

Desde o mês de maio de 2018, nossa carta mensal é aplicável aos fundos da estratégia macro da Vista Capital: Vista Multiestratégia FIM e Vista Hedge FIM<sup>1</sup>.

O Vista Multiestratégia registrou rentabilidade de 3,5% em junho, com resultados positivos em juros brasileiros e moedas de países emergentes e perdas em ações argentinas.

## Doméstico

O mês foi de poucas novidades. Persiste a falta de clareza sobre o processo eleitoral, o que dificulta qualquer projeção econômica de médio prazo. Vale destacar, contudo, o aumento da probabilidade de um segundo turno entre Jair Bolsonaro e Ciro Gomes, um fator de risco notável e crescente, especialmente quando considerada a extrema rejeição do primeiro candidato.

Em nossa última carta, mencionamos o apelo feito pelo banco central indiano ao FED para que reduzisse o ritmo do enxugamento de liquidez. Em junho, foi a vez do banco central indonésio transmitir suas preocupações ao subir, inesperadamente, 50 *basis points* de juros. Em comunicado, afirmou que a decisão foi um sinal de que o banco central atua de forma *“preventiva e à frente da curva”* em meio a um cenário de aumento de taxa de juros globais e elevada incerteza política. Ainda no âmbito da discussão, repetiu seu comprometimento com a

estabilidade cambial e disse que irá *“continuar a estabilizar a rupia indonésia, de acordo com seus fundamentos”*.

A postura defensiva também foi vista na Turquia e na Argentina nos últimos meses. De um lado, é certo que tais países têm problemas de contas externas, ao contrário do Brasil hoje. De outro, o patrimônio brasileiro é menos *dolarizado*. Nosso nível histórico de taxa de juros e isenções fiscais fazem com que residentes tenham pouco *hedge* em moeda estrangeira, gerando assim uma grande demanda em tempos incertos.

Embora discordemos da intervenção do banco central, não a ignoramos. A cada movimento mais forte dos preços, tenderemos a reduzir nossa posição pessimista e aguardar o BC, como feito no início do mês. Hoje a posição está recomposta em tamanho considerável, com destaque para os juros curtos.

Mantemos a posição em *malls* e adicionamos posições pequenas em ações que, após forte reprecificação, voltaram para *valuations* mais protegidos.

Em resumo, poucas alterações de posições e apenas ajustes de tamanho diante dos grandes movimentos de preço.

---

<sup>1</sup> O Vista Hedge iniciou suas operações em 8 de maio de 2018 e manterá estratégia similar ao Vista Multiestratégia, no entanto, com menor utilização de risco.

## Exterior

A calma do ambiente doméstico não se repetiu no ambiente externo.

A “coincidência”, que atingiu Brasil, Argentina e Turquia, chegou à Ásia, com perdas relevantes na China e outros países da região. Para ilustrar o *aspirador de liquidez americano* e o porquê do que chamamos de “coincidência”, veja-se os fluxos até 4 de julho<sup>2</sup>:

- Maior resgate contínuo de fundos de dívida de emergente dos últimos 2 anos;
- 9 semanas seguidas de saída de capital de ações de países emergentes;
- 17 semanas seguidas de saída de recursos de ações na Europa, configurando o segundo maior resgate seguido da história;
- 9 semanas seguidas de saída de capital de produtos de crédito *High Yield*, o maior da história.

Do outro lado, a entrada de capital para *bonds* americanos foi a maior da história no primeiro trimestre.

Mantemos nossa elevada preocupação com esse movimento, principalmente porque nesse mês de julho o FED aumentará a retirada de liquidez de 30 para 40 bilhões de dólares por mês. As discussões sobre guerra comercial não nos incomodam tanto

quanto a intensidade do aperto monetário pelo banco central americano.

O fundo continua com posições vendidas na Itália e nos EUA e iniciou posições vendidas em outros emergentes. Além disso, permanece comprado em dólar e libra esterlina contra real, euro e moedas asiáticas.

Outras 2 posições foram iniciadas (ou reiniciadas) esse mês: Argentina e petróleo.

\* \* \*

É de conhecimento dos nossos clientes nosso viés positivo com a administração Macri. Técnicos qualificados, capital político e o cenário de terra arrasada facilitavam o trabalho. Passamos mais de 2 anos comprados em ações argentinas. No final do ano passado, com o início da *aventura intervencionista*, desfizemos nossa posição e chegamos a ficar vendidos em momentos pontuais. O enorme estresse de mercado que se sucedeu levou a dois acontecimentos:

- (i) Macri entendeu que errou e fez alterações importantes na direção. Não apenas trocou o presidente do banco central, como aceitou a ajuda do FMI, uma atitude dura e vista de forma negativa pelo povo argentino. Vemos nesse movimento uma sinalização relevante, pois o comum é ver governos latino-americanos

<sup>2</sup> Fonte: EPFR Global

dobrarem a aposta do erro, como no recente exemplo brasileiro com Dilma Rousseff. Aceitar o erro e tomar medidas duras e impopulares para corrigir a rota é, no mínimo, notável.

- (ii) Os preços mostram um *valuation* muito depreciado. Algumas ações perderam mais de 60% do valor apenas nos últimos 2 meses, retornando para múltiplos em que negociavam antes da eleição que levou Maurício Macri ao poder. Desde então, foram feitas reformas importantes, ajuste de preços administrados e outros movimentos microeconômicos. Além disso, o câmbio parece ter se ajustado, com o déficit de conta corrente caminhando para níveis muito mais razoáveis.

É inquestionável que houve perda de capital político no caminho e que a implementação de importantes mudanças será postergada. Entretanto, com a aproximação do meio do ano, o principal *driver* já passa a ser o processo eleitoral de 2019. As incertezas acerca da reeleição de Macri cresceram muito com queda de sua aprovação e o fantasma do peronismo assusta os mercados.

Não apostamos no cenário negativo. Além de ser rara uma não reeleição na América Latina, ainda há tempo suficiente para estabilizar a economia e retomar popularidade. Se nada disso funcionar, o *Cambios*, partido de Macri, possui uma substituta de alto gabarito. Maria Eugenia Vidal, governadora de Buenos Aires, é a mais bem avaliada do país e uma

substituta fortíssima, caso seja necessário. Do outro lado, o candidato do peronismo ainda não surgiu, o que mostra a dificuldade política de carregar o peso da família Kirchner.

Vale lembrar que, na reunião do FMI realizada em abril desse ano, a Argentina foi escolhida pelos investidores como a maior convicção positiva. A piora generalizada de emergentes, junto com o posicionamento excessivo no país, atingiu com violência os ativos argentinos após os erros domésticos.

Enxergamos um razoável exagero nos efeitos provocados por esse fluxo e aproveitamos a oportunidade para retornar à posição iniciada em 2015, brevemente desfeita nos últimos meses.

\* \* \*

Quanto ao petróleo, mantemos o otimismo existente há algum tempo e, com a redução do risco em Petrobras, adicionamos uma posição direta na *commodity*, além de uma alocação no setor de exploração e produção da bolsa americana.

Na carta de abril de 2018, escrevemos sobre o tema:

*"(...) Há 6 meses, havia certo ceticismo no mercado com o equilíbrio de estoques de petróleo. O corte de produção da OPEC levaria à alta dos preços e traria uma enxurrada de produção do shale americano. Hoje observamos a produção americana acima do cenário outrora mais otimista e o mercado está cada vez mais apertado. O forte crescimento da demanda somado ao compliance maior do que esperado da OPEC compensaram o crescimento da produção americana. À*

*frente, o cenário fica ainda mais complicado. Dois grandes produtores vão enfrentar dificuldades e possíveis intervenções dos EUA. A Venezuela já perdeu mais da metade de sua capacidade de produção e algumas estimativas indicam um cenário ainda pior para o final do ano. O Irã, como repetimos seguidamente nas nossas cartas, é foco número 1 da geopolítica internacional. A coalização informal entre Árabia Saudita, Israel e EUA aperta o cerco em quase todas as frentes – Síria, Iêmen e Líbano – e Trump recentemente anunciou a saída do acordo com Irã. Em paralelo, o crescimento da produção de shale, mais especificamente na bacia de Permian, no Texas, foi tão surpreendente que a capacidade de escoamento alcançou o limite. O aumento do desconto do petróleo dessa região para o petróleo de Cushing, que fica a apenas 800 km de distância, chegou a 12 dólares, denotando as limitações do shale americano enquanto os novos pipelines, previstos para 2019, não entram em operação.*

*Em resumo, hoje observamos o equilíbrio de oferta e demanda bastante apertado com riscos de choque de oferta. (...)"*

Em junho, a OPEC se reuniu para aumentar a produção, o que, contudo, não nos parece ser suficiente para equilibrar a relação de oferta e demanda. Mais importante, o debate sobre capacidade excedente do mundo e da OPEC se iniciou com mais vigor.

Esse equilíbrio nos parece muito perigoso e não descartamos preços substancialmente mais altos, com efeitos fortes sobre a inflação, a velocidade da política monetária do FED e a liquidez global.

Permanecemos a disposição.

## Vista Capital

A Vista Capital Gestora de Recursos Ltda. ("VISTACAPITAL") é uma sociedade autorizada pela CVM como administradora de carteiras de valores mobiliários, na categoria "gestora de recursos". A VISTA CAPITAL não se responsabiliza por erros, omissões ou imprecisões das informações divulgadas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material. O conteúdo aqui veiculado possui caráter exclusivamente informativo e não constitui aconselhamento ou recomendação de investimentos, notadamente, atividade de análise e consultoria de valores mobiliários, nem uma oferta de valores mobiliários pela VISTA CAPITAL. Para a avaliação do desempenho do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze meses). Os recursos aplicados em fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, do custodiante, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade apresentada dos fundos de investimento não é líquida de impostos. Caso o índice comparativo de rentabilidade aqui veiculado não seja o benchmark descrito no regulamento do fundo, considere tal índice meramente como referência econômica. Aos investidores é recomendada, antes do investimento, a análise detalhada dos documentos regulatórios dos fundos de investimento, notadamente a seção de fatores de risco. Este material e as informações aqui veiculadas são de propriedade da VISTA CAPITAL. É vedada a circulação e reprodução, no todo ou em parte, sem a devida autorização expressa prévia.

