

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de -8,69% e -2,63% no mês e 27,12% e 10,17% no ano, respectivamente.

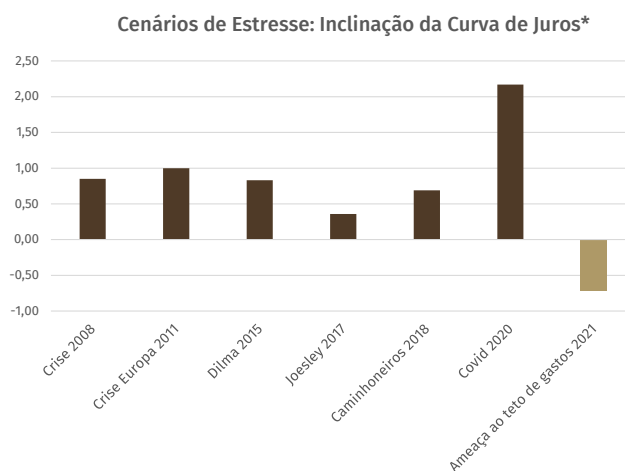
O mês de outubro foi especialmente desafiador para os fundos. Conforme mencionado em comunicações anteriores, a perda de correlação entre os ativos é, normalmente, um risco maior para os fundos do que a piora direcional. Mais ainda, os últimos dois meses mostram a importância e os efeitos dos *hedges* no portfólio.

Em setembro, as proteções focadas no complexo de minério de ferro ajudaram o fundo a alcançar o melhor mês dos seus sete anos de história. No último mês, a proteção na inclinação de curva de juros do Brasil não apenas deixou de proteger o portfólio, como foi a principal detratora de resultado.

Em outubro, o fundo estava estruturado da seguinte forma:

- Proteções em moeda e crédito, com objetivo de isolar choques globais de demanda, cobriam as posições de urânio e petróleo. O resultado não ficou fora do padrão histórico esperado.
- Posição de ações brasileiras, crescente nas últimas semanas e focada em Petrobras, estava protegida por uma inclinação de curva de juros. Entendíamos que os maiores riscos do país estavam no processo eleitoral e na sustentabilidade da dívida de longo prazo. Mais ainda, a sinalização do BCB para ancorar o ritmo de altas em 100 bps jogaria o risco para a

parte longa da curva. As premissas acima, em conjunto, se provaram equivocadas.



*Inclinações históricas dos juros em prazo fixo, correspondentes ao DI Janeiro 2024 e 2027

Em estudos históricos de correlação, sempre buscamos uma série de eventos com as características parecidas com o que desejamos proteger. No caso da curva de juros, o histórico era favorável (ver gráfico acima). No entanto, a ruptura do teto de gastos e o movimento global de achatamento das curvas tiveram um impacto significativo sobre o nosso *hedge*, tanto pela reavaliação na trajetória esperada da política monetária no curto prazo como por questões de natureza mais técnica.

Tendo a primeira defesa da posição falhado em seu objetivo, a próxima etapa do controle de risco é a redução mandatória das posições. Hoje o fundo está limitado à metade do uso do nosso limite de risco.

Os efeitos práticos nas posições são:

i) não possuímos mais empresas produtoras de petróleo em diversas geografias, apenas exposição ao petróleo longo. A posição de urânio foi reduzida e zeramos as exposições em ouro e minério de ferro.

ii) não temos mais posições em moedas, crédito e renda fixa internacional.

iii) em relação ao portfólio de Brasil, poucas alterações na exposição direcional comprada em bolsa. A inclinação de curva, por sua vez, foi reduzida de forma relevante.

* * *

Ao longo dos últimos dois anos, temos descrito o nosso maior ceticismo com o cenário de Brasil. No final de 2019, quando o governo desistiu de avançar com a reforma administrativa, reavaliamos a nossa visão otimista e passamos a trabalhar, na maior parte do tempo, com uma posição vendida ou neutra em Brasil. Os *valuations*, nossa mais fiel bússola, se mostravam alinhados a um país que aprofundaria a retomada econômica com privatizações e reformas, o que não nos parecia condizente com o interesse ou a capacidade do governo.

