

Os fundos Vista Multiestratégia FIM e Vista Hedge FIM registraram rentabilidades de 12,2% e 4,4% em novembro de 2020, acumulando no ano rentabilidades de 22,9% e 8,5%, respectivamente.

* * *

Como comentado na carta anterior, a perda de correlação de *performance* entre petróleo e ouro – que eram e são as principais exposições do portfólio – gerou perdas em setembro e outubro. No cenário de aversão a risco, notadamente por conta das incertezas associadas à eleição americana e à segunda onda de COVID, ambas as posições sofreram. Um comportamento esperado para o petróleo, porém inesperado para o ouro.

Em novembro, as correlações negativas se restabeleceram. O ouro sofreu com a redução das incertezas, embora mais do que o esperado por nós. O petróleo, por sua vez, variou positivamente com as notícias sobre as vacinas, que aproximam e, de certa forma, garantem a reabertura decisiva da economia global

*

Com a melhora cíclica que se consolida no mundo pós-vacina, tem aumentado o debate sobre o início da retirada dos estímulos monetários percebidos como excessivos, principalmente no que se refere ao FED. Conforme já discutido, o *novo framework* do FED cria um ambiente sobre o qual não se aplica a função de reação do banco central em ciclos anteriores. De

forma prática, não acreditamos que a normalização da atividade em 2021 será acompanhada pelo início de normalização da política monetária. Antes de discutirmos, por exemplo, a redução do ritmo de expansão do balanço do FED, ainda poderemos observar novas medidas de estímulo monetário, embora de natureza mais incremental. Caso a nossa tese se prove correta, entraremos em uma onda mais prolongada de elevação do valor nominal dos ativos.

O consenso de mercado ainda não parece acreditar nessa maior longevidade dos estímulos, o que impede a inversão da correlação entre ouro e petróleo.

Acreditamos, portanto, que o novo *framework* do FED será testado quando algumas métricas de pleno emprego e inflação indicarem a necessidade de redução dos estímulos, pelo menos sob a ótica de ciclos anteriores, e o banco central americano não referendar essa expectativa, o que é o nosso cenário-base.

*

As principais contribuições para os resultados dos fundos foram as posições de Petrobras, as ações de empresas beneficiadas pela reabertura e a posição comprada em Japão. Também tivemos resultados positivos com uma posição vendida em dólar contra algumas moedas, como real e rublo.

A posição comprada em mineradoras de ouro, a posição vendida na moeda da África do Sul e alguns *hedges* em crédito foram detratores de resultado.

Ao longo do mês de novembro, os fundos aumentaram a posição comprada na libra esterlina e a exposição a ativos brasileiros. Além disso, foi adicionada uma posição comprada em Ásia.

* * *

Um tema recorrente em nossas discussões tem sido as mudanças perenes que o COVID trouxe ao mundo, como as amplamente discutidas tendências de aceleração do *e-commerce* e a disseminação do *home-office*. Ter um olhar ainda mais atento ao continente asiático na construção dos portfólios, por razões que elaboramos mais adiante, nos parece algo que veio para ficar.

Ainda que a Ásia responda por uma parcela cada vez mais relevante do PIB global, tenha uma classe média cada vez mais pujante e seja o berço de algumas das empresas mais inovadoras do mundo, há uma alocação estrutural significativamente *underweight* dos portfólios globais ao continente. Se pensarmos, por exemplo, que China e Japão respondem por apenas 12% do MSCI global, ao mesmo tempo que representam cerca de 25% do PIB global (PPP), temos uma evidência nessa direção. Olhando de uma forma complementar, a Ásia ex-Japão responde por 36% do PIB global e pouco mais de 10% do MSCI global. O conforto com mercados mais líquidos e profundos e

práticas de mercado mais semelhantes entre Estados Unidos e Europa explicam uma parte importante desse viés doméstico em investidores ocidentais. Além disso, a dificuldade de investir na China ajudou a criar o conforto necessário para a manutenção de uma baixa alocação na região. Em paralelo, o “excepcionalismo” do mercado americano não criava a necessidade de buscar alocações em outros mercados.

O ano de 2020 trouxe algumas percepções mais à tona:

i) O BOJ esteve na vanguarda do ativismo monetário entendido hoje como *mainstream* no universo dos principais bancos centrais, seja através dos programas de *quantitative easing* já em 2001 ou da política de *YCC (Yield Curve Control)* em 2016;

ii) A gigantesca dívida japonesa, nas últimas duas décadas percebida por muitos investidores como um desastre inevitável, hoje se tornou mais próxima do que é aceito como *normal* em um mundo de juros reais negativos, demografia desfavorável e bancos centrais ativistas;

Em ambos os casos, o resto do mundo desenvolvido caminhou em direção ao Japão.

- iii)** O governo chinês tem demonstrado a intenção de acelerar a tendência de liberalização da conta de capital, principalmente do lado da entrada de recursos. A valorização do yuan reflete essa direção, também reforçada pelo alto diferencial de juros em relação a outros países;
- iv)** Durante o COVID, as sociedades asiáticas demonstraram mais uma vez uma imensa capacidade de organização social, seja com medidas fortes e restritivas (como o exemplo chinês) ou brandas, porém efetivas quando respeitadas, como o uso de máscaras e o distanciamento social.

Vale notar também que o êxito da “governança” asiática, também presente nos vizinhos da Oceania, fica ainda mais evidente quando comparada à trajetória recente do Ocidente. Nos Estados Unidos, os números recordes da pandemia, os seguidos protestos sociais e os ataques às instituições vindos do Poder Executivo trouxeram novos questionamentos. Na Europa, ainda há dificuldades em torno do *Recovery Fund* e a preparação para a segunda onda do Covid ficou muito aquém do razoável

Acreditamos que esse movimento de fortalecimento relativo continuará em 2021. Desde o início do mês

anterior, os fundos iniciaram uma posição comprada em bolsa e moedas no Japão, China e Austrália contra uma posição vendida em Europa.

* * *

Na carta de outubro, destacamos que a realidade havia alcançado os preços dos ativos brasileiros, o que nos tornava propensos a ter uma visão mais construtiva. Sem prejuízo das dúvidas de caráter mais estrutural expostas ao longo do ano, continuamos marginalmente mais otimistas que outrora em relação ao Brasil, ainda que os preços atuais sejam menos atrativos do que há algumas semanas. A diminuição de alguns riscos baixistas, discutidos mais adiante, também nos leva às mesmas conclusões.

No lado fiscal, pouco aconteceu. O positivo, sob a ótica da solvência da dívida pública, é que no cenário onde nada acontece, não temos mais a prorrogação do auxílio emergencial e o teto de gastos é mantido, pelo menos em 2021.

Dando continuidade ao que levantamos na última carta, o câmbio desvalorizado, os efeitos defasados do novo patamar de juros reais, o choque muito positivo de termos de troca e a recuperação da economia global parecem vetores suficientes para compensar, ainda que parcialmente, o impacto contracionista gerado pelo fim do auxílio emergencial.

Uma retomada ainda mais forte é possível se equacionarmos de forma rápida e eficiente, o que ainda está longe de ser claro, a operação logística em torno da vacinação.

No campo político, as notícias também são interessantes. Depois da eleição municipal de 2016 com o *impeachment* ainda fresco na memória da sociedade, esperava-se para 2020 uma retomada de território pela esquerda, ainda que pequena. Contudo, mesmo com um governo federal de direita enfrentando diversas dificuldades, o encolhimento e a divisão de forças da esquerda se aprofundaram.

Também houve divisão nos campos do centro e da direita, com dois grupos claros e opositores. O grupo de centro é liderado por Rodrigo Maia e busca fazer articulações políticas à direita e à esquerda. O Presidente da República, por sua vez, comanda a direita conservadora e boa parte do bloco político associado ao antigo *Centrão*.

Essa disputa provavelmente será levada à próxima eleição. No último mês, uma reunião entre dois possíveis candidatos desse grupo de centro parece ter iniciado o processo eleitoral de 2022.

Talvez antecipando os ventos da reforma política que deverá reduzir em mais da metade os partidos políticos nos próximos anos, o Brasil parece caminhar para uma divisão em três grandes grupos políticos.

Mais ao centro, o grupo de Rodrigo Maia - que procura um candidato - disputa território com Bolsonaro, ao mesmo tempo em que flerta com a centro-esquerda. O *Centrão* tradicional pode se dividir ou se acomodar em algum dos lados. Essa é uma decisão que historicamente acontece às vésperas da eleição, a depender da popularidade do Presidente.

Na esquerda, PT, PSOL, PSB e PDT disputam a liderança. A tentativa de consolidação é possível, como observamos de forma tímida em São Paulo, mas o cenário base ainda é de disputa de espaço, como vimos em algumas capitais nessas eleições.

Em resumo, uma menor quantidade de partidos e um resultado das eleições municipais que beneficiou bons gestores e políticos menos heterodoxos trazem ventos potencialmente menos negativos para 2022.

A dificuldade de curto prazo parece ser implementar uma agenda reformista frente a essa disputa política em formação. Com a eleição da Câmara batendo à porta, parece improvável que o Congresso queira avançar, por exemplo, na agenda de reforma dos gastos obrigatórios, o que poderia inclusive aumentar o espaço para a implementação de programas mais robustos de transferência de renda.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital