

Os fundos Vista Multiestratégia FIM e Vista Hedge FIM registraram rentabilidades de -4,59% e -1,80% em outubro de 2020, acumulando no ano rentabilidades de 9,55% e 3,90%, respectivamente.

\* \* \*

Os fundos da estratégia *macro* permanecem expostos a petróleo e ouro, por meio de investimentos em Petrobras e em um portfólio de grandes companhias mineradoras de ouro. O resultado negativo do mês de outubro também é explicado por essas posições e certamente abaixo da nossa expectativa. A utilização de risco continua limitada, de acordo com os parâmetros da nossa política de gerenciamento de risco.

\*

Nossa expectativa é que tais ativos funcionem como *hedges* entre si. De um lado, apenas uma inflação bem mais elevada – que normalmente requer uma apreciação das *commodities* - faria com que o nível de estímulos monetários fosse reduzido e afetaria o ouro. Do outro lado, uma nova e intensa piora econômica, que poderia afetar negativamente o petróleo nos atuais níveis de preço, exigiria mais estímulos e beneficiaria o ouro.

Em outras palavras, o ouro é beneficiado por juros reais mais baixos e o petróleo funciona bem em ambientes inflacionários. Historicamente, essas duas variáveis trabalhavam de forma positivamente correlacionada, daí o viés de *hedge* entre os ativos.

Com a implementação do novo *framework* do FED, nossa expectativa é a inversão dessa correlação. Ou seja, com a recuperação da inflação e o juro nominal de certa forma controlado pelo banco central, o juro real seria levado a um patamar mais baixo mesmo num processo de recuperação econômica. Nesse cenário, ouro e petróleo teriam ambos *performances* positivas e correlacionadas.

Recentemente, observamos que as taxas de juros reais acompanharam a elevação dos juros nominais, apesar das renovadas preocupações com a pandemia global.

Além disso, os últimos movimentos de mercado tem acentuado a nossa discussão sobre a recente dificuldade de realizar *hedges*. A título de exemplo, uma queda da bolsa americana superior a 3,5%, com juros em alta e ouro em queda aconteceu apenas três vezes nos últimos trinta anos (todas em 2020, sendo duas em março e a outra na última quarta-feira de outubro).

*O que explica tais movimentos?* Em nossa visão, são resultados de eventos que levam a liquidação de todos os ativos, sejam posições direcionais ou *hedges*. Isso aconteceu no início do ano, diante da severidade da crise, e agora diante da incerteza sobre uma segunda onda de contaminação e o processo eleitoral americano.

Em paralelo à expectativa de uma normalização da correlação entre ouro e petróleo, voltamos a

recompor algum risco direcional, respeitando os limites de risco e acima de tudo a incerteza presente.

Desde agosto, zeramos a posição comprada em bolsa americana em função das incertezas associadas às eleições que se aproximam, apesar da anteriormente discutida expectativa de expansão de múltiplos. O objetivo era observar o processo com posições mais defensivas. O resultado foi diferente do esperado até aqui, mas os preços dos ativos e o prospecto de 2021 nos chamam atenção.

O cenário do início do ano que vem poderá reunir uma vacina para os grupos de risco (são eles que ocupam os hospitais e geram a necessidade de *lockdowns*), um estímulo fiscal de grandes proporções nos EUA e bancos centrais mantendo políticas ainda muito estimulativas.

Trata-se de uma situação rara, de significativa recuperação cíclica acompanhada de estímulos fiscais e monetários. Tudo isso com preços de ativos em patamares mais atrativos do que os presentes em agosto, especialmente em ativos de natureza mais cíclica.

Por enquanto, a segunda onda do Covid volta a impactar negativamente a Europa e algumas regiões dos Estados Unidos, onde também há risco de uma eleição contestada dentro de um ambiente bastante frágil.

Não sabemos qual lado da balança é o mais pesado, mas a diferença temporal é inquestionável: os riscos

provavelmente ficam em 2020 e os benefícios em 2021.

Dado que o mercado tende a olhar para frente e *antecipar o futuro*, surpreende-nos o tamanho do movimento observado nos últimos dias de outubro.

O medo de menosprezar os riscos – repetindo o erro do início do ano – pode criar e potencializar os movimentos. No entanto, poucos meses de novas restrições de mobilidade deveriam ter um efeito consideravelmente limitado sobre o *valuation* das empresas. O risco aqui é uma falta de eficácia das vacinas ou uma inação dos bancos centrais e governos.

Na eleição, também temos um problema temporal. Tanto em um governo democrata como republicano, as políticas fiscal e monetária devem ficar estimulativas, em maior ou menor grau, e o mundo ainda está no início deste recém-iniciado ciclo econômico. O medo é que a eleição seja contestada e dos efeitos que virão em torno desse processo.

Fica então a dúvida: *qual o tamanho dos potenciais impactos sobre os ativos em caso de piora da pandemia e de contestação da eleição, quando logo ali na frente teremos vacina, estímulos e um presidente eleito?*

Os fundos mantêm posições de longo prazo, em grande parte sem correlação direta com o movimento eleitoral.

\* \* \*

Entre as adições de risco potencial, o Brasil tem espaço para ser considerado. Ao longo do último ano, nossos clientes observaram a nossa mudança de percepção.

O primeiro ano do governo Bolsonaro foi marcado por uma posição que refletia a expectativa de aceleração do crescimento, resultante de um aumento da confiança econômica, efeitos tardios das reformas realizadas no governo Temer, da reforma da previdência e da queda de juros. O ano seguinte foi o inverso.

Desde que Bolsonaro desistiu da reforma administrativa e mostrou pouquíssimo empenho em liderar outras reformas importantes, nosso viés foi se tornando negativo. Ao longo do ano, mantivemos posições pessimistas nos mercados de juros, câmbio e na inflação implícita, à exceção da posição comprada em Petrobras.

Nos últimos meses, nos parece que a realidade alcançou os preços. A incapacidade do Ministério da Economia em promover um projeto de crescimento econômico sustentável para o país e a falta de apetite da Presidência para reformar derrubaram o valor dos ativos financeiros.

Embora mantenhamos viés cauteloso sobre a trajetória política, os novos preços e alguns desenvolvimentos macroeconômicos vêm chamando nossa atenção.

Em agosto, comentamos que não tínhamos mais conforto em ficar vendidos em Brasil. Hoje temos uma curva de juros extremamente inclinada, um câmbio desvalorizado em todas as métricas (incluindo a comparação relativa contra pares com condições piores) e uma bolsa com empresas negociando a múltiplos comprimidos.

O que temos pensado, ainda que de forma incipiente, é se alguns ajustes econômicos em curso podem se sobrepor à política. O assunto tem dominado nossas reuniões e certamente será acompanhado de perto nos próximos meses.

É evidente que uma decisão de romper o teto de gastos e jogar o país no velho conhecido caminho do populismo sobrepõe-se a qualquer outro tema. O meio do caminho gera disputas que, ao contrário de outros tempos, estão presentes no meio acadêmico e de gestores de recursos. Afinal, a ausência de consenso sobre as soluções fiscais e monetárias dos atuais problemas econômicos é algo que nos desafia e interessa.

Até o momento temos mais dúvidas do que certezas, mas, sem perder o foco em Brasília e na necessária retomada da agenda de reformas, estaremos atentos aos efeitos defasados do câmbio extremamente desvalorizado e das taxas de juros reais de curto prazo em patamares negativos.

\* \* \*

Alguns resultados do terceiro trimestre de 2020 chamaram a atenção. Petrobras e Vale, por coincidência, geraram um caixa livre equivalente a 27% do valor da empresa. Os números de outras exportadoras também são surpreendentes. Até empresas domésticas, afetadas diretamente pela pandemia, mostram resultados acima do esperado.

*Será que os ganhos de competitividade do câmbio barato estão sendo bastante subestimados?* Entendemos que nossas grandes empresas exportadoras sempre foram relativamente competitivas no mundo, mas esse aumento de margem se expande a outras empresas, eventualmente menores e/ou de capital fechado.

*Podemos ver uma conta corrente mais positiva do que a esperada quando, diante da normalização do comércio global e com tempo para desenvolver a exportação, nossas empresas se virarem para novos mercados? Será que aumentaremos de forma relevante a produção onde já somos bastante competitivos?*

Como dito, ainda são mais dúvidas que certezas, mas dificilmente teremos uma posição estrutural vendida em real em torno do atuais preços.

Do lado fiscal, mais questionamentos. *Qual será o caminho ótimo, considerando o risco de um penhasco fiscal em 2021 e a necessidade de consolidarmos uma agenda de responsabilidade fiscal?* Um governo com mais credibilidade buscaria formas de atravessar melhor as cicatrizes da pandemia ainda em curso, o

que passaria pela continuidade parcial dos programas de transferência de renda, e ao mesmo tempo implementar reformas que modifiquem de forma permanente a trajetória dos gastos obrigatórios. Vale o questionamento também das implicações eleitorais em 2022 da retirada mais abrupta dos estímulos, principalmente enquanto os candidatos de centro não estiverem definidos. Assim como vimos recentemente na Argentina, as candidaturas à esquerda no espectro político podem se beneficiar de um ajuste excessivamente contracionista.

*Será que o estresse no nosso mercado de LFT's não aconteceria em países desenvolvidos sem os programas de quantitative easing e, portanto, o Brasil poderia considerar esse mesmo caminho?*

*Será que quando o efeito do auxílio emergencial passar e o efeito base do câmbio desvalorizado se dissipar, nossa inflação continuará a acelerar, mesmo com o atual hiato do produto?*

*Do outro lado, será que os programas econômicos do governo na pandemia, acima do necessário na demanda e abaixo do necessário na oferta, não continuarão pressionando a inflação? Ou ainda, não vão gerar um efeito de expansão grande de margens às sobreviventes, muitas delas na bolsa? Dizendo de outra forma, qual a durabilidade das severas restrições do lado da oferta que estamos observando em vários setores?*

*Será que um país com câmbio desvalorizado e juros baixos, com os efeitos defasados das reformas que vem desde o governo Temer não propiciam condições objetivas para que o Brasil surpreenda na retomada econômica cíclica dos próximos anos?*

As perguntas são muitas e as respostas são poucas, em especial porque o governo e o Ministério da Economia não colaboram, o que torna baixa a visibilidade em torno das prioridades da agenda de reformas. Certamente consolidar um quadro de disciplina fiscal é essencial, mas, ao mesmo tempo, quando temos um choque tão relevante no câmbio e no juros, abrem-se espaços para discussões macroeconômicas muito mais relevantes do que a próxima promessa vazia e mal formulada do governo.

Permanecemos à disposição.

**Vista Capital**