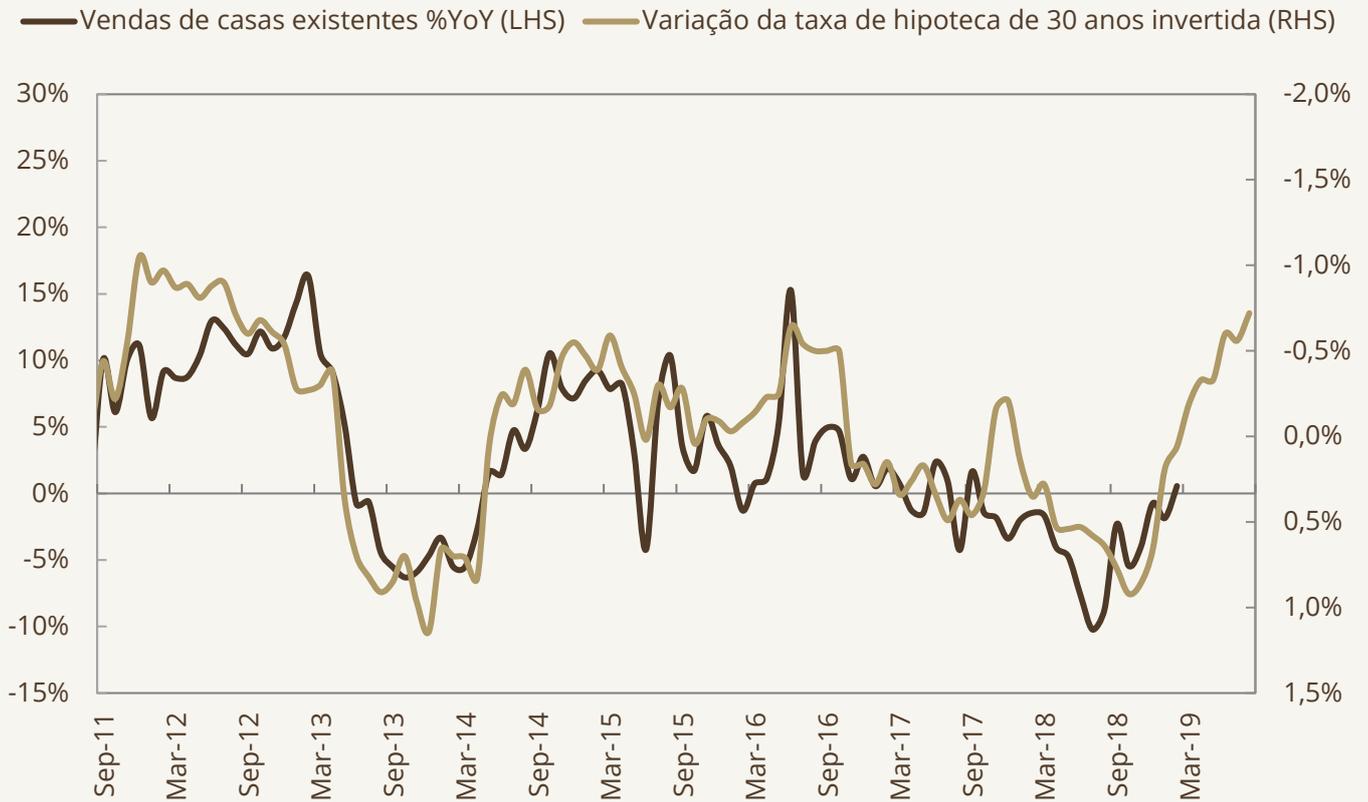
O setor bancário, por sua vez, está robusto. Os níveis de NPL estão baixos e o *tier 1 capital ratio* está em 14%, contra 9% em 2008.

O endividamento das famílias está 30 pontos percentuais abaixo do nível atingido durante a crise. A principal parcela da economia americana – o consumidor – está bastante saudável.

É exatamente a existência de argumentos válidos, razoáveis e contrapostos o que torna previsões econômicas não só extremamente complexas, mas invariavelmente pouco assertivas.

Quando expostos a momentos de consenso disseminado, lembramos que deles surgiram as grandes e recentes reversões.

Vendas de casas existentes (LHS) vs. Variação da taxa de hipoteca de 30 anos invertida (RHS)



Em 2015, primeiro ano do último ciclo brasileiro de recessão, o consenso era que Joaquim Levy seria capaz de entregar a meta fiscal de superávit de 1,2% do PIB. O número final foi um déficit de 2% e o resultado na economia e nos mercados é notório.

Em 2016, um mercado pessimista foi surpreendido pela forte recuperação global gerada pelo pacote de estímulos chinês.

Em 2018, por vezes descrevemos um mercado com a seguinte expectativa: *o mundo vive um ciclo de crescimento coordenado, a melhora dos dados correntes será continuada e os bancos centrais, que já*

estão atrasados, voltarão a subir juros e a apertar condições financeiras. O resultado do que parecia um céu de brigadeiro? A realização de que o nível de juro neutro era inferior ao estimado e o pior ano da última década para os ativos financeiros.

Estivemos vendidos em 2015 e 2018. Como comunicado à época, a opinião negativa e fora de consenso tinha um DNA diferente das projeções quantitativas.

Somos vocais sobre nossa preferência pela história econômica e a liquidez sobre as projeções quantitativas na construção de cenários.

Acompanhamos os dados e as projeções, mas optamos por utilizá-los para entender o passado e dissecar as expectativas implícitas.

"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 europeia 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."

(Trecho da carta de maio de 2019)

Para onde vamos?

Nesse processo de compreensão da relação entre os ativos e do pessimismo implícito nos mercados, enxergamos a discussão em torno de três cenários para o mercado global:

Cenário 1. As projeções negativas se concretizam e os EUA entram em recessão.

Cenário 2. A recessão é evitada, mas há alguma desaceleração econômica.

Cenário 3. A economia se mantém forte e a inflação, que não está efetivamente tão baixa nos EUA,

surpreende, forçando o banco central a retomar o processo de alta dos juros.

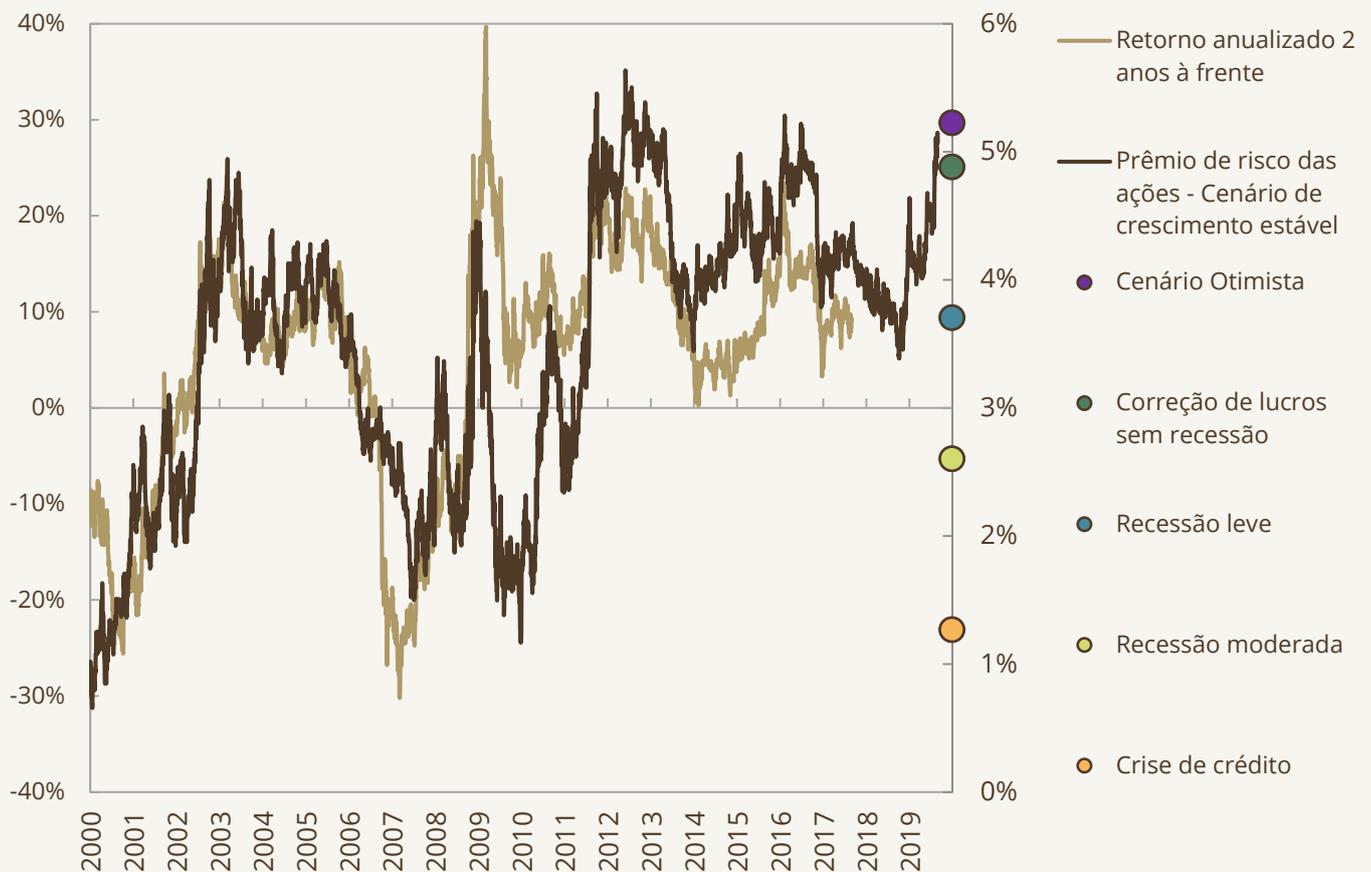
Antes de adentrar em cada um dos cenários faremos uma rápida digressão, pois a correta compreensão dos *outputs* que vemos para cada cenário perpassa a tese que estamos construindo, ao menos há 12 meses: o mundo trabalhará com taxas de juros reais neutros mais baixas. Ao longo desse período, se acumularam os fatos que a sustentam.

Como já mencionado, no ano passado, o mercado foi surpreendido pelo nível do juro neutro e bastou um mísero 0,5% para desacelerar a economia americana. Na Europa, o ECB sequer foi capaz de sair do território negativo.

Em 2019, parece ter ocorrido uma capitulação. Discute-se abertamente que os juros da Europa nunca mais serão positivos. Títulos longos públicos, e agora também privados, negociam a taxas negativas. O mercado pressiona e a expectativa é que em setembro FED e ECB entreguem novos estímulos.

Incapazes de responder se tais medidas serão suficientes para estabilizar a economia e estender o ciclo, fazemos uma outra pergunta: *se os bancos centrais estão com objetivo implícito de debasement da moeda, monetização de dívida e outras discussões heterodoxas, qual deveria ser a consequência esperada?*

Gráfico 2: Prêmio de risco nas ações do S&P 500 (RHS) vs. Retorno anualizado 2 anos à frente (LHS)



A alta da inflação. Não há consenso sobre os motivos, mas é fato que sua ausência é flagrante, persistente e, a essa altura, longêvaⁱⁱⁱ.

A heterodoxia monetária que não é punida pelo seu maior e mais imediato inimigo incentiva os *policy makers* a se aprofundarem no processo. Cedo ou tarde, rápida ou lentamente.

A continuidade dos processos de *debasement* das moedas deve levar a elevação do preço dos ativos em geral.

O aumento de oferta de dinheiro e a taxa de desconto continuamente negativa cria uma demanda nova por ativos (ouro, imóvel, objetos de artes, títulos mobiliários e outros). Em palavras simples, qualquer *coisa*, conversível em dinheiro e cuja oferta seja finita, tende a ter preços mais elevados.

Voltamos aos cenários.

Vamos analisá-los sob a ótica do mercado acionário, tendo como premissa nossa irrestrita discordância sobre a existência da irracionalidade entre os

mercados, segundo a qual “os mercados de juros e ouro observam uma economia diferente do mercado acionário”.

O gráfico 2 compara o prêmio de risco implícito nas ações do S&P 500 e o retorno anualizado 2 anos à frente para o investimento realizado hoje nas mesmas ações. Considerando um cenário sem desaceleração econômica (*i.e.* projetando-se um crescimento em linha com o potencial), o prêmio de risco atualmente implícito na bolsa americana indica um retorno esperado de 2 anos expressivo e fora do padrão.

Assumindo que a projeção para os juros básicos implícitos no custo de capital do mercado de renda variável é idêntica ao mercado de renda fixa (os *mercados conversam*), a explicação mais provável para a discrepância entre o prêmio de risco atual e sua média histórica é a precificação de uma chance razoável de recessão leve à moderada num futuro próximo.

Outra forma de ver a expectativa negativa do mercado: a divisão da bolsa americana entre ativos cíclicos e defensivos expõe o pessimismo implícito na projeção de lucros e no posicionamento.