Nesse longo período, com exceção de Petrobras, utilizamos a maior parte do risco do fundo no exterior, tanto em bolsa internacional quanto em *commodities*, renda fixa e moedas.

Especialmente em 2021, discordávamos da expectativa de reeleição do governo atual frente ao bom crescimento de PIB no ano-calendário. A deterioração do poder de compra das famílias nos parecia um indicador mais fiel das dificuldades políticas que se avizinhavam. Mais ainda, a melhora fiscal decorrente do imposto inflacionário antecederia uma compreensível pressão por mais gastos sociais. Afinal, o Brasil, que possui uma carga tributária regressiva, está enfrentando a inflação, o mais regressivo de todos os impostos. A recuperação em forma de K, fenômeno global e local, acentua ainda mais essa tensão social, descrita na nossa carta de julho:

“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.”

Ainda que a revisão dos subsídios, desonerações setoriais e o excesso de emendas parlamentares devam ser considerados alternativas ao rompimento do teto, o ciclo eleitoral acaba se tornando um importante impeditivo.

Com a piora nos últimos meses dos preços dos ativos locais e do quadro social, entendíamos que, de certa forma, a continuidade de um auxílio emergencial fora do teto estava sendo aos poucos precificada. Com a forte reação dos mercados subsequente à ruptura do teto, subestimamos o efeito do evento.

Está claro que os recentes desdobramentos são ruins para a nossa governança fiscal, mas não nos parecem surpreendentes. O verdadeiro novo arcabouço fiscal será iniciado em 2023 e o *duration* dessa nova arrumação terá apenas efeito passageiro.

Esse foco no futuro deve ficar ainda mais claro com o recesso do Congresso. Os ruídos tendem a diminuir e as políticas do atual governo devem perder relevância. Encerrado esse capítulo sobre o novo programa de transferência de renda e as mudanças no teto de gastos, provavelmente estamos observando as últimas ações relevantes entre o Executivo e o Legislativo até as eleições.

Frente a essas incertezas, por quais motivos voltamos a nos posicionar de forma relevante em ativos brasileiros?

O primeiro e mais importante, o *valuation* de grande parte dos ativos nos parece bastante descontado.

Lembramos, por exemplo, que a Petrobras pode devolver algo próximo de 40% do seu valor aos acionistas em dividendos antes do primeiro turno das eleições. Outras ações embutem prêmios de risco relevantes, ainda que não na mesma magnitude.

A taxa de câmbio segue persistentemente desvalorizada, apesar do ganho de termos de troca ao longo do ano e do aumento do diferencial de juros reais contra os EUA. A curva de juros reais, por sua vez, reverteu integralmente a melhora que houve desde o governo Temer, com alguns vértices mostrando um juro real não muito distante de 6%.

O segundo motivo é a foto atual. Ao tentarmos nos situar de onde estamos para usar a nossa bússola, discutimos se o momento atual se assemelha ao governo Dilma, dado que observamos alguma similaridade em *valuations* específicos.

O cenário fiscal, apesar da ruptura do regime anterior, não encaixa em uma narrativa de descontrole. Os estados e municípios, por exemplo, estavam às vias da bancarrota há alguns anos e devem apresentar um superávit primário da ordem de 1,5% do PIB em 2021. O ajuste do lado do gasto após o Programa de Reestruturação e Ajuste fiscal de 2016, que permitiu o refinanciamento da dívida dos E&M pela União, é uma parte importante dessa melhora. Ademais, a forte melhora do ICMS, as transferências da União e o ganho de arrecadação com concessões ou privatizações também explicam

essa virada fiscal. No caso do Estado do Rio de Janeiro, por exemplo, os déficits primários entre os anos de 2012 e 2017 foram significativos, chegando a atingir 15% da RCL no exercício de 2014. Entre 2018 e 2020, o resultado virou para um superávit primário de quase 4% da RCL¹. Em 2021 e 2022, com os recursos do leilão de concessão da CEDAE e o aumento dos *royalties* do petróleo, os resultados fiscais serão ainda mais expressivos.

Ainda na comparação com o governo Dilma, em 2015 o país vinha de um longo ciclo de crescimento econômico desbalanceado, evidente também na piora das contas externas. As desastrosas políticas do governo, nos campos fiscal e parafiscal, somadas ao fim do ciclo de *commodities*, trouxeram o final que todos conhecemos.

Por mais que continuemos pessimistas com a capacidade de entrega do governo e que existam efeitos contratados do aperto monetário ainda em curso, há impulsos importantes para a atividade que não devem ser subestimados. Além do espaço fiscal para investimentos nos E&M, teremos em 2022 um forte crescimento da produção agrícola, a continuidade da reabertura de alguns setores severamente afetados pela pandemia, a normalização gradual da produção de automóveis e diversas concessões federais e estaduais.

Nas empresas, as diferenças são enormes em relação aos anos Dilma. Enquanto na crise anterior a alavancagem de empresas como a Petrobras e Vale era reflexo do posicionamento estratégico errado no ciclo econômico, as boas empresas abertas hoje estão não apenas desalavancadas como capitalizadas de forma relevante.

De qualquer forma, não queremos menosprezar a complexidade do cenário econômico. O BCB continua com dificuldades de ancorar as expectativas inflacionárias e tem feito movimentos, no mínimo, atrasados e questionáveis. Mais ainda, os riscos fiscais no horizonte ainda parecem ser focados em maiores demandas por gastos e recomposições salariais.

Considerando os fatores acima descritos, somos contrários ao consenso de que em 2022 o país sofrerá uma nova recessão. Desde o governo Dilma, os ruídos políticos e fiscais assumiram grande relevância, mas enxergamos alguns vetores cíclicos positivos para 2022.

Se este é o caso, nos parece que os cenários de estagflação ou crescimento moderado são mais prováveis do que uma recessão, o que tem efeitos distintos sobre os ativos.

* * *

¹ Diagnóstico da Situação Fiscal do Estado do Rio de Janeiro. Secretaria de Estado de Fazenda do Governo do Estado do Rio de Janeiro. Julho 2021.

Por último, entramos na parte política. Como sempre, não tentamos aqui fazer previsões ou grandes conclusões, mas apenas discutir algumas observações e pensar os cenários de forma probabilística

Se a eleição presidencial está em aberto, podemos tirar algumas lições da história. O PT, mesmo no auge da popularidade no governo Lula, sempre foi ao segundo turno, o que não aconteceu nas eleições vitoriosas do PSDB em 1994 e 1998. De alguma forma, isso sugere um viés mais conservador da eleitorado. No cenário atual, onde os extremos estão tomados e consolidados, o eleitorado mais ao centro deve ser o fiel da balança. Afastá-lo certamente não é um caminho para a vitória.

No Congresso, esse “conservadorismo” deverá ficar ainda mais evidente. A última eleição para deputados trouxe uma composição mais à centro-direita, o que também foi confirmado nas últimas eleições municipais. As cláusulas resultantes da reforma política promovida pelo Governo Temer farão dessa eleição legislativa, provavelmente, uma das mais importantes das últimas décadas.

Cláusulas de barreira devem levar os partidos a focar na disputa do Legislativo, o que poderá impedir a fragmentação de uma possível terceira via na eleição presidencial. Os significativos valores dos fundos

eleitorais nas mãos de partidos de centro-direita trazem peso ao aprofundamento da composição do Congresso². No caso da vitória do ex-presidente Lula, a necessidade de composição com outros partidos será ainda mais latente.

Saindo da disputa federal, observamos os estados com composições e políticos mais alinhados às boas práticas econômicas do que o contrário. Além dos governos fiscalmente responsáveis de grandes estados do Sul e Sudeste, temos também uma boa governança fiscal no Nordeste, onde há vários governos de esquerda. Essas melhorias são ainda mais relevantes quando observamos que o PIB do Brasil praticamente não cresce há uma década, o que dificulta qualquer ajuste fiscal.

Vale destacar também que há uma nova geração no Congresso, mais no campo da centro-esquerda, comprometida com a responsabilidade fiscal e com a agenda de reformas.

“A PEC dos Precatórios é uma gambiarra do governo para tentar garantir a reeleição. Falta decência para enfrentar os supersalários e pôr um fim ao toma lá dá cá de emendas em troca de apoio, para aí sim abrir espaço fiscal para a urgente ampliação de programas sociais.”³ Tabata Amaral

Entendemos as dificuldades do governo de aprovar a PEC dos precatórios, que é um tiro no pé na solidez

² 44% da dotação total do Fundo Partidário em 2021 está nas mãos dos seguintes partidos: PSL, PSD, PP, MDB, PRB, PR e DEM.

³ Amaral, T. [@tabataamaralsp]. 4 nov. 2021.

da nossa governança fiscal, como um sintoma dos ventos de Brasília. Se não fosse a liderança atabalhoada do Poder Executivo, provavelmente não teríamos caminhado para um cenário de mudanças constitucionais no regime do teto de gastos.

O cenário de Brasil, portanto, parece mais do mesmo. Não somos expoentes de rupturas, mas sim de composições. As mesmas forças que impedem o aumento da produtividade e da prosperidade são as forças que impedem o nosso pulo no abismo.

“Se você ficar uma semana fora do Brasil, tudo muda. Se você ficar 7 anos fora, nada muda.”⁴

Gustavo Franco

Na nossa avaliação, os preços de mercado já não refletem um país que teria uma regra fiscal extremamente austera por muitos anos. O caminho do descontrole fiscal, por sua vez, também nos parece improvável, por mais desafiadora que seja a dinâmica da nossa dívida pública.

Mantemo-nos, portanto, fiéis ao nosso processo de investimento dos últimos 7 anos, onde o fundo esteve comprado ou vendido em ativos domésticos sem nenhum viés, com foco na busca do seu valor intrínseco.

* * *

De qualquer forma, grandes dúvidas ainda permanecem. Vamos ter uma ponte fiscal sólida até 2023? O governo atual vai tentar de todos os expedientes para ser reeleger? As pressões por gastos ficarão circunscritas às legítimas demandas dos mais necessitados? Mais ainda, o próximo governo flertará com o alçapão antes de ser reconduzido ao centro?

O portfólio de Brasil é concentrado então em ações de empresas que vão chegar do outro lado do túnel e, especialmente, conseguem repassar preços. Empresas desalavancadas, com ativos reais, pagadoras de dividendo e com boa posição competitiva são o foco.

Em um país em que o custo de capital sobe, limitando o acesso ao crédito para as pequenas e médias empresas, o sistema tributário complexo não é reformado e a força do lobby trava a revisão de subsídios, nos perguntamos se uma crise moderada não é mais benéfica do que prejudicial às empresas grandes e incumbentes. A longa estagnação brasileira tende a consolidar oligopólios e eles estão em grande parte listados na bolsa de valores.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital

⁴ Pesquisa Empiricus. Lições Amargas: Uma História Provisória da Atualidade com Gustavo Franco. Episódio 22. 22 set. 2021.

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%	9,6%	4,1%
2019	0,0%	10,1%	-0,1%	-0,7%	-2,0%	-1,4%	1,0%	4,3%	-2,5%	8,6%	6,0%
2020	1,1%	3,0%	2,6%	-1,0%	4,7%	1,0%	1,8%	2,1%	-4,5%	10,7%	2,8%
2021	0,2%	0,8%	-1,4%	0,7%	2,1%	-1,2%	9,3%	2,4%	-2,7%	10,2%	3,0%
jan	0,0%	0,5%	-1,0%	0,1%	-0,2%	0,0%	-0,7%	0,1%	-0,2%	-1,3%	0,1%
fev	1,2%	-0,3%	0,2%	0,4%	1,2%	0,4%	1,6%	0,0%	-0,8%	3,9%	0,1%
mar	0,3%	-1,3%	0,1%	-0,1%	0,1%	-0,7%	0,1%	0,3%	0,7%	-0,7%	0,2%
abr	0,3%	0,3%	-0,9%	-0,1%	0,4%	-0,1%	0,7%	0,0%	-0,1%	0,6%	0,2%
mai	0,0%	1,3%	0,3%	-0,1%	0,5%	-0,1%	2,2%	0,2%	-0,9%	3,5%	0,3%
jun	-0,2%	1,8%	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,0%	0,2%	-0,3%	2,4%	0,3%
jul	0,2%	-0,4%	-0,2%	-0,2%	0,1%	-0,1%	-2,2%	0,3%	0,3%	-2,2%	0,4%
ago	0,9%	0,5%	0,1%	-0,1%	0,3%	-0,4%	-0,2%	0,2%	-0,3%	0,9%	0,4%
set	-0,1%	0,0%	0,1%	0,4%	0,3%	0,5%	5,5%	0,3%	-1,4%	5,6%	0,4%
out	-2,2%	-1,5%	-0,3%	0,0%	-0,8%	-0,7%	1,9%	0,6%	0,4%	-2,6%	0,5%

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%	35,7%	12,2%
2016	4,0%	27,8%	-3,0%	1,9%	1,5%	4,0%	0,3%	14,1%	-9,4%	41,3%	14,0%
2017	2,6%	-1,9%	-3,7%	1,4%	6,9%	-1,8%	0,0%	5,2%	-3,1%	5,6%	10,0%
2018	1,3%	37,0%	2,8%	0,3%	4,8%	-2,4%	0,3%	4,3%	-10,0%	38,4%	6,4%
2019	-0,5%	25,9%	0,7%	-2,0%	-6,6%	-3,8%	2,5%	2,4%	-5,7%	12,8%	6,0%
2020	3,3%	9,1%	7,9%	-3,0%	14,2%	2,9%	5,3%	0,9%	-10,4%	30,2%	2,8%
2021	-1,0%	3,0%	-4,1%	2,1%	5,5%	-3,8%	31,0%	1,7%	-7,3%	27,1%	3,0%
jan	0,1%	1,5%	-2,9%	0,3%	-0,5%	0,1%	-2,2%	0,0%	-0,2%	-3,8%	0,1%
fev	3,6%	-1,0%	0,6%	1,3%	3,7%	1,3%	4,7%	0,0%	-2,4%	11,8%	0,1%
mar	0,8%	-3,5%	0,2%	-0,3%	0,1%	-2,1%	-0,1%	0,6%	2,2%	-2,2%	0,2%
abr	1,0%	0,7%	-2,0%	-0,2%	1,2%	-0,5%	1,7%	0,1%	-0,5%	1,5%	0,2%
mai	-0,2%	4,3%	0,6%	-0,2%	1,8%	-0,3%	6,6%	0,1%	-2,4%	10,2%	0,3%
jun	-0,5%	6,4%	0,4%	1,0%	0,5%	0,8%	-0,2%	0,1%	-1,7%	6,7%	0,3%
jul	0,9%	-1,6%	-0,6%	-0,8%	0,1%	-0,6%	-6,1%	0,2%	1,4%	-7,1%	0,4%
ago	2,7%	1,5%	0,2%	-0,3%	0,9%	-1,4%	-0,7%	0,1%	-0,8%	2,3%	0,4%
set	-0,5%	-0,2%	0,3%	1,3%	1,1%	1,6%	17,4%	0,1%	-4,6%	16,6%	0,4%
out	-6,6%	-4,4%	-0,6%	-0,2%	-2,8%	-1,8%	5,7%	0,1%	1,9%	-8,7%	0,5%