

Antes de mais nada, gostaríamos de agradecer a confiança e a parceria dos nossos clientes e amigos por mais um ano. Desejamos, acima de tudo, os mais sinceros votos de saúde, paz e prosperidade no ano que se inicia.

Os fundos Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de 5,07% e 2,19% no mês e 27,23% e 10,96% no ano, respectivamente.

Os ganhos dos fundos em dezembro foram concentrados em petróleo, com uma contribuição ligeiramente positiva em renda variável internacional. As demais estratégias tiveram perdas no mês.

O ano foi explicado majoritariamente pela posição comprada em *commodities*, com contribuições positivas importantes nos mercados de renda variável e renda fixa internacional e no mercado de renda variável local. O principal detrator de performance foi o resultado em moedas, usadas principalmente como proteção.

Apesar dos resultados satisfatórios nos fundos macro, consideramos 2021 como um dos anos recentes mais desafiadores e complexos no universo de gestão de recursos. Observamos, por exemplo, o maior erro das últimas décadas nas previsões de inflação em vários países, tanto do mercado como dos bancos centrais¹. Apesar do avanço da vacinação

em boa parte do mundo, o surgimento de novas variantes prolongou os impactos econômicos, sociais e humanitários da pandemia. Ademais, tivemos uma série de mini choques de VAR, com correções muito bruscas em algumas classes de ativos, tema discutido em algumas das nossas cartas.

Nos mercados de ações, ainda que os índices tenham performado bem, principalmente nas economias desenvolvidas, observamos longas e pronunciadas quedas em alguns segmentos do mercado. Como exemplo, várias ações de empresas brasileiras, chinesas, de tecnologia, entre outras, perderam mais da metade do seu valor de mercado. Em resumo, 2021 foi um enorme campo minado, ao contrário de anos recentes, mesmo aqueles com choques relevantes e agudos, como 2020.

Para 2022, não antecipamos um ambiente menos complexo nos mercados financeiros. Há uma gama bastante ampla de cenários possíveis, tanto para a economia global quanto para a economia brasileira. Pretendemos então, nesta última carta de 2021, não fazer uma retrospectiva dos nossos acertos e erros em mais um ano vivido intensamente por todos, e sim olhar para o futuro, ainda com muito mais perguntas do que respostas.

“The ability to ask the right question is more than half the battle of finding the answer.” Thomas Watson

¹ Como referência, a mediana do core PCE de 2021 *no Summary of Economic Projections* do FOMC foi revisada de 1,8% para 4,4% entre dez/2020 e dez/2021

* * *

1) O FED terá que abortar o ciclo econômico pela persistência das pressões inflacionárias ou um choque de produtividade permitirá o crescimento econômico ainda por anos a fio? Estamos no pós-guerra ou nos anos Lyndon Johnson?

Os sinais evidentes de aquecimento do mercado de trabalho e de espalhamento e persistência da inflação levaram a uma importante mudança de postura do FED. Ainda no trimestre em curso, o FED vai provavelmente ter encerrado o QE e iniciado o processo de alta de juros. Mais adiante, começará a política de redução do seu balanço. Ou seja, um belo contraste com o mesmo banco central que, há alguns trimestres, se recusava a discutir o *tapering* e não previa altas de juros antes de 2024.

Em paralelo à reavaliação da política monetária, há algumas tendências importantes acontecendo – sinais de normalização gradual das cadeias de produção, evidências crescentes de paralisia na agenda de expansão fiscal de Washington e um debate de mais baixa frequência sobre os possíveis ganhos de produtividade pós-pandemia, associados ao avanço da digitalização, da automação e do *home office*.

O estouro das bolhas em 2000 e 2008 e a brusca reversão de *policy* do FED em 2019 nos mostram que manejar os ciclos de aperto monetário nos EUA não é um exercício trivial. Até onde o FED estará disposto

a normalizar a política monetária para garantir que a inflação volte a convergir para 2%? Qual será a sensibilidade do FED para apertos mais pronunciados das condições financeiras? E qual a probabilidade do cenário onde o FED faz um ajuste monetário suave, as cadeias de produção normalizam rapidamente e temos um *boom* de produtividade pós-pandemia ou um *boom* de crédito, permitindo a continuidade por muitos anos do ciclo econômico? Pela postura volátil e reativa do FED, eles também estão longe de ter as respostas.

2) Por que os últimos governos de direita e centro-direita na América do Sul foram um fracasso?

As eleições de Mauricio Macri na Argentina em 2015, de Sebastián Piñera no Chile em 2017, de Jair Bolsonaro no Brasil e Ivan Duque na Colômbia em 2018 trouxeram as expectativas de ventos liberais, reformas modernizantes e mais crescimento econômico para o continente. Passados alguns anos e apesar da euforia inicial dos mercados financeiros, os resultados econômicos têm sido pífios, mesmo antes da eclosão da pandemia.

Ainda que tenhamos sido mais céticos que o consenso sobre a capacidade reformista do governo Bolsonaro e da gestão Guedes, nos surpreende que governantes experientes como Macri, Duque e Piñera tenham sido incapazes de entregar um ambiente de mais prosperidade econômica e maior estabilidade social. Mesmo países que entregaram algumas reformas – como o México dos anos Peña

Nieto e o próprio Brasil pós-Temer – não conseguiram. Não é à toa que o pêndulo político voltou para a esquerda, por mais que ela também esteja associada a grandes crises econômicas da região.

Sem clareza na resposta, entendemos que, por mais que há razões comuns de cunho mais estrutural para o fraco desempenho de longo prazo do continente, associadas à deficiência de capital humano e à excessiva dependência dos ciclos de *commodities*, nenhum projeto político liberal parece ser sustentável sem incorporar uma agenda de cunho mais social. A conciliação dessa demanda com um ambiente de responsabilidade fiscal será um desafio permanente.

No caso do Brasil, avaliamos que uma reforma tributária de caráter mais progressivo e com um viés arrecadatório é bastante provável a partir de 2023, independentemente do resultado eleitoral.

O que nos parece mais claro é que posições de longo prazo ancoradas em governos eleitos de direita não têm sido exitosas, ao menos na América Latina.

3) O mundo terá condições de fazer uma transição energética sem gerar crises econômicas?

Uma cesta com os preços do carvão na China, da eletricidade na Europa, gás global e gasolina nos EUA

subiu cerca de 4 vezes desde 2018-2020. Episódios de racionamento de energia já são algo rotineiro em parte da China. Serão esses fatos isolados ou já estamos vivendo o início de um cenário global de escassez de energia, com importantes repercussões econômicas negativas mais adiante, replicando episódios históricos anteriores de crise energética global?

Estima-se que o investimento em todas as fontes primárias de energia tenha feito um pico de USD 1 tri em 2015 e tenha caído mais de 20%², ao mesmo tempo em que a demanda continuou crescendo a uma taxa anual composta em torno de 2%.

É sabido que nos esforços para “descarbonizar” o planeta, as fontes de energia renovável devem aumentar consideravelmente para atender 20% de toda a demanda de energia até 2050². As consequências, no entanto, de desincentivar precocemente o investimento no carvão, no gás e no petróleo podem ser muito relevantes para a economia global.

“The green transition poses upside risks to medium-term inflation. Rising energy prices may require a departure from a 'looking through' policy.” Isabel Schnabel

² WEST, Rob. Energy crisis: ten themes for 2022?. Thunder Said Energy. 03 jan. 2022

Em outras palavras, os avanços tecnológicos vão evoluir de forma suficiente rápida para fechar os potenciais desequilíbrios nos mercados de energia?

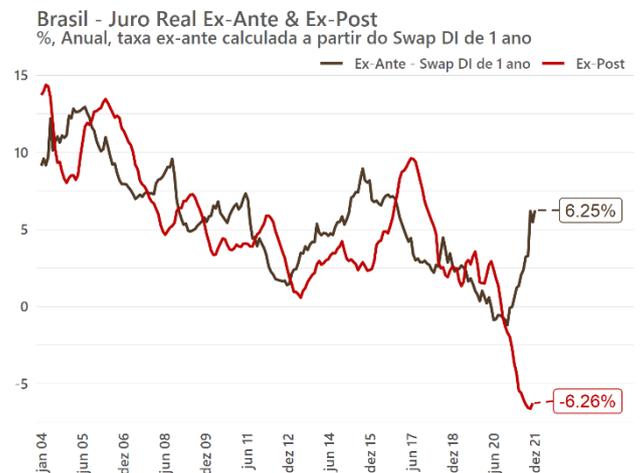
Para além dessas, outras perguntas povoam as nossas mentes, com consequências importantes para os mercados:

4) A China está efetivamente sofrendo com o esgotamento de um modelo ancorado no mercado de propriedades ou ela está aproveitando a demanda externa forte para efetuar os ajustes necessários e finalmente migrar para um modelo mais ancorado no consumo, que também contemple um câmbio mais valorizado e contas externas mais equilibradas?

5) Ao contrário da história de ciclos recentes, quando países emergentes normalmente reagem ao aumento dos juros americanos, desta vez os bancos centrais desses países começaram bem antes o ciclo de aperto. Os efeitos para o dólar global e demais classes de ativos serão semelhantes a ciclos anteriores?

6) Com o aumento dos juros globais e da concorrência depois de um boom de capital barato, algumas empresas de tecnologia, principalmente as que ainda não geram caixa, conseguirão entregar o forte crescimento ainda implícito nos preços das ações?

7) O que nos diz esse gráfico abaixo sobre a evolução recente do juro real ex-post e ex-ante no Brasil?



Fonte: BCB, Bloomberg e Vista Capital

* * *

Frente a esse cenário de incertezas, mantemos o portfólio de forma bastante simplificada, inclusive na comparação histórica. Mais ainda, a preocupação com margem de segurança aumentou de forma relevante. Se não temos a visibilidade suficiente, como outrora, para alocar risco a partir de um cenário macro, buscamos nos manter nas teses que temos maiores convicções, análise e confiança.

No lado internacional, isso se reflete na tese de petróleo. Ainda que os estoques estejam em queda e a variante não tenha se provado tão destrutiva na demanda como o inicialmente esperado, o que nos anima é o contínuo aumento de produção pela OPEC. Quanto mais esgotada for a capacidade de produção do cartel, mais fácil será para eles enfrentarem

possíveis choques adversos e maior a estabilidade do ativo, limitando as perdas na posição.

Nossa tese de que entraremos em um período de escassez relevante do petróleo, com opcionalidades altistas para o preço, continua firme. No entanto, considerando o momento de incertezas, estamos olhando com mais afinco o lado esquerdo da distribuição.

No Brasil, não tivemos desdobramentos importantes recentes. Em relação ao pós-eleições, entendemos que existem cenários bastante heterodoxos dentro da distribuição de probabilidades. Avaliamos, nos preços atuais, que o resto da distribuição está devidamente precificado.

Mesmo assim, visando uma maior margem de segurança, temos um portfólio focado em empresas desalavancadas, com ativos reais, pagadoras de dividendo e boa posição competitiva.

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%	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	0.5%	0.5%	-1.6%	0.8%	2.3%	-1.3%	9.7%	3.3%	-3.2%	11.0%	4.4%
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%
nov	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	-2.0%	0.2%	0.1%	-1.4%	0.6%
dez	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.2%	-0.1%	2.4%	0.6%	-0.5%	2.2%	0.8%

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	-0.1%	1.7%	-5.1%	2.7%	5.7%	-4.4%	32.7%	2.0%	-7.9%	27.2%	4.4%
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%	0.5%	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%
nov	0.4%	-0.4%	-0.5%	0.8%	-0.3%	-0.1%	-5.7%	0.0%	1.1%	-4.8%	0.6%
dez	0.3%	-0.6%	-0.3%	-0.3%	0.4%	-0.4%	7.4%	0.2%	-1.6%	5.1%	0.8%