Ainda que parcialmente precificada, caso se realize a recessão esperada no cenário nº 1, as projeções de lucros dominarão a dinâmica de preço e as bolsas de valores certamente sofrerão. Nesse caso, esperamos

um novo *round* de *easing* monetário e o efeito do *debasement* poderá ajudar na recuperação de preços.

Caso a recessão seja evitada, com a atuação preventiva dos bancos centrais, teremos dois efeitos importantes no cenário nº 2. A potencial convergência do prêmio de risco do mercado acionário para próximo da média histórica e juros reais neutros mais baixos para a manutenção do mesmo nível de atividade. A redução do custo de capital total, impulsionada por seus dois componentes, e a dissolução da perspectiva negativa sobre lucros futuros deverão levar à expansão de múltiplos. Vemos um *payout* expressivo para esse cenário.

Por fim, no cenário nº 3, em que a economia continua forte, a recessão que assusta o mercado não ocorre. No entanto, possivelmente haverá redução de liquidez, um fator que é sempre uma preocupação constante de nossa gestão. Aqui novamente nos vemos distantes do consenso.

Nossa leitura sobre o prêmio de risco implícito é que a expectativa atual flutua entre os cenários 1 e 2 e justifica, coincidentemente, um múltiplo em linha com o histórico.

Considerando o ambiente do *novo framework de política monetária* discutido nos parágrafos acima, a precificação do mercado acionário parece já embutir

uma probabilidade de recessão que traz margem de segurança razoável para os preços.

"The convergence of these factors would seem impossible to me. Generally if I feel something is impossible, it's going to change over time. I don't know in what way, but I don't think we can continue to have these variables in this relationship. Now if we can, then stocks are ridiculously cheap. (...) if you believe that you are going to have the 3% interest on a 30-year bonds."

Trecho de entrevista do Warren Buffet, em maio de 2019^{iv}, quando os *treasuries bonds* de 30 anos negociavam em torno de 3% de taxa.

Como estamos posicionados?

Não mantemos posições relevantes *offshore*. Diante do ambiente doméstico positivo, usamos a margem de segurança citada acima para ter mais confiança nas posições em ativos brasileiros.

Além dos pontos discutidos acima, estamos atentos à eleição americana de 2020, as rachaduras no crescimento exponencial de *shale oil* e a desconfiança sobre a perenidade da baixa inflação.

Doméstico

Na última semana de agosto, um banco importante revisou a expectativa do PIB para 1,5% em 2020.

Como um país emergente tradicional, nossa volatilidade de PIB é muito maior do que as projeções tentam refletir. A realidade ano a ano é muito diferente do 1,5%, embora se aproxime da média dos últimos 10 anos e do PIB potencial.

As reformas feitas durante o governo Temer, as melhores práticas das estatais, os leilões de campos de petróleo, as concessões de infraestrutura, o hiato do produto e a reforma da previdência, são motores importantes de crescimento de médio prazo.

O curto prazo é momentaneamente atrapalhado pelo *crowding out* expressivo. Os efeitos positivos virão mais à frente.

Para o segundo semestre, há novos fatores positivos estimulando a demanda: o menor efeito da redução dos gastos públicos, a liberação do FGTS, a parcela da cessão onerosa destinada a Estados e Municípios, o novo crédito imobiliário da Caixa e, especialmente, os cortes da SELIC. Além disso, vemos aceleração da concessão de crédito privado.

O PIB do segundo trimestre, divulgado recentemente, veio acima das expectativas e com uma abertura saudável. Redução do setor público, acompanhada de investimento e consumo em alta. Aos poucos, observamos o efeito do *crowding in*.

A posição em ações domésticas segue relevante no risco do fundo. A tese de uma realocação global de recursos para ativos de risco, conjuntamente com a

recuperação da atividade econômica doméstica, forma um ambiente interessante a bolsa local.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital

ⁱ Foi utilizado como referência o desvio padrão diário do câmbio desde janeiro de 2016.

ⁱⁱ A venda de casas se refere a 5 meses à frente.

ⁱⁱⁱ "As for the Phillips curve... most arguments today center around whether it's dead or just gravely ill. Either way, the relationship between unemployment and inflation has become very difficult to

spot." (Daly, Mary C. 2019. "A New Balancing Act: Monetary Policy Tradeoffs in a Changing World". Speech to the Inflation Targeting – Prospects and Challenges conference, sponsored by the Reserve Bank of New Zealand and the International Monetary Fund.

^{iv} <https://www.cnn.com/video/2019/05/06/warren-buffett-stocks-are-ridiculously-cheap-if-interest-rates-stay-at-current-levels.html>