

Prezados clientes, comunicamos que, a partir de agosto, Persio Arida será conselheiro da Vista Capital.

* * *

Os fundos Vista Hedge FIM e Vista Multiestratégia FIM registraram rentabilidades de 1,16% e 3,21% em julho de 2020, acumulando no ano rentabilidades de 6,22% e 15,55%, respectivamente.

* * *

O resultado do mês foi concentrado na posição comprada em ouro e prata, além de ganhos com a libra e a lira turca.

O panorama macroeconômico tem sido explicado da seguinte forma: um grande choque econômico resultante da crise causada pelo *coronavírus* é contrabalanceado por estímulos fiscais e monetários tradicionais.

Entendemos que essa visão é potencialmente simplista e acreditamos que uma mudança mais profunda de paradigma da política econômica está em desdobramento ao redor do mundo, especialmente nas economias desenvolvidas.

Monetário

A revolução começou antes da pandemia e seus efeitos sobre liquidez e patamar de juros são objetos de nossas discussões há mais de dois anos.

Utilizando as mesmas lentes para analisar o cenário macroeconômico atual, retomamos um trecho da *Carta do Gestor Macro* de março de 2019:

“(...) 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 academia e chegou ao discurso de Jerome Powell. 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 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.

(...)

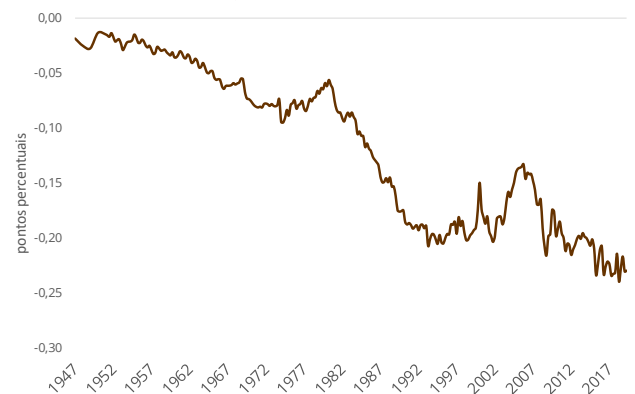
Quais as conclusões diretas sobre essas mudanças? De uma forma bastante simplista, preço de ativos mais altos.”

Pouco mais de um ano depois, nossas conclusões sobre o cenário seguem as mesmas.

Mesmo com toda a parcimônia adotada no processo de *tightening*, a economia e o mercado apresentaram dificuldades para lidar com juros reais positivos, um sinal de que o *juro neutro* é potencialmente mais baixo do que se imaginava. A pandemia foi apenas a pá de cal.

As frustrações com o formato da porta de saída para o longo período de *easing* impactaram o modelo tradicional de atuação dos bancos centrais. Note-se, por exemplo, o efeito que 1% de variação do nível de juros exerce sobre o retorno das empresas americanas (gráfico à direita). Esse mesmo efeito ocorre também a nível global com o passivo em dólares, ainda que em magnitudes diferentes.

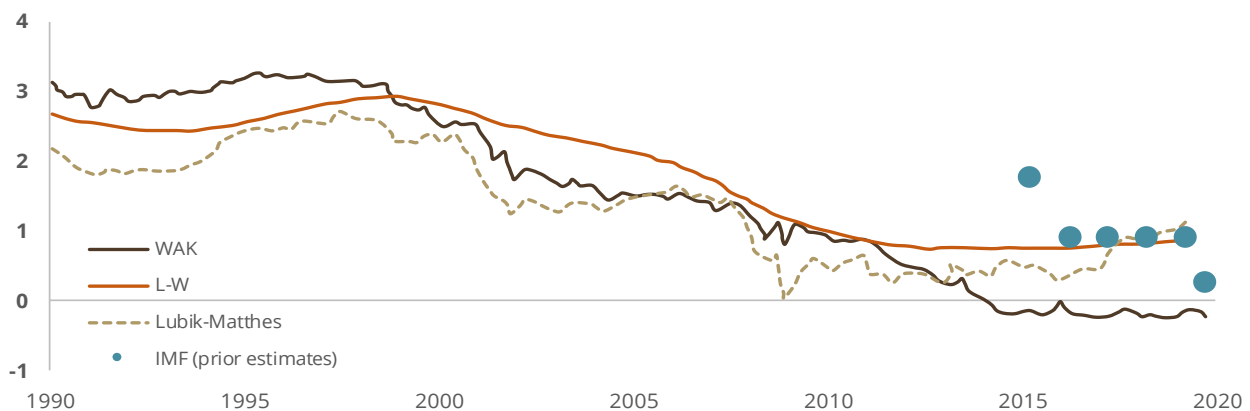
Impacto no RoE das empresas americanas após choque de +1pp nos juros sobre suas dívidas



Fonte: BEA, FED e Vista Capital

Parece-nos bastante provável, portanto, que o movimento de reversão da acomodação monetária será adiado. Ainda mais importante do que o adiamento é o consenso que se forma sobre “errar para o outro lado” nesse ciclo, após mais de 10 anos sem atingir o potencial econômico e gerar inflação.

Estimativa de juro real neutro de longo prazo



Fonte: IMF WORKING PAPERS; Reading the Stars Author/Editor: Peter D. Williams; Yasser Abdih; Emanuel Kopp; Jul/2020

O novo *framework* do FED adota então, *ex-ante*, uma tolerância maior sobre a realização de uma inflação mais alta que a meta de 2%, o que tem implicações diretas sobre as condições financeiras.

A percepção do mercado de que a taxa de juro neutra é mais baixa e o novo *framework* do FED tem efeito prático relevante sobre a curva de juros. Hoje, o banco central americano afirma que não subirá a taxa de juros por um longo período, o que é consistente com o seu mandato duplo e com os ajustes do *framework*, e o mercado não questiona a afirmação.

Fiscal

Se na política monetária, a pandemia acelerou uma discussão já existente, na política fiscal os efeitos foram mais marcantes. Temas como a *união fiscal europeia* e a *renda mínima universal* ganharam corpo e posição titular no campo de debate.

Nos EUA, a eficácia dos programas de transferência de renda e do aumento do gasto público no amortecimento da parada súbita da atividade econômica reforça a tese de que tais instrumentos serão usados na tentativa de alongar os ciclos econômicos. O tema certamente estará presente na eleição americana. O Brasil vai pelo mesmo caminho.

Se implementado, podemos assistir a política fiscal tomar o bastão da política monetária na administração dos ciclos econômicos. Colocar políticos na cadeira que hoje pertence aos

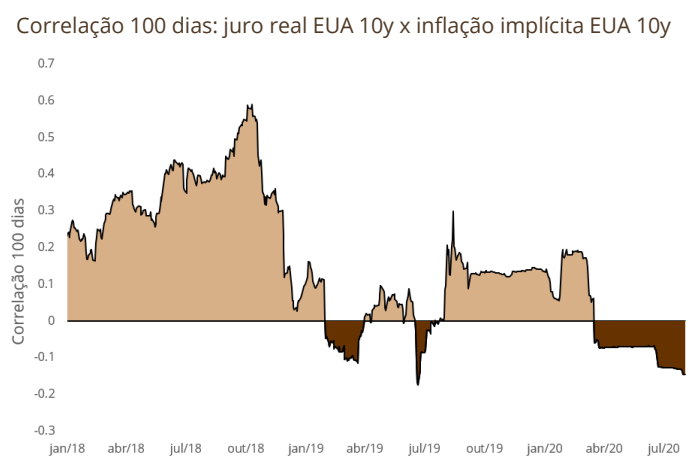
banqueiros centrais certamente elevará os riscos de ruptura do ambiente de baixa inflação das últimas décadas.

Sem prejuízo das considerações de médio prazo, por ora, o que temos é um mundo inteiro acelerando políticas monetária e fiscal estimulativas, uma situação rara nas últimas décadas e muito positiva para o preço dos ativos.

Efeitos práticos

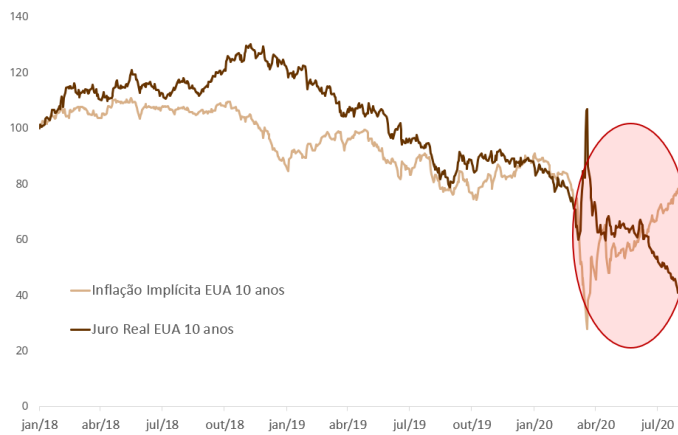
Na última carta, tratamos da inversão da correlação de juros reais com inflação implícita, resultante de um juro nominal “fixo”.

O ano de 2018 é um bom exemplo para explicar a tese. Durante o período, a confiança na recuperação econômica elevou a expectativa de inflação e, em paralelo, o juro real. Quanto mais forte a economia, maior era a expectativa de alta de juro.



Fonte: Bloomberg

Gráfico normalizado: inflação implícita EUA 10y x juro real EUA 10y



Fonte: Bloomberg

A correlação foi crescente até o final do ano, quando uma correção nos preços mostrou que o mercado não aguentaria o nível mais elevado de juro que já era precificado à época.

Em 2020, novamente se espera uma recuperação econômica no pós-pandemia. Os efeitos na política monetária, contudo, são bastante diferentes.

À luz do novo *framework do FED*, a correlação entre atividade econômica e juros não apenas se inverteu, mas se aprofunda a cada dia. Na margem, o movimento é surpreendente.

A inversão é parte do que chamamos de *uma revolução macroeconômica*.

No *modus operandi* anterior a recuperação econômica gerava aumento de juros reais, dado a maior proximidade do mandato do FED. Duas forças antagônicas operavam sobre os preços dos ativos. De um lado, o aumento da inflação esperada levava ao crescimento nominal de lucros. Do outro, o

aumento da taxa de desconto reduzia o valor presente dos ativos.

No atual contexto em que a alteração estrutural da função reação do FED ancora as taxas nominais do mercado, o aumento da inflação esperada levará a uma redução dos juros reais, e não o contrário. As duas forças passam a operar na mesma direção, o aumento da expectativa de lucros é alavancado pela queda da taxa de desconto.

Além dos efeitos sobre os preços, há também efeitos sobre a economia, pois quanto maior for a recuperação, mais estímulo estará sendo oferecido à atividade. Por mais contrassenso que possa parecer, o quão mais acelerada for a reabertura e mais bem sucedida a vacina, mais inflação será gerada, menor será a taxa de juro real e maior será o estímulo econômico.

Em resumo, caminhamos para um mundo em que o estímulo econômico do FED em tempos normais será substancialmente maior que era no auge da pandemia.

A antiga correlação nunca havia se invertido na magnitude atual exatamente por esse problema. *Se quanto mais a economia se recupera, maior é o estímulo, até onde iremos?*

Ativos

Os fundos mantêm o foco em ativos reais, longamente discutidos nos últimos meses, expostos aos principais efeitos do novo arcabouço.

Nesse sentido, as principais posições dos fundos são posições compradas em (i) ouro e prata; (ii) petróleo e Petrobras; e (iii) bolsas internacionais.

A terceira posição já integrou as carteiras em alguns momentos desse ano e vem ganhando relevância recentemente.

No contexto do cenário projetado para os juros globais, o fator predominante na tese comprada em ações internacionais é a expectativa acerca do nível elevado do prêmio de risco de *equity* – em especial para a bolsa americana, na qual os fluxos são menos incertos e os *durations* longos.

