

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de 10,21% e 3,48% no mês e 17,73% e 6,05% no ano, respectivamente.

No mês, os resultados positivos foram focados em commodities, ações e no real

Na última carta, destacamos que o fundo estava mais exposto ao risco Brasil e com *hedges* reduzidos. Frente ao que entendíamos ser uma assimetria positiva de médio prazo, nos posicionamos na moeda brasileira e aumentamos a nossa alocação direcional em bolsa.

Destacamos, naquele momento, que um ciclo de *commodities* extremamente positivo, condições financeiras acomodáticas e a continuidade do processo de vacinação poderiam produzir um crescimento econômico acima das expectativas. As surpresas na arrecadação federal pareciam pistas nessa direção.

Nas últimas semanas, o consenso de mercado se moveu nessa direção. Com a divulgação do PIB do primeiro trimestre, não é possível descartar um crescimento de até 6% em 2021. As implicações positivas do *boom* de *commodities* sobre as contas externas e, especialmente, sobre o nosso quadro fiscal tornam-se mais evidentes. Com o deflator do PIB crescendo a mais de dois dígitos e juros reais *ex-post* negativos, a aritmética em torno da trajetória do endividamento público fica muito mais favorável.

De alguma forma, estamos vendo como a inflação mais alta pode azeitar, ainda que temporariamente, as engrenagens da máquina fiscal.

A forte recuperação do investimento também nos chama atenção. Ainda que a formação bruta de capital fixo nas contas nacionais esteja 8% abaixo dos picos de 2014 e a importação contábil de plataformas de petróleo exagere a força do número, o crescimento em relação ao mesmo trimestre do ano anterior é de 17%. Há evidências de que o agronegócio e os avanços da digitalização das empresas explicam uma parte importante do *boom* de investimentos que vivenciamos há alguns trimestres. Como referência e já usando os números disponíveis de abril, a produção de bens de capital para uso agrícola cresce mais de 60% no acumulado do ano em relação ao mesmo período de 2020.

Apesar do momento cíclico positivo, nossos questionamentos sobre os problemas estruturais da economia brasileira permanecem. Mesmo que o PIB cresça 6% em 2021, o nosso crescimento médio terá sido de 0,5% nos últimos dez anos e dificilmente teremos um crescimento médio muito superior a 1,5% ao longo dos quatro anos desse governo. Ou seja, nosso crescimento potencial é baixo e não enxergamos que as reformas recentes têm o combustível suficiente para mudar esse quadro.

Avanços recentes como a privatização da CEDAE, que só foi possível com o novo marco do saneamento, devem ser celebrados. No entanto, somos céticos

que teremos ganhos de produtividade relevantes sem mudanças profundas no sistema tributário e sem uma política de abertura comercial mais agressiva. O debate sobre a qualidade do nosso capital humano, os potenciais efeitos do desemprego persistente sobre uma parte da força de trabalho, o fim do nosso bônus demográfico e o nosso distanciamento da função de produção global são um capítulo à parte.

A recente preocupação com o cenário hidrológico – o período úmido do ano corrente foi o pior da série histórica de 90 anos – é sintomática sobre as nossas restrições do lado da oferta. O PIB está 3% abaixo dos picos de 2014 e há uma relativa estabilidade do consumo de energia ao longo dessa prolongada estagnação. Merece destaque tamanha fragilidade nesse estágio do ciclo econômico.

A nossa avaliação, por enquanto, é que a disponibilidade das térmicas e a maior participação de fontes alternativas no parque elétrico são importantes mitigadores do risco e que o cenário central é de mais custos para o consumidor e uma menor probabilidade de racionamento em relação a outros ciclos. A persistência da seca e novas revisões positivas de crescimento podem mudar esse quadro.

No campo inflacionário, a apreciação cambial recente é bem-vinda e ajuda a mitigar parte dos riscos associados ao repasse para bens comercializáveis. No entanto, com o avanço da reabertura de várias atividades produtivas, estaremos alertas à potencial

recomposição de margens de setores que sofreram fortes pressões de custos ao produtor e a uma possível pressão inflacionária em alguns serviços. Dizendo de outra forma, somos céticos que o Banco Central terá uma tarefa fácil na convergência da inflação para o centro da meta. A crise hidrológica tem o potencial de complicar ainda mais esse quadro, inclusive pelo impacto da restrição de água sobre lavouras irrigadas, o que nos sugere que o Banco Central pode mirar uma desinflação mais gradual.

Em resumo, nosso otimismo de curto prazo com os ativos brasileiros se mostra em parte no preço e as preocupações de longo prazo se mantêm. Ajustamos o tamanho da posição de acordo.

* * *

No lado internacional, que responde pela maior parcela da nossa alocação de risco, continuamos com a nossa exposição focada em *commodities* – petróleo, ouro e urânio. A exposição em ações internacionais e moedas, por sua vez, segue relativamente baixa.

No campo macro, o debate em torno da transitoriedade das pressões inflacionárias nos Estados Unidos continua sendo um tema central e que não será concluído nos próximos meses. Os evidentes desequilíbrios setoriais entre oferta e demanda não serão equacionados no curto prazo, bem como não saberemos tão cedo como as famílias distribuirão o seu substancial excesso de poupança.

O ciclo de crédito na China tem merecido um espaço crescente no nosso mapeamento de riscos. Os impactos do *boom* global sobre as exportações chinesas reforçam o mantra central de *policy* por lá – é hora de minimizar os riscos à estabilidade financeira, o que passa por pilotar uma desaceleração de crédito, historicamente associada a um arrefecimento do mercado imobiliário e do investimento em infraestrutura. Os impactos desse cenário sobre o minério de ferro e o aço, portanto, estão no nosso radar.

De toda forma, a nossa principal alocação de risco segue nas *commodities*, em especial no petróleo. A queda sucessiva dos estoques (ver gráfico abaixo), os sinais recorrentes de disciplina do lado da oferta e a reabertura acelerada das economias desenvolvidas são consistentes com a nossa tese de longo prazo e só reforçam a nossa convicção. Ademais, são as *commodities*, em especial o petróleo, que podem alimentar as tensões em torno do processo inflacionário.

Na próxima carta, entraremos em maiores detalhes sobre a tese de petróleo, dada a importância dos próximos meses para a posição.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital

