

Prezados clientes,

A Vista Capital comunica a entrada de novo sócio:

Arthur Braga será membro da equipe de investimentos. Antes de juntar à Vista, Arthur foi *portfolio manager* da Stone Ridge Asset Management, em Nova Iorque. Entre 2011 e 2016, foi *trader* e *market maker* proprietário da Goldman Sachs. Antes disso, trabalhou no Barclays Capital em Londres como *trader* na mesa de produtos estruturados. Iniciou sua carreira em 2006 no Banco UBS em Londres na mesa de derivativos em *EM equities*. Arthur é formado em Engenharia de Controle e Automação pela PUC/RJ, com duplo diploma no *Institut National des Sciences Appliquées* de Toulouse, na França.

\* \* \*

Os fundos Vista Multiestratégia FIM e Vista Hedge FIM registraram rentabilidades de 7,04% e 2,38% em agosto de 2020, acumulando no ano rentabilidades de 23,68% e 8,75%, respectivamente.

\* \* \*

O resultado do mês foi concentrado na posição comprada em bolsa americana. Posições tomadas em juros e inflação implícita no Brasil e compradas em ouro completam o resultado.

A expectativa que tínhamos de uma mudança no regime de política monetária dos EUA, fundamental para algumas das nossas teses de investimento, foi ratificada pelo FED no último evento em *Jackson Hole*. O regime de *flexible average inflation targeting* e a forte ênfase em criar condições de “máximo emprego” farão com o que o FED tenha uma postura muito mais acomodatória, para uma mesma condição cíclica, do que em outros períodos da era moderna dos bancos centrais.

Essa nova configuração provavelmente levará a juros reais de mercado mais baixos e uma inflação implícita mais alta. A quebra da correlação historicamente positiva terá um efeito duplo sobre os preços dos ativos, com efeitos tanto na receita nominal como na taxa de desconto.

Frente a tal cenário, procuramos ativos escassos e não replicáveis, longamente detalhados em comunicações anteriores.

O fundo sofreu poucas alterações recentemente, mas a principal delas foi uma redução da posição em bolsa americana a favor de uma maior diversificação. A performance recente dos ativos, somada à proximidade das eleições, tem peso nessa decisão.

Dentro dessa diversificação, depois de um longo período de acompanhamento, iniciamos uma, ainda pequena, posição em Rússia.

Entraremos nesse assunto em comunicações futuras, ao passo que a posição ganhe relevância.

Cabe destacar, no entanto, que a Rússia tem três características que são escassas no mundo pós-Covid: *valuation* descontado, posição fiscal extremamente sólida e altos dividendos.

Do lado negativo, o principal risco para o investimento em ativos da Rússia é o político, observado inclusive nos últimos dias. Vale salientar, contudo, que mudanças recentes na esfera das relações internacionais, em especial envolvendo EUA e China, tem gerado alguma convergência dos riscos políticos entre os países. Ou seja, a solidez fiscal da Rússia é um ativo cada vez mais escasso, enquanto o risco político é algo cada vez mais comum, tanto entre países ricos quanto emergentes.

De toda forma, não esperamos uma performance relevante antes das eleições americanas, mas provavelmente usaremos o período para adicionar posições.

\*

A partir das nossas reflexões de como o cenário macro global se encaixa no Brasil e considerando a baixa exposição a ativos brasileiros no fundo, nos propomos aqui a divagar sobre alguns pontos que, no futuro, podem gerar convicção para uma tese de investimento.

Os preços dos ativos brasileiros têm uma correlação de curto prazo relativamente alta com a política, acima da observada em seus pares. Se o motivo é uma estabilidade política maior em outros países ou

uma volatilidade grande do ciclo político no Brasil, não nos é claro. Especular sobre quais reformas serão encaminhadas ou qual ministro estará no governo em seis meses nos parece um exercício complexo. Isolando esse fator e olhando apenas para o quadro macroeconômico, quais são as restrições efetivas que o Brasil deve ter no médio prazo?

De um lado, caminhamos para um quadro confortável de contas externas, reforçado pela posição credora em dólares do governo. Além disso, temos uma dívida pública financiada domesticamente e os efeitos do novo nível de juros e do câmbio depreciado ainda estão por vir.

Do outro lado, temos um crescimento potencial visivelmente muito baixo e uma enorme dificuldade em avançar uma necessária pauta de consolidação fiscal. Essa foto nos diz que deveríamos ter ativos com *valuations* descontados, ainda que o quadro macro nos forneça alguns amortecedores. Os sinais de retrocesso na agenda ESG, tema caro para um segmento crescente dos investidores internacionais, também ajuda a compor esse quadro.

Em boa parte da era Real, fomos um país caro. O câmbio sobrevalorizado trabalhava conjuntamente com múltiplos altos na bolsa, o que não conversa mais com esse país de economia velha e com expectativas reduzidas de crescimento.

No entanto, parece-nos exagerada a visão de que o Brasil seria levado a uma crise mais aguda por uma crise política, ou mesmo pelo rompimento do teto de gastos, hipótese bastante possível em 2021. Os *buffers* domésticos aqui descritos e, principalmente, o ambiente externo de maior complacência com o endividamento dos países podem esticar a nossa corda por mais tempo.

Temos um país em transição e estamos ficando mais pobres. No final, parte da solução passa por nos tornarmos mais competitivos e atrativos para o capital externo. Não temos convicção se estamos suficientemente baratos e isso se reflete no posicionamento do fundo.

Entendemos, todavia, que provavelmente o Brasil vai para um caminho um pouco mais inflacionário que o atual. O modelo de restrição fiscal agressiva nos gastos discricionários e o longo ciclo de encolhimento dos bancos públicos, que abriram espaço para a redução significativa da taxa de juros, parecem estar próximos de um fim.

Historicamente, processos de contração fiscal não duram muitos anos e em algum momento há uma certa fadiga de ajuste, ainda que uma crise possa desencadear um novo ciclo de ajustes, como foi o caso da Grécia. Os custos sociais e a paralisação do investimento público, peça comum do ajuste fiscal em países emergentes, tornam ainda mais complexa a engenharia política em torno de um prolongado ciclo de consolidação fiscal.

No Brasil, a restrição orçamentária imposta pelo teto de gastos foi significativa. Considerando que desde 2015 os gastos obrigatórios consomem a totalidade da receita líquida do governo central, as despesas discricionárias tiveram que ser a variável de ajuste. A queda real dessa rubrica em relação a 2015 é de mais de 30%. Não nos parece razoável supor que um ajuste dessa natureza será sustentável, uma vez que o funcionamento da máquina pública e da infraestrutura do país começam a ser comprometidos.

Apesar da aprovação da reforma da previdência e do encaminhamento de uma reforma administrativa que terá efeitos positivos no longo prazo, a fatia crescente do orçamento ocupada pelo gasto com ativos e inativos reflete a incapacidade da nossa classe política de enfrentar tais restrições.

Em paralelo, conforme discutido anteriormente, a transformação dos programas de auxílio emergencial em programas de renda mínima parece ser uma tendência do mundo pós-pandemia. Nos países emergentes, os modelos de crescimento das últimas décadas estão exauridos, afinal o impulso externo da China será muito menor do que nas décadas anteriores e os ciclos de crédito estão muito mais maduros. Somam-se a esses fatores a piora demográfica e especialmente a aceleração tecnológica, o que torna difícil imaginar de onde virá a geração de empregos.

No caso da economia brasileira, onde esbarramos em dificuldades para crescer mesmo quando os ventos externos eram mais favoráveis, apenas cerca de 30% da força de trabalho é empregada com carteira assinada no setor privado. Dentro desse universo, temos diversas profissões que não existem mais em parte do mundo. Em um mundo onde os gigantes da tecnologia abocanham uma parcela crescente da renda global, usando uma mão de obra cada vez mais capacitada, e as tendências de automação e digitalização devem ser cada vez mais fortes, até mesmo nos competitivos setores do agronegócio e de *commodities*, como iremos empregar os milhões de desempregados?

A manutenção de alguma versão de auxílio financeiro para os mais pobres, apresentado como um programa de renda mínima, nos parece, portanto, inevitável. A timidez das políticas mais voltadas para o lado da oferta, como aquelas direcionadas à sobrevivência das pequenas e médias empresas, e a ênfase em estímulos do lado da demanda ajudam a compor um quadro de assimetria altista nos riscos para a inflação. A escassez recente de materiais de construção e a pressão inflacionária em alguns alimentos são sinais preliminares nessa direção.

Esse cenário nos fez carregar uma posição tomada em juros ao longo do mês como *hedge* da compra de Petrobras. A posição foi desfeita, mas o viés está presente. Seguimos comprados em inflação implícita, estimulados tanto pela continuidade dos programas

de renda como pelos sinais muito claros de aceleração da atividade econômica, o que também pode beneficiar o mercado de ações.

Permanecemos à disposição.

**Vista Capital**