

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de 1,52% e 0,60% no mês e 6,82% e 2,48% no ano, respectivamente.

No mês, os resultados positivos em *commodities* e ações foram parcialmente compensados pelas perdas em moedas.

A principal alteração recente de posicionamento do fundo foi em Brasil. No final de 2019, quando o governo desistiu de avançar com a reforma administrativa e os preços dos ativos já descontavam uma melhora importante do cenário, reavaliamos a nossa visão otimista e passamos a trabalhar com uma posição liquidamente vendida ou neutra em Brasil. Mais recentemente, em 2020 e no ano corrente, a posição *core* em Petrobras tem sido permanentemente *hedgeada*, seja com venda na moeda, posições tomadas em juros, compra de inflação implícita ou, nos últimos meses, com uma posição vendidas nos bancos.

Depois de quase dois anos, o fundo está mais exposto ao risco Brasil e com *hedges* reduzidos, em que pese a incerteza eleitoral, a demanda por mais gastos e os questionamentos em torno do nosso modelo de crescimento de longo prazo, temas discutidos na última carta. Entendemos que existe uma relação risco e retorno positiva em alguns desdobramentos que, frente ao que acreditamos ser um posicionamento técnico favorável, podem ser relevantes.

---

<sup>1</sup> ARAOS, Rafael. Effectiveness of the inactivated CoronaVac vaccine against SARSCoV-2 in Chile. Apresentação do Ministerio de la Salud, Chile. 16 abr. 2021

Em primeiro lugar, temos nos debruçado sobre alguns dos grandes picos globais da pandemia, como aqueles observados na África do Sul, Inglaterra e nos EUA. Ainda que as medidas de restrição de mobilidade e o efeito das vacinações dificultem a busca de um fator comum, as curvas desses países sugerem que a imunidade pela infecção, ainda que não duradoura, joga um papel na queda da taxa de reprodução do vírus. No caso do Brasil, o forte contágio observado nos últimos meses pode ser um fator atenuante na reprodução do vírus no curto prazo.

No lado da vacinação, vale lembrar que temos tido duas vacinas predominantes dentro do programa nacional de imunização. A Coronavac, que respondeu por mais de 80% das doses distribuídas até março, e a AstraZeneca, que em abril foi responsável por cerca de 75% das doses.

Algumas pesquisas e estudos recentes sugerem que a Coronavac é eficaz em 2 semanas após a segunda dose, principalmente em reduzir quadros severos<sup>1</sup>. A AstraZeneca, por sua vez, seria bastante eficaz já algumas semanas após a primeira dose. Em particular, um estudo da Universidade de Oxford em parceria com o governo inglês, com uma amostra de 370 mil adultos, encontrou que a Pfizer e a AstraZeneca seriam igualmente eficazes em reduzir a infecção por Sars-Cov2, considerando um prazo de 3 semanas após a primeira dose.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> PRITCHARD, Emma et. al. Impact of vaccination on SARS-CoV-2 cases in the community: a population-based study using the UK's COVID-19 Infection Survey. Preprint em medRxiv. 22 abr. 2021

Por uma coincidência temporal, boa parte da imunidade resultante das milhões de doses de Coronavac coincidirá com a imunidade conferida pela primeira dose de AstraZeneca.

Em paralelo, na última pesquisa sorológica SoroEpi referente ao município de São Paulo e efetuada entre 14 e 23 de janeiro, 29,9% da população adulta de SP já possuíam anticorpos contra o SARS-CoV-2. Apesar das incertezas em torno das variantes, é possível que esse número tenha aumentado frente à gravidade da última onda de contaminação.

De toda forma, os efeitos simultâneos dos processos de aceleração da imunidade, tanto por infecção quanto pela vacinação, devem gerar ao longo dos próximos meses uma queda importante das internações e óbitos.

O alívio do quadro sanitário, apesar do drama humanitário que ainda estamos vivendo, pode trazer também um ambiente político menos conturbado. As pressões para prorrogação do auxílio emergencial devem ser reduzidas e o teto de gastos provavelmente vai sobreviver um pouco mais, ainda que repleto de remendos. O avanço parcial da agenda de reformas e de algumas privatizações também são eventos com probabilidade crescente.

No que tange ao quadro eleitoral, ainda que a incerteza *knightiana* se mantenha, parece improvável que tenhamos novidades no curto prazo. Com um quadro de rejeição alta dos dois principais candidatos, dificilmente observaremos oscilações para cima relevantes nas suas expectativas de voto. Por outro lado, qualquer surpresa

que reduza a expectativa de um segundo turno entre o atual Presidente e o candidato do PT, abre automaticamente espaço para uma terceira via, o que teria efeitos positivos no mercado.

Por último, ainda nos questionamos qual será o resultado desse novo equilíbrio macroeconômico de câmbio persistentemente desvalorizado e juro real mais baixo. Não podemos descartar que, alavancado por um ciclo extraordinariamente positivo de *commodities*, o crescimento econômico acabe superando positivamente as expectativas. A resiliência da atividade econômica à onda recente de contaminação do vírus, evidente também em resultados muito positivos na arrecadação federal e nas exportações, são possíveis sinalizações dessa tendência.

Ainda que a nossa convicção nesses pontos não seja elevada e as dúvidas se sobreponham às certezas, temos dificuldade de antecipar quais seriam as surpresas negativas. Frente ao que entendemos ser uma assimetria positiva, temos nos posicionado na compra da moeda brasileira, ainda bastante desalinhada do enorme choque positivo de termos de troca, e aumentamos a nossa alocação direcional comprada em bolsa.

\* \* \*

No lado internacional, mantemos a nossa exposição focada em *commodities* – petróleo, ouro, cobre e urânio. A exposição em ações internacionais, por sua vez, foi significativamente reduzida.

No campo macro, o debate em relação ao efeito das mudanças importantes na política econômica nos EUA se mostra cada vez mais intrigante e interessante. Os evidentes desalinhamentos entre a oferta e demanda, acentuados pelos estímulos recentes, resultarão em uma alta importante da inflação nos próximos meses. Enquanto o FED reforça a sua visão de transitoriedade das pressões inflacionárias, parte do mercado tem uma visão mais inflacionista. Do nosso lado, vemos bons argumentos nos dois lados do debate, mas entendemos ter um portfólio bastante robusto a uma eventual alta mais persistente da inflação ao consumidor.

De qualquer forma, o debate sobre a eventual persistência da alta de preços deve ser analisado em uma perspectiva mais ampla. As distorções associadas ao COVID, tanto no lado da disrupção das cadeias produtivas quanto da demanda represada por serviços, não devem ser necessariamente extrapoladas para além de 2021 e 2022. No entanto, a perenidade do uso da política fiscal como uma alavanca expansionista e uma eventual perda relativa de independência do banco central são, provavelmente, os fatores mais importantes para entender se teremos uma mudança de regime na inflação.

Dando um passo atrás, lembramos que esses temas passaram seguidamente por esse fórum. No lado fiscal, discutimos algumas semelhanças com as décadas de 60 e 70. Em particular, as propostas de políticas sociais e redistributivas do governo Biden guardam semelhanças com a "Grande Sociedade" do governo Lyndon Johnson.

Em relação aos problemas inflacionários do lado da oferta, questionávamos na carta de março de 2020 o forte consenso em torno de um processo deflacionário global:

*"Em recente discurso, Boris Johnson chamou seu mandato de um "governo de guerra", dada a necessidade de implementar medidas "sem precedentes desde a Segunda Guerra". Em uma delas, o Estado britânico decidiu bancar a maior parte dos salários dos desempregados, assim como ocorre em grande parte do mundo. Em 1940, John Maynard Keynes escreveu "How to Pay for the War", que se tornaria uma das melhores discussões sobre finanças em tempos de guerra. Keynes discutia: o esforço de guerra e o déficit fiscal permitiram à população que, em meio ao conflito, vivesse em pleno emprego, com elevada renda disponível. Como a produção nacional era predominantemente destinada a armamentos, havia uma restrição natural da oferta dos demais produtos. A forte demanda sem contrapartida de oferta tornaria necessário algumas soluções/sugestões, como por exemplo, um imposto de renda de até 97%. Assim você poderia financiar a dívida e evitar uma corrida por itens escassos. Trazendo a discussão para nossa guerra atual, caso o objetivo seja atingido e a expansão fiscal sustente a demanda agregada, será que um choque de oferta – seja de logística, produção, capital de giro etc. - pode desarrumar o maior de todos os consensos, que a crise é deflacionária? "*

\* \* \*

O FED tem insistido na tese de transitoriedade das pressões inflacionárias advindas dos gargalos de oferta, tese por nós compartilhada. A aceleração da reabertura também deverá ter efeitos relevantes na inflação, causando mais um choque de preços relativos entre serviços e bens.

***“We think of bottlenecks as things that, in their nature, will be resolved as workers and businesses adapt and we think of them as not calling for a change in monetary policy since they're temporary and expected to resolve themselves” Powell (2021)***

Nossa grande indagação é se estamos vivendo ou não uma mudança tectônica de regime fiscal. As dúvidas em torno da viabilidade política dos planos de gastos com infraestrutura e políticas sociais lançados pelo Governo Biden e o aparente favoritismo dos republicanos nas eleições de 2022 são questões importantes ainda em aberto.

De toda forma, a nossa convicção se mantém mais forte nas *commodities*. São nelas que a oferta está deprimida por vários anos de subinvestimento; e são elas que serão necessárias para novos projetos, sejam eles de infraestrutura tradicional, eletrificação ou ampliação de novas matrizes de energia. E, além disso, são as *commodities* que podem acentuar temores em torno do processo inflacionário.

Permanecemos à disposição.

**Vista Capital**