O conceito do *prêmio* é simples: quanto de retorno acima do *juro livre de risco* o investidor receberá para deter ações e estar exposto ao risco da atividade empresarial.

Além da compressão em direção aos níveis observados nos últimos anos, é possível que o movimento seja ainda mais relevante. Veja-se que o prêmio de risco de *equity* roda em patamares mais elevados após a crise 2008, provavelmente em função de uma maior incerteza sobre a permanência do baixo nível de juros que vigorava à época.

Conforme dito na carta supracitada, a aposta dos agentes na alta de juros indicava a percepção de que o juro zero estava *fora de lugar*. Nada mais natural que precificar as ações usando outro juro que não aquele que a curva em vigor indicava.

Após a tentativa fracassada de elevar os juros em 2018, é possível que os agentes entendam que o juro zero será perene e voltemos a trabalhar com níveis ainda mais baixos de prêmio de *equity*.

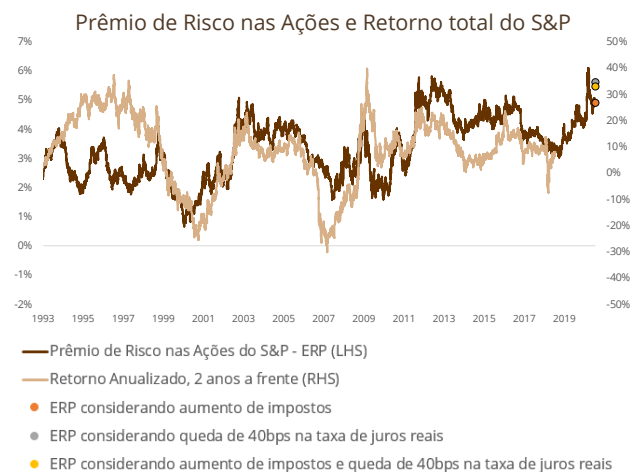
Portfólio

Nossos maiores questionamentos atuais são sobre a escolha do *hedge*, algo que já foi mais fácil em outros momentos dos últimos anos.

A compra de *bonds* para proteger a carteira comprada em ações, um *hedge* bastante utilizado pelo mercado, torna-se praticamente inviável em um ambiente de repressão financeira, com taxas próximas a zero.

Ainda que não fosse o caso, existe a dúvida sobre o qual o maior risco: deflação ou inflação?

Em princípio, um portfólio comprado buscava proteção para cenários de deflação. O novo arcabouço macroeconômico tornou importante proteger-se da inflação.



Fonte: Bloomberg e Vista Capital

Em nosso portfólio, vemos o ouro como proteção para *debasement* de moedas; o petróleo oferece proteção para cenários de inflação e aumento de juros; e as bolsas internacionais possuem uma boa margem de segurança.

Essa alocação é complementada por posição comprada na libra esterlina, posição vendida na lira turca e compra de inflação implícita no Brasil.

Ainda assim, avaliamos que um choque deflacionário é o principal risco ao qual o portfólio está exposto hoje.

A posição em ações domésticas hoje está concentrada em Petrobras e investimentos específicos nos quais enxergamos boa assimetria. Com lentes macroeconômicas e considerando a cesta do índice acionário, outras geografias são atualmente mais favoráveis para construção do portfólio.

Outros pensamentos

Em meio às discussões de construção do portfólio, surgem alguns assuntos paralelos. Parte deles compartilhada abaixo:

Tema 1

O cenário descrito acima exige que alguém pague a conta. Acreditamos que esse alguém será “o dinheiro” e, por consequência, o seu dono.

A situação atual é a seguinte: pensando na poupança de seu filho recém-nascido, o inglês que adquirir um *bond* do governo resgatável em 18 anos, oferecerá ao seu herdeiro, quando ele atingir a maioridade, um em termos reais.

Há ainda duas notícias piores:

i. A repressão financeira dá sinais de que será aprofundada. Em outras palavras, os bebês que nascerem daqui pra frente verão suas heranças em forma de *bond* caírem ainda mais ao longo do período de 18 anos.

ii. O juro real que utilizamos é o resultado do juro nominal menos a inflação realizada e medida. *Será que a medida está sendo feita de forma correta? Ou ainda, para quem ela está medida?* Nos últimos anos, a inflação americana oficial rodou abaixo da meta de 2%, mas a inflação dos detentores de capital, não alocados, provavelmente rodou muito acima. Vivemos num mundo de inflação do preço de ativos.

Quanto mais o ouro, a prata, a bolsa e os imóveis sobem de preço, menor o seu poder de compra. Por exemplo, nos últimos 10 anos, a inflação oficial da economia foi 18,4%, enquanto o preço médio de casas americanas subiu 49% e a bolsa de valores teve uma alta de 197%. Ou seja, quem carregou dinheiro e não ativos no período sofreu uma gigantesca perda do poder de compra.

Em resumo, a decisão de qualquer pessoa que tenha patrimônio acumulado não é mais quanto alocar, mas sim quando alocar. Não fazer nada deixou de ser uma alternativa, pois seu patrimônio será corroído ao longo do tempo para pagar o aumento dos gastos públicos e a repressão financeira dos bancos centrais.

Tema 2

Parece-nos que a Selic próxima de 2% e juros reais negativos farão com que o Brasil viva situação semelhante à descrita no tema anterior. Um cenário totalmente novo para os brasileiros.

O maior sintoma do ineditismo tupiniquim é a alocação em ações dos fundos multimercados (*hedge funds*). No Brasil, a pergunta que se faz é “*qual percentual do fundo está alocado em bolsa?*”. Nos EUA, a pergunta é diametralmente inversa: “*qual percentual do fundo está em caixa?*”.

Nós mesmos, criados num ambiente de taxas altas, utilizamos esse arcabouço na forma de pensar a gestão de recursos, ainda que de maneira implícita.

Ao longo dos últimos anos, cansamos de discutir nossos *hedges* e formas de proteger o patrimônio de quedas. Repetíamos: “*se não há grande convicção, a melhor escolha é não fazer nada.*”

Se antes era óbvio que *não fazer nada* consistia em manter recursos em caixa, atualmente nos questionamos se o significado da expressão precisa ser alterado.

Perguntas como essa são parte dos debates de equipe para os quais convidamos nossos clientes a participar.

Tema 3

O novo arcabouço e os efeitos sobre o diferencial de juros, o aumento do *déficit* duplo, a piora da balança comercial de petróleo com a redução na produção de *shale*, o *déficit* no passivo externo líquido e, acima de tudo, os riscos da eleição favorecem a desvalorização da moeda americana.

Hoje evitamos aumentar a exposição por alguns motivos: (i) a posição comprada em libra esterlina possui fundamento semelhante, posto é uma moeda tida como reserva de valor e, portanto, um excelente destino; (ii) o ouro trabalha como uma moeda, e também é uma opção; e (iii) desvalorizações do dólar normalmente são acompanhadas de valorizações das *commodities*, principal posição do fundo.

Tema 4

O resultado de Petrobras nos surpreendeu positivamente e trouxe confirmações importantes para a tese.

O custo de produção voltou a cair, aproximando-se dos patamares mais baixos do setor. A geração de caixa foi positiva mesmo com um petróleo realizado de 24 dólares, o que prova a resiliência da empresa a preços *extremos*. O processo de desinvestimento, desalavancagem e redução de custos continua acelerado. As ações da companhia seguem negociando com bastante desconto para seus pares globais, oferecendo boa margem de segurança.

Tema 5

A nuvem do COVID dificulta a precificação integral do cenário acima discutido. O medo de uma nova onda, de uma repetição de queda relevante do mercado e de perdas acentuadas geram uma disputa com os fundamentos. Esses fatores, somados à indisponibilidade de *hedges* para os agentes, elevam o nível de volatilidade do mercado.

Por outro lado, os medos estarem muito presentes nas decisões, o nível de estímulo e os *valuations* nos mostram um mercado mais protegido que outrora, com menores riscos de perda permanente de capital.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital