

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de -2,17% e -0,66% no mês e 5,23% e 1,87% no ano, respectivamente.

As perdas em março foram concentradas em posições de valor relativo em ações brasileiras e proteções em moedas emergentes.

Março repetiu o padrão observado em outros meses do ano - uma volatilidade excessiva em alguns ativos específicos, ainda que sem importantes mudanças de fundamento. Em janeiro, houve o *short squeeze* associado ao fenômeno *Gamestop*. Em fevereiro, a queda das ações de tecnologia. Já em março, o protagonista das fortes oscilações foi o petróleo. Também chamou a atenção o *debacle* de ações de empresas asiáticas do setor de tecnologia, que teve como pano de fundo bolsões de excesso de alavancagem no sistema.

Em linha com o que discutimos em cartas anteriores, acreditamos que esse novo regime de volatilidade tende a ser a norma, não a exceção. A volatilidade do mercado é o que separa a alocação necessária da possível. Para fugir do imposto implícito nas novas políticas econômicas, enfrentar os soluços do mercado é a única alternativa, até porque persiste a dificuldade de encontrar *hedges* assimétricos.

Em relação ao cenário externo, tendo como pano de fundo o *policy mix* possivelmente mais estimulativo do pós-guerra, a recuperação americana começa a trocar de marcha. O aprofundamento da vacinação e os programas em curso de transferência de renda para as famílias tendem a acentuar o processo de excepcionalismo americano. Ainda que os efeitos sejam positivos para o crescimento, alguns efeitos colaterais nos preocupam.

Além do debate corrente do mercado sobre os riscos inflacionários, temos nos questionado sobre o impacto desse novo regime de política econômica sobre alguns países emergentes, em especial aqueles que estão sem um modelo de crescimento sustentável e com importantes restrições, seja de ordem fiscal ou externa.

De qualquer forma, a posição internacional do fundo sofreu poucas alterações, ainda com foco em ativos escassos e finitos. *Commodities* são a principal tradução desse cenário discutido ao longo dos últimos meses.

Com expectativas positivas tanto na oferta quanto na demanda, a posição de petróleo, seguida pelo ouro, continua como a principal alocação de risco do portfólio.

Em menor tamanho, uma cesta de ações globais, outras *commodities* e proteções em moedas emergentes complementam a carteira.

* * *

Choques idiossincráticos à parte, especialmente em países como a Turquia ou Brasil, os mercados emergentes têm navegado relativamente bem a travessia para um mundo de crescimento mais forte e taxas de juros de mercado mais altas. Temos nos perguntado, de forma cada vez mais frequente, se esse movimento é sustentável.

No caso dos países emergentes exportadores de *commodities*, entendemos que o choque importante de termos de troca dos últimos trimestres sugeriria alguma apreciação das moedas, replicando de certa forma o momento positivo que vivemos na primeira metade desse século.

A tentação de buscar paralelos com ciclos anteriores é inerente à nossa profissão, mas entendemos que não podemos subestimar as importantes diferenças entre os dois casos. No começo do século, vários países emergentes ainda respiravam as reformas liberais do Consenso de Washington dos anos 90. Os ciclos de crédito ainda eram muito pouco maduros, havia uma dose razoável de estabilidade política e o *boom* da China desencadeou um dos ciclos de investimento mais robustos da história contemporânea desses países.

Quase vinte anos após o início daquele ciclo, é justo afirmar que a China está na transição para um modelo menos intensivo em investimento, especialmente em infraestrutura e construção residencial. Isto, por si só, limita os efeitos multiplicadores.

No caso do Brasil, expoente do ciclo anterior, há vários ventos contrários – já passamos pelo melhor momento do bônus demográfico, as famílias e o setor público estão bem mais alavancados e estamos muito distantes da função de produção global do futuro.

Apesar das reformas feitas desde o Governo Temer, não temos avançado na agenda de aumento da produtividade, temos uma política ambiental desastrosa e continuamos sendo uma fábrica de subsídios, sustentando distorções e ineficiências. O Brasil parece firme no propósito de deixar de ser o país do futuro para ser o país do passado.

Salles (2021) coloca de forma precisa alguns desses pontos – “A despeito da retórica nacional populista, o Brasil é pouca coisa. Não é potência econômica, nem científica, nem tecnológica, nem geopolítica. Longe disso. Quinhentos anos depois da chegada dos portugueses ao litoral baiano, não

temos muito o que mostrar ao mundo. O cenário à frente também não é promissor. Num século que se organiza não mais em torna de coisas, mas de conhecimento, nossas perspectivas parecem medíocres”¹.

Também nos perguntamos em que medida até setores bastante competitivos, como o *agrobusiness* e petróleo, podem ser eventualmente *disruptados* por processos tecnológicos ou afetados pelo aumento da fronteira agrícola em outros países. Salles (2021) também admite essa inquietação: “Produzimos alimentos, o que é importante. Ocorre que a soja do Centro-Oeste brasileiro é idêntica à soja cultivada no continente africano ou na Sibéria. Se o Brasil soube fazer a sua revolução agrícola, outros países podem fazer a deles, como prenunciam as mudanças climáticas e as transformações tecnológicas em curso. Resta saber se a concorrência mais forte virá das novas fronteiras do plantio ou dos laboratórios”².

A longa estagnação da economia brasileira e o avanço dos processos de automação e digitalização mundo afora também nos inquietam. Afinal, não podemos descartar a tese de alguma *histerese* no mercado de trabalho, o que significa que milhões de pessoas podem permanecer desempregadas, com implicações sociais e fiscais.

Ainda que divagar sobre o futuro possa parecer irrelevante em um país com tamanha instabilidade política, acreditamos que os efeitos na construção de *portfólio* e na política são relevantes.

Em outros emergentes, observamos problemas que também não devem ser subestimados e são agravados pela lenta vacinação ou pela piora da pandemia - o governo mexicano

¹ SALLES, João Moreira. Arrabalde Parte VI_ O Que Queremos?. Piauí, São Paulo, n. 175, p. 28, abr. 2021

² *Ibid.*, p. 28

tem alterado as regras do setor energético e apresenta uma reforma da previdência às avessas; Erdogan demitiu, mais uma vez, o presidente do banco central turco; a África do Sul tem que lidar com um desemprego estrutural extremamente elevado e com a dificuldade de avançar a agenda de reformas, apesar de ter um governo competente.

Será apenas coincidência? Países emergentes historicamente têm a dificuldade de tomar decisões difíceis e impopulares, sem que a pressão dos mercados as imponha. A falta de um modelo claro de crescimento, um nível de endividamento mais alto, taxas de juros historicamente baixas e atrasos no processo de vacinação se somam ao problema.

Ainda que a resposta política seja ortodoxa, como vimos na fase final do governo Macri, a sociedade precisa enxergar uma perspectiva de crescimento de renda e melhora de bem-estar. Do contrário, arranjos ortodoxos não são necessariamente sustentáveis politicamente.

* * *

Entrando mais a fundo no caso brasileiro, alguns pontos continuam nos preocupando no lado da economia política. A fadiga com a austeridade é cada vez mais evidente, o que é consistente com alguns resultados da literatura de política fiscal.

Essa discussão recente do orçamento foi sintomática. À custa de exercícios de contabilidade criativa e de danos à credibilidade da política fiscal, os parlamentares tentam extrair o máximo de um orçamento já bastante enxuto e devem conseguir, se tanto, 0,3% do PIB adicionais com emendas discricionárias.

O ajuste real de quase 50% nas despesas discricionárias desde 2014 mostra que podemos estar no limite do ajuste e,

portanto, o teto de gastos como âncora da política fiscal não seria sustentável. Sem uma reforma profunda nos gastos obrigatórios ou um aumento da carga tributária, ambos eventos de probabilidade desprezível nesse governo, é difícil ter confiança que o atual arranjo é suficiente para termos uma trajetória fiscal benigna.

Ademais, ainda que se argumente que o teto de gastos pode ganhar uma sobrevida em 2022 por distorções na inflação, temos que ter em mente as enormes pressões fiscais que surgirão, ainda mais em um ano eleitoral - o fundo de estabilização dos combustíveis, o imposto do gás de cozinha, o fim da CSLL temporária, demandas por reajuste salarial de parte do funcionalismo público, o novo Renda Brasil e as obras de infraestrutura dos assim chamados ministros “fura-teto”.

* * *

Tendo como pano de fundo a aproximação do quadro eleitoral, não conseguimos, portanto, atribuir probabilidades relevantes a nenhum cenário para 2022 ou 2023 no Brasil. Ou seja, nesse caso a incerteza é dominante. Na linguagem mais acadêmica, temos um processo de incerteza *knightiana*.

Entendemos que, apesar da distância para o evento eleitoral em si, o Brasil já está respirando o processo eleitoral. Assim que a vacinação avançar, provavelmente vamos sair da crise do COVID diretamente para manifestações de rua e discussões eleitorais.

Ou seja, por mais que a crise sanitária melhore, existe uma enorme incerteza política contratada para 2022. Os agentes econômicos usarão a janela positiva para investir mais ou se proteger? Na próxima eleição vamos discutir a necessidade de ajuste, como em 2018, ou o tamanho dos programas de transferência de renda?

Vale recorreremos, mais uma vez, ao que nos revelam os agregados monetários - nos últimos 15 anos, a razão M4/PIB saiu de 60% para 113%, algo próximo a 8 trilhões de reais.

O fundo não possui mais exposição à inflação implícita. A posição de Petrobras agora está *hedgeada* em por uma posição vendida em grandes bancos e uma pequena venda no real.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital