

Prezados clientes,

A Vista Capital comunica a entrada de novo sócio:

Alexandre Maia será economista-chefe e membro da equipe de investimentos. Antes de se juntar à Vista, Maia foi economista sênior da Gávea Investimentos entre 2015 e 2020. Entre 2002 e 2014, foi economista chefe e sócio da GAP Asset Management, funções que também exerceu na Kyros Investimentos entre 2014 e 2015. Iniciou a carreira em 1999 na Unibanco Asset Management na área de pesquisa macroeconômica. É mestre em Economia pela EPGE-FGV/RJ.

* * *

Os fundos Vista Hedge FIM e Vista Multiestratégia FIM registraram rentabilidades de -3,27% e -9,69% em junho de 2020, acumulando no ano rentabilidades de 5,01% e 11,96%, respectivamente.

* * *

Em junho, a performance dos fundos foi impactada pela perda de correlações que vinham *comportadas* há 12 meses – exceto pela rara semana que marcou o início da crise do COVID.

O portfólio era composto por posições compradas em ouro (*commodity* e mineradoras), Petrobras e bolsa americana; e posições vendidas em moedas de países emergentes.

A tese apresentada nas últimas cartas e traduzida no portfólio comprado: *ativos, especialmente os reais, serão beneficiados pelo novo patamar de juros reais americanos e globais.*

O que parecia ser o principal risco? Uma retirada precoce dos estímulos pelo FED, causando um *tantrum*, como ocorreu em 2013 e 2018.

Os *hedges*, estruturais e também táticos, em função da reunião do FED no meio do mês, eram posições vendidas em moedas de países emergentes (os *suspeitos usuais*, lira turca, rand sul africano, real e peso mexicano).

Em resumo, um portfólio focado em ativos beneficiados pela liquidez, hedgeado em moedas de emergentes, cujos fundamentos são precários e altamente dependentes do excesso de liquidez global.

Do ponto de vista de direção de risco, o ouro tem caráter defensivo, ao contrário do petróleo e do mercado acionário. Espera-se que choques de *risk-off* ou *risk-on* gerem resultados antagônicos entre tais ativos.

A priori, nossa análise apontava como riscos potenciais (i) um choque de risco negativo, com perdas na bolsa americana e na Petrobras, compensadas por ganhos no ouro e nas moedas; e (ii) um choque de retirada de liquidez, com perdas na bolsa americana, Petrobras e no ouro, compensada por elevados ganhos nas moedas.

A *posteriori*, a realidade foi bem diferente. Um possível erro foi ter imaginado que, num ano caótico como 2020, as correlações históricas permaneceriam fiéis por tanto tempo.

*

Na reunião de abril, o FED se mostrou extremamente *dovish* e o risco de uma alteração no caminho da política monetária parecia dissipado. Retiramos o *hedge* nas moedas, dado que o ouro faria o papel adequado de proteção para o evento de risco remanescente. Nos dias seguintes, as correlações esperadas se perderam. Mesmo diante de um forte fechamento do juro real americano, o ouro e as mineradoras caíram junto com a bolsa americana.

Na carteira doméstica carregávamos, com resultado positivo, uma posição comprada em empresas exportadoras e vendida em ações de empresas beneficiadas pela atividade econômica local. Ao longo de maio, reduzimos o escopo da posição, em função de *valuation*, para uma posição comprada em Petrobrás e Vale e vendida numa cesta de bancos. Dessa forma, reduziríamos a exposição negativa a Brasil, dado a participação de Petrobras, e consolidaríamos em ações expostas ao índice Ibovespa, nos beneficiando de um eventual *rally*. Quanto aos bancos, o problema de crédito, mencionado na última carta, e os desafios de competição nos dão conforto sobre as dificuldades que o setor enfrentará nos próximos anos.

Novamente os ativos não se comportaram como esperado. No início do mês, um grande rally dos bancos foi abastecido por uma inclinação forte da curva de juros global.

Diante desse cenário, reduzimos a exposição dos fundos.

*

A Petrobras, reforçada por um petróleo em reais que voltou às máximas, negocia com expressivo desconto comparado ao histórico e às *majors*.

Um passo importante foi dado no processo de venda das refinarias com a entrega de propostas firmes de aquisição para a primeira e maior planta. O evento é essencial para a empresa, pois, ao mesmo tempo em que ajuda na desalavancagem, reduz o risco de intervenção política no preço dos combustíveis. Em paralelo, o recente programa de PDV alcança quase 22% dos funcionários.

No petróleo, houve novas reduções de estoques, especialmente marítimos, e retomada do consumo de gasolina. Mais importante, não há sinal de retomada da produção de shale americano, ao contrário da expectativa do mercado.

*

Quanto ao ouro e a posição comprada em bolsa americana, a manifestação pública do FED acerca da ausência completa de expectativas para elevar a taxa

de juros reforça nossa confiança em ativos reais. A ata ainda indicou algo que esperamos há algum tempo como catalizador para nossas posições.

"We're not even thinking about thinking about raising rates."

– Jerome Powell, FED Chairman

Juros nominais = Juros reais + Inflação.

Historicamente, a correlação da inflação implícita com o juro real vinha sendo positiva.

Durante períodos de recessão, esperava-se queda de inflação e corte de juros reais pelo banco central. O oposto é verdadeiro. Épocas de forte recuperação econômica geravam expectativas de inflação mais elevadas e de aumento de juros reais. Tal dinâmica impactava o preço dos ativos em mercado.

Sob a ótica do ouro, um ativo finito, tido como reserva de valor, a inflação exerce uma força positiva sobre seu preço. Em contrapartida, os juros reais mais elevados exercem uma pressão negativa, ao passo que ativos com características semelhantes passam a oferecer *yields* maiores.

Para ações, a força negativa é exercida pelo custo de capital, variável única do denominador da equação de *valor presente*, impactada pelo patamar de juros reais. O numerador, por sua vez, é composto pelos fluxos de caixa futuros e impactado por diversos vetores, sendo a recuperação econômica uma força

positiva. O valor presente é resultado da interação entre esse termos da fração.

No caso do ouro, um ativo sem *yield*, o efeito da taxa de juros real é dominante, posto que naturalmente exclusivo.

Com a possível nova política do FED, essa correlação positiva entre juros reais e inflação implícita pode mudar e os efeitos serão relevantes sobre os preços dos ativos. O evento é de alta relevância para nosso portfólio. Falamos aqui no último mês:

"Several participants remarked that a program of ongoing Treasury securities purchases could be used in the future to keep longer-term yields low. A few participants also noted that the balance sheet could be used to reinforce the Committee's forward guidance regarding the path of the federal funds rate through Federal Reserve purchases of Treasury securities on a scale necessary to keep Treasury yields at short- to medium-term maturities capped at specified levels for a period of time."

Uma semana depois, John Williams do FED de Nova Iorque: *"Yield-curve control, which has now been used in a few other countries, is, I think, a tool that could complement, potentially complement, forward guidance and our other policy actions (...) we, obviously, are thinking very hard about."*

Na ata de junho, recém anunciada, a discussão continua:

“Nonetheless, many participants remarked that, as long as the Committee's forward guidance remained credible on its own, it was not clear that there would be a need for the Committee to reinforce its forward guidance with the adoption of a YCT policy. (...) In addition, various participants noted that clear communications with the public are central to the efficacy of all policy tools and that, therefore, the Committee should complete its monetary policy framework review in the near term.”

Fica cada vez mais claro que o banco central americano procura formas de evitar que a curva de juros nominal suba. Se o controle de curva (YCC) direto com compras efetivas perde força nas recentes comunicações, o *forward guidance* mais firme e o conceito de inflação média ganham força.

A última opção parece a mais provável e também a com efeitos mais importantes. De forma resumida, a discussão do FED passa pela incapacidade de colocar a inflação esperada na meta.

Se o objetivo é 2%, por que a curva sempre fica abaixo dos 2%? Aparentemente, há uma questão matemática simples: se você tem teto em 2%, mas não tem piso, o valor sempre ficará abaixo do teto e, portanto, fora da meta.

A solução é converter a meta de inflação anual em uma integral de múltiplos períodos. Caso a inflação rode abaixo de 2% em um ou mais anos, será aceitável que, no período seguinte, rode acima de 2%, de forma a compensar.

Ainda não há definição sobre os limites temporais que serão utilizados. No entanto, como nos últimos anos os níveis foram bastante baixos, o FED diz que aceitará uma inflação mais alta à frente. Em outras palavras, rodaremos mais tempo a juros zero do que o esperado anteriormente.

De outra forma, $Juros Reais = Juros Nominais - Inflação$.

Se a inflação será mais alta e o juro nominal não subirá, o resultado será um juro real mais baixo.

Na correlação mais comum, inflação mais alta correlacionava com juros reais mais altos. Com o novo *framework* do FED a coisa se inverte: inflação mais alta leva a juros reais mais baixos.

Os efeitos sobre o preço dos ativos tendem a ser expressivos. Pegue como exemplo uma empresa com capacidade de repassar preços. Com mais inflação, seus retornos são iguais ou maiores, porém a taxa de desconto do seu fluxo de caixa será inferior. Se antes o numerador subia e o denominador suavizava o movimento positivo de valor presente, agora podemos ter numerador subindo e denominador caindo.

*

Pela primeira vez desde 2008, alavancas monetárias e fiscais estão em funcionamento paralelo. Durante os anos posteriores a crise, embora o FED tenha mantido uma postura estimulativa, o governo buscava uma convergência do lado fiscal.

A eleição de Trump deu força ao estímulo fiscal, mas houve compensação pela política monetária, com a retirada de liquidez e o aumento de juros pelo FED.

A crise do COVID-19 puxou as duas alavancas em conjunto.

O arcabouço também cria um ambiente bastante benigno para preços de ativos.

No Brasil, não é diferente. Saímos de um governo Temer marcado pela consolidação fiscal e monetária para um cenário de expansão dupla. Nosso caso é de riscos sempre maiores, dado nosso histórico inflacionário, mas também interessante para preços de ativos em reais.

*

Pela primeira vez ao longo da crise do COVID, acreditamos que é possível discutir se a balança de riscos do mercado não está mais inclinada para um lado.

Hoje nos parece pouco provável que, mesmo diante de um aumento de novos casos, qualquer sociedade ocidental volte ao *lockdown*.

Quanto a uma potencial vacina, ainda que a data formal da liberação só venha a ser confirmada após a virada do ano, estão em curso diversos testes clínicos com grandes grupos de controles e os resultados deverão ser informalmente conhecidos no curto prazo.

É possível que nos próximos 60 dias as vacinas se provem funcionais, pendentes da confirmação de sua segurança, dado que o maior problema são os potenciais efeitos colaterais.

Se for esse o caso, uma reabertura definitiva e segura, bem como seus efeitos, certamente será antecipada pelo mercado nos preços dos ativos e possivelmente também pelos consumidores, há tanto tempo retraídos.

Estamos buscando empresas alavancadas a esse movimento.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital