

Os fundos Vista Hedge FIM e Vista Multiestratégia FIM registraram rentabilidades de 4,98% e 14,68% em abril, respectivamente.

\* \* \*

O resultado do mês foi concentrado em nossas posições de longo prazo, praticamente em tamanhos iguais.

1. A posição comprada em ouro, que foi aumentada;
2. A posição comprada em Nasdaq, bolsa de tecnologia americana, que foi reduzida;
3. A posição vendida no Real brasileiro e na Lira turca, que foi mantida; e
4. A posição comprada em empresas exportadoras/*commodities* contra ações domésticas, que foi mantida.

O pano de fundo dessas posições são as teses detalhadas no mês passado, que pouco se alteraram:

1. Recuperação do preço do petróleo, mesmo que a atividade permaneça fraca, em função da queda de oferta;
2. Está em curso uma simbiose entre bancos centrais e tesouros, com juro real baixo ou negativo para controlar a dívida, o que favorece ativos reais; e
3. Novo modelo econômico com juros reais baixos, dentro de um sistema fechado, câmbio é válvula de escape para todos os problemas e variável de

ajuste. No caso turco, a tentativa de controlar todas as variáveis terminara também com o câmbio sendo a válvula de escape, mesmo que o governo, sem reservas, resista em aceitar.

4. Valuation relativo interessante, especialmente frente ceticismo com a atividade econômica e a capacidade de organização do Brasil diante da crise e sua recuperação.

\* \* \*

Com poucas novidades sobre as expectativas de longo prazo, e mantendo nosso ceticismo em opinar sobre o vírus, vamos compartilhar nossa visão sobre alguns temas que vem sendo discutidos pelo mercado.

#### **Tema 1. *Bolsonaro caminha para Temer (Lame duck) e esse movimento pode ser bom para preços de ativos domésticos***

Temer possuía uma característica interessante. Apesar de ser um político com problemas conhecidos, seu mandato foi marcado por reformas estruturais de longo prazo, ao sacrifício do curto prazo, o que o tornou altamente popular no mercado financeiro e impopular nas ruas. De um lado, entregou uma série de reformas, do outro um PIB pífio e um desemprego alto.

Bolsonaro dá sinais de aproximação com o Centrão, assim como fez Temer. O cenário econômico é dramático, assim como no governo Temer. As

acusações de corrupção estão presentes, assim como estavam para Temer. No entanto, não se espera que Bolsonaro aceite perder a eleição, ao contrário de Temer.

Esse é o ponto que nos parece mais importante. A reação do governo Temer aos números ruins de atividade era insistir nas reformas. O que Bolsonaro fará quando o desemprego insistir em não cair? Até onde resiste o mandato (supostamente) reformista de Paulo Guedes?

**Tema 2. Nas recentes crises de 2008 e 2016, os países emergentes (incluindo o Brasil) se recuperaram rápido, por isso hoje também são um bom destino de alocação.**

Essas crises passadas têm uma similaridade: a China nos tirou de todas. Dessa vez, a China não demonstra disposição para seguir as mesmas políticas econômicas. Parece-nos que essa recuperação será parecida com um cenário de pós-guerra, focado nos países com mais espaço fiscal, mais desenvolvidos e mais tecnológicos.

Lembramos do pós-guerra, onde o império britânico abandonou todas as colônias em 4 meses para fazer frente aos custos da batalha. O foco total dos países será em recuperar a sua economia, inclusive aumentando o protecionismo. Como a Europa, por exemplo, irá reagir?

**Tema 3. O Real está desvalorizado demais**

Alguns economistas costumam dizer que o movimento das moedas não é compreensível nem mesmo *a posteriori*.

Ao contrário de outros momentos, o passivo externo líquido brasileiro é baixo. O risco país permanece controlado diante de investidores externos, mesmo em momentos difíceis. Nosso risco de “quebra” é pequeno.

Por outro lado, nossa dívida interna e o déficit primário são altos o suficiente para que os gastos do governo fiquem insustentáveis numa guinada populista, tornando uma saída inflacionária o único caminho.

Escolhemos um novo caminho econômico: juros muito baixos, levando a um câmbio desvalorizado. Empobrecemos para ficarmos mais competitivos.

Modelos econômicos que se utilizam de variáveis como risco país, preços de *commodities*, diferencial de juros, entre outras, servem-nos como uma bússola, mas costumam olhar o histórico. Entendemos que o câmbio hoje embute uma mudança de modelo econômico e um prêmio de risco político crescente.

**Tema 4. Crises no Brasil costumam terminar com o kit Brasil invertido: câmbio desvalorizado, bolsa em queda e juros mais altos**

Como dito no tema 3, parece que estamos em novo modelo. Uma queda forte de juros, até forçada com o *QE brasileiro*, leva a um câmbio mais desvalorizado com juros baixos.

Nesse cenário, vemos a possibilidade da bolsa em moeda local se valorizar, mesmo no cenário adverso.

### **Tema 5. O mundo vai mudar depois da pandemia**

Em diversos segmentos da economia, esse tema foi discutido em quase uma centena de *lives* e *calls* no último mês.

Das muitas hipóteses, vemos como mais palpáveis a aceleração de tendências, como o crescimento do *e-commerce* e do *streaming* de conteúdo, a redução de viagens comerciais com substituição por videoconferências *online*, a intensificação da telemedicina, e outras mudanças comportamentais associadas ao aumento do uso de tecnologia.

Ainda não nos sentimos capazes de opinar sobre outras alterações no funcionamento da sociedade atual, com efeitos relevantes sobre preços dos ativos.

\* \* \*

### **De que forma essas discussões impactam nossas visões de longo prazo?**

1. Questionamentos sobre qual será a insistência do governo na agenda liberal, de reformas, especialmente se o desemprego não caminhar da forma esperada;

2. Preferência pelo retorno ajustado ao risco de países desenvolvidos, que possuam espaço fiscal para investimentos;

3. O câmbio é a válvula de escape para os problemas do Brasil e Turquia;

Essas preocupações estão refletidas na posição vendida no Real e na Lira turca e comprada em empresas exportadoras brasileiras.

4. A piora dos fundamentos econômicos do Brasil não necessariamente será acompanhada de nova queda da bolsa (pelo contrário, dentre os possíveis investimentos, a bolsa ainda parece o melhor), mas a seleção de ações se torna ainda mais fundamental;

5. A *nova economia* terá um degrau para cima na taxa de crescimento depois que o choque de demanda negativo passar. Estamos vivendo uma aceleração de mudança de padrão de consumo, onde uma parcela anormal e excepcionalmente alta da população e das empresas é obrigada a incorrer no custo de adaptação às novas tecnologias ("*cost of onboarding*"). Essas empresas da nova economia têm *duration* alto e balanço robusto para passar o pior período da crise e sairão do outro lado com uma parcela maior do mercado.

Permanecemos à disposição.

**Vista Capital**