

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de -7,09% e -2,24% no mês e 16,8% e 6,2% no ano, respectivamente.

Julho foi um mês especialmente desafiador. A piora sequencial dos ativos ligados ao tema reflexão global trouxe perdas, especialmente na estratégia de *commodities*.

Nosso processo de investimento consiste em posições de longo prazo razoavelmente concentradas, sobrepostas por uma busca incessante por proteções. No caso específico de julho, os nossos *hedges* não mitigaram as perdas das estratégias centrais da carteira. Apesar dos bons resultados em posições tomadas em juros locais, os *hedges* na compra de dólar contra emergentes e short ETF de crédito *high yield* adicionaram perdas.

Desde 2020, temos discutido a dificuldade de tais *hedges* para o portfólio nesse ambiente econômico onde a inflação preocupa os agentes e há alguma repressão financeira, o que dificulta o uso eficiente de *bonds* como *hedge*. Não à toa temos observado episódios recorrentes de volatilidade excessiva em alguns ativos específicos, ainda que sem importantes mudanças de fundamento.

\* \* \*

---

1 VESPERONI, Esteban et al. Future of Work: Measurement and Policy Challenges. IMF. 2018.

Em *paper* de 2018, o FMI descrevia a automação como um fator fundamental na destruição de empregos, principalmente de baixa qualificação:

*“Recent analysis by the McKinsey Global Institute suggests that 15 percent of global jobs could be displaced by automation by 2030, with larger potential impacts in advanced economies. Another analysis by Hawksworth, Berriman and Goel (2018) estimates that automation can potentially replace more than 30 percent of jobs in most OECD countries by 2030”.*<sup>1</sup>

Passados três anos, discute-se a escassez de mão de obra nos EUA como a principal restrição para o crescimento de setores intensivos em trabalho sendo, portanto, um combustível potencial para a inflação. Da mesma forma que entendíamos que a automação seria um processo gradual, não entendemos que as atuais restrições de oferta de trabalho devem ser entendidas como um fenômeno persistente.

Dito de outra forma, não acreditamos em um processo inflacionário perene nos países desenvolvidos. A atual escassez de carros, semicondutores e mão de obra deve se normalizar, em um mundo cada vez intensivo em tecnologia. A nossa maior preocupação inflacionária se mantém nos ativos finitos, como as *commodities*, onde concentramos a nossa exposição.

A exposição de ouro, que se mostra até o momento ineficiente, tinha como um dos objetivos ter uma parte do portfólio alocada na direção contrária ao consenso de juros mais altos nos EUA. Mesmo com quedas importantes na curva de juro real, o ouro acumula perdas. Na busca de entender o motivo de tal dinâmica, é possível que o consenso que atribui os juros mais baixos a fatores transitórios tenha um papel importante. O fim de alguns gargalos de produção e alguma perda de vigor na recuperação econômica no segundo semestre têm o potencial de mudar essa percepção.

No lado das estratégias de petróleo, o resultado do mês também foi abaixo das nossas expectativas. Recentemente trocamos parte da posição na *commodity* em si pelas ações de empresas produtoras de diversas geografias. Apesar de acreditarmos em níveis mais altos de preço, nossa maior convicção é que o piso do petróleo é mais alto que o esperado pelo mercado.

Com o petróleo curto negociando perto de 15% acima do vencimento 12 meses à frente, fica claro que o mercado discorda frontalmente da nossa premissa. Desta forma, ao trocarmos a exposição em petróleo curto para as ações de produtoras e para o petróleo mais longo, estamos expostos a esse “carrego” mais a variação do ativo. No caso das empresas, a devolução de caixa ao acionista traz um componente extra.

Fica claro, após o mês de julho, que a troca foi precipitada. Não sabemos se a correlação com os *trades* globais de reflexão ou o desânimo com o setor preponderaram sobre o ativo produtor, mas o fato é que o setor se comportou de forma bem diferente da *commodity*. O petróleo subiu ligeiramente no mês, enquanto o principal ETF de *shale oil* caiu 14,3%.

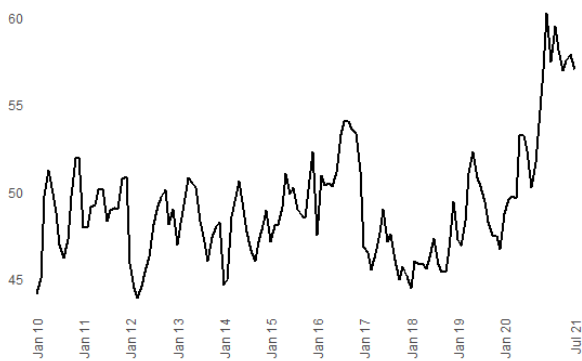
Como dito anteriormente, entraremos mais a fundo nas próximas cartas sobre as nossas estratégias em torno da tese de petróleo.

\* \* \*

No Brasil, ainda que a eleição pareça distante, o Palácio do Planalto já está em clima eleitoral. O casamento com o Centrão e as afrontas autoritárias sobre o processo eleitoral fazem parte da dança política. A expectativa de recuperação da popularidade com o avanço da vacinação, caso frustrada, poderá trazer mais arroubos populistas.

Acreditamos também, ao contrário do consenso, que o crescimento do PIB não é necessariamente a melhor métrica para antecipar os ciclos de popularidade presidencial. Indicadores de renda real e bem-estar social podem ser melhores termômetros de como os presidentes são percebidos pela sociedade, ainda mais em um país de renda média e com tantas disparidades como o Brasil. Sob essa ótica, esse gráfico abaixo nos chama atenção.

Cesta Básica como Porcentagem do Salário Mínimo no Brasil



Fonte: IBGE/SIDRA, DIEESE e Vista Capital

Os ruídos recentes em torno dos precatórios e de como acomodar um novo programa de transferência de renda traduzem, na nossa avaliação, a contradição entre o teto de gastos e o ciclo eleitoral. O fim do programa de auxílio emergencial e um novo Bolsa Família um pouco mais encorpado não combinam com as necessidades de subsistência da população mais pobre e, portanto, não parecem consistentes com o ano eleitoral que se avizinha.

De qualquer forma, a insegurança alimentar de parte da população será um ponto central do processo eleitoral. Acompanharemos com atenção os desdobramentos nessa frente, mantendo um viés para mais gastos, com consequências diretas sobre os preços dos ativos.

\* \* \*

Um adendo, com implicações tanto para Brasil quanto para a economia global, são alguns eventos recentes da China. O frenesi regulatório em curso, além dos impactos óbvios sobre as ações dos setores envolvidos, terá implicações potencialmente

importantes sobre as perspectivas de longo prazo de crescimento da China, o que foge do escopo dessa carta.

No entanto, a piora contínua nos *bonds* da Evergrande, a principal incorporadora chinesa, tem nos chamado atenção, em um contexto onde as expectativas de *policy easing* para o setor de *real estate* tem sido consistentemente desapontadas e onde a garantia implícita do governo central para *bailout* empresas endividadadas está em cheque.

O governo chinês está claramente priorizando os desafios demográficos de um país que está envelhecendo antes de ficar rico. O peso das hipotecas e dos altos preços de imóveis são percebidos com obstáculos centrais para a formação de famílias. Além disso, o governo entende que o setor de *properties* absorve muito do crescimento do crédito e contribui para enfraquecer o consumo.

Os problemas da Evergrande não são uma exceção, uma vez que várias incorporadoras têm tido dificuldades de manter um fluxo de caixa positivo nas suas operações, após um ciclo agressivo de alavancagem nos últimos anos.

Mesmo que o Estado na China assista de alguma forma a Evergrande na reestruturação da sua dívida, evitando maiores riscos sistêmicos, a atividade de construção será explicitamente desfavorecida na alocação de capital delineada pelos “planejadores centrais” do governo chinês. Ou seja, o sinal implícito

no inédito risco creditício da empresa mais endividada da China tem um peso importante no cenário. De qualquer forma, se ficar claro que governo chinês será indiferente aos credores da Evergrande - *bail-in* e não *bailout* - as repercussões sistêmicas serão potencialmente expressivas.

Acreditamos, portanto, que os efeitos do novo arcabouço em torno do setor de *properties* serão muito importantes para as *commodities* mais sensíveis aos ciclos de investimento da China, em especial para o minério de ferro.

Permanecemos à disposição.

**Vista Capital**

## Vista Hedge FIC FIM

Ano	Doméstico			Internacional				Caixa	Custos	Rent. Líquida	CDI
	Renda Fixa	Renda Variável	Moedas	Renda Fixa	Renda Variável	Moedas	Commodities				
2018	0,7%	7,6%	0,9%	-0,1%	0,3%	-0,7%	0,1%	3,8%	-2,9%	<b>9,6%</b>	4,1%
2019	0,0%	10,1%	-0,1%	-0,7%	-2,0%	-1,4%	1,0%	4,3%	-2,5%	<b>8,6%</b>	6,0%
2020	1,1%	3,0%	2,6%	-1,0%	4,7%	1,0%	1,8%	2,1%	-4,5%	<b>10,7%</b>	2,8%
2021	1,9%	1,9%	-1,3%	0,4%	2,3%	-0,5%	1,6%	1,2%	-1,3%	<b>6,2%</b>	1,6%
jan	0,0%	0,5%	-1,0%	0,1%	-0,2%	0,0%	-0,7%	0,1%	-0,2%	<b>-1,3%</b>	0,1%
fev	1,2%	-0,3%	0,2%	0,4%	1,2%	0,4%	1,6%	0,0%	-0,8%	<b>3,9%</b>	0,1%
mar	0,3%	-1,3%	0,1%	-0,1%	0,1%	-0,7%	0,1%	0,3%	0,7%	<b>-0,7%</b>	0,2%
abr	0,3%	0,3%	-0,9%	-0,1%	0,4%	-0,1%	0,7%	0,0%	-0,1%	<b>0,6%</b>	0,2%
mai	0,0%	1,3%	0,3%	-0,1%	0,5%	-0,1%	2,2%	0,2%	-0,9%	<b>3,5%</b>	0,3%
jun	-0,2%	1,8%	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,0%	0,2%	-0,3%	<b>2,4%</b>	0,3%
jul	0,2%	-0,4%	-0,2%	-0,2%	0,1%	-0,1%	-2,2%	0,3%	0,3%	<b>-2,2%</b>	0,4%

## Vista Multiestratégia FIC FIM

Ano	Doméstico			Internacional				Caixa	Custos	Rent. Líquida	CDI
	Renda Fixa	Renda Variável	Moedas	Renda Fixa	Renda Variável	Moedas	Commodities				
2015	-0,8%	6,7%	16,4%	0,0%	1,5%	2,9%	0,3%	16,8%	-8,1%	<b>35,7%</b>	12,2%
2016	4,0%	27,8%	-3,0%	1,9%	1,5%	4,0%	0,3%	14,1%	-9,4%	<b>41,3%</b>	14,0%
2017	2,6%	-1,9%	-3,7%	1,4%	6,9%	-1,8%	0,0%	5,2%	-3,1%	<b>5,6%</b>	10,0%
2018	1,3%	37,0%	2,8%	0,3%	4,8%	-2,4%	0,3%	4,3%	-10,0%	<b>38,4%</b>	6,4%
2019	-0,5%	25,9%	0,7%	-2,0%	-6,6%	-3,8%	2,5%	2,4%	-5,7%	<b>12,8%</b>	6,0%
2020	3,3%	9,1%	7,9%	-3,0%	14,2%	2,9%	5,3%	0,9%	-10,4%	<b>30,2%</b>	2,8%
2021	5,7%	7,6%	-3,9%	1,1%	7,0%	-1,7%	3,1%	1,4%	-3,5%	<b>16,8%</b>	1,6%
jan	0,1%	1,5%	-2,9%	0,3%	-0,5%	0,1%	-2,2%	0,0%	-0,2%	<b>-3,8%</b>	0,1%
fev	3,6%	-1,0%	0,6%	1,3%	3,7%	1,3%	4,7%	0,0%	-2,4%	<b>11,8%</b>	0,1%
mar	0,8%	-3,5%	0,2%	-0,3%	0,1%	-2,1%	-0,1%	0,6%	2,2%	<b>-2,2%</b>	0,2%
abr	1,0%	0,7%	-2,0%	-0,2%	1,2%	-0,5%	1,7%	0,1%	-0,5%	<b>1,5%</b>	0,2%
mai	-0,2%	4,3%	0,6%	-0,2%	1,8%	-0,3%	6,6%	0,1%	-2,4%	<b>10,2%</b>	0,3%
jun	-0,5%	6,4%	0,4%	1,0%	0,5%	0,8%	-0,2%	0,1%	-1,7%	<b>6,7%</b>	0,3%
jul	0,9%	-1,6%	-0,6%	-0,8%	0,1%	-0,6%	-6,1%	0,2%	1,4%	<b>-7,1%</b>	0,4%