

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de 7,42% e 3,08% no mês e no ano, respectivamente.

Em janeiro, os ganhos dos fundos foram diversificados entre as posições compradas em petróleo, bolsa brasileira e real e uma posição vendida em bolsa americana. As demais estratégias tiveram uma contribuição ligeiramente negativa para os fundos.

O movimentado início de 2022 indica que teremos um ano instigante no universo macro de gestão, considerando o leque de incertezas em várias frentes, seja no campo geopolítico, no mercado de energia ou na política econômica. De um lado, temos não apenas sinais muito evidentes de um mercado físico de petróleo bastante apertado, como também as tensões envolvendo a Rússia e todo o arcabouço diplomático internacional desenhado no pós-guerra. No lado da política econômica, temos a continuidade das surpresas *hawk* vindas do FED e outros bancos centrais, o fim do regime fiscal expansionista nos EUA e a continuidade das surpresas inflacionárias em escala global.

Apesar da relevância dos temas acima, nosso foco nesta carta está em um ponto levantado nesse mesmo fórum em novembro, quando discutimos o possível declínio do que se convencionou chamar de excepcionalismo americano:

“A significativa aceleração inflacionária dos últimos meses (bem superior ao visto em outras economias desenvolvidas), o ambiente político bastante conturbado e polarizado, o menor protagonismo americano na cena geopolítica global e o prêmio de valuation sobre outros mercados têm sido fontes de debates internos. Nos próximos 10 anos, olharemos para os tempos atuais como o símbolo do final do excepcionalismo americano, pelo menos no que diz respeito aos mercados financeiros?”

“Não temos respostas definitivas para essas questões de natureza mais estrutural, mas as evidências crescentes de um mercado de trabalho bastante apertado, ao contrário do resto do mundo, margens de lucro em torno dos picos históricos, e o início de um processo de aperto monetário não nos parecem uma combinação trivial para a continuidade dessa longa tendência favorável às ações americanas.”

Não duvidamos da qualidade e da capacidade de adaptação das empresas americanas, tampouco somos céticos sobre a histórica resiliência da economia dos EUA a choques, mas olhamos com alguma desconfiança as perspectivas de curto e médio prazo para os ativos americanos.

Na parte política, o cenário não é animador. O governo Biden está muito aquém das expectativas iniciais e a provável perda de controle do Congresso ainda esse ano deve torná-lo um *lame duck* prematuro. A possível volta de Donald Trump ao

poder em 2024, por sua vez, também não será fonte de estabilidade para a maior democracia do mundo.

Na gestão da política econômica, os sinais também são frustrantes. Na política fiscal, o Partido Democrata tem enormes divergências sobre os próximos passos da agenda legislativa e o único consenso bipartidário em Washington é que déficits fiscais não importam. Apesar disso, uma grande contração fiscal está prevista para 2022, com efeitos potencialmente importantes na economia.

Na política monetária, o FED parece estar passando por um processo de deterioração institucional. Apesar do êxito da gestão Powell em ter evitado uma crise financeira na eclosão da pandemia em 2020, os sinais recentes são erráticos e caóticos. Entre a insistência no discurso de transitoriedade da inflação até alguns meses atrás e as sucessivas mensagens progressivamente mais *hawkish* das últimas semanas, a conclusão que fica é que, ao contrário dos seus antecessores, temos um banqueiro central sem um plano de vôo definido e que vai oscilar ao sabor dos dados de inflação e emprego.

Por mais que tenhamos componentes transitórios associados a esse importante choque inflacionário ainda em curso, notadamente associados aos efeitos disruptivos da pandemia sobre as *supply chains*

globais, há um risco relevante associado ao mercado de trabalho. A política de imigração mais restritiva desde os anos Trump, o envelhecimento populacional¹ e a aposentadoria precoce de parte da sociedade, a crise dos opioides e outras drogas² e o persistente *gap* da taxa de participação das mulheres vis-à-vis outros países desenvolvidos justificam, entre outros fatores, uma maior preocupação que a atual escassez da oferta de trabalho não seja um fenômeno tão transitório.

Sendo válido o questionamento acima e considerando o ponto de partida já desfavorável da inflação, acentuado pela continuidade do choque de energia, os *trade offs* a serem administrados pelo FED entre inflação e emprego se tornam ainda mais complexos. Ou seja, temos um cenário propício para um *policy mistake*. A piora do ambiente regulatório para o investimento em combustíveis fósseis, em meio a uma transição energética complexa, é um importante fator complicador, especialmente por ser autoinfligido.

No *front* geopolítico, assistimos a uma crescente orientação mais isolacionista, postura que tem raízes ainda no governo Obama. Os movimentos confusos em relação ao acordo nuclear com o Irã, a saída atabalhoada do Afeganistão, os sinais hesitantes em relação a Rússia e China e a erosão crescente do seu

¹ Segundo o CENSUS, o crescimento populacional dos EUA em 2021 de 0,1% foi o menor da série histórica, iniciada em 1900.

² CHO, David, GARCIA, Daniel I., MONTES, Joshua, & WEINGARDEN, Alison. *Labor Market Effects of the Oxycodone-Heroin Epidemic*.

Finance and Economics Discussion Series. Federal Reserve Board. Washington D.C. Abril, 2021

soft power, desde os anos Trump, são termômetros de que os EUA não são mais o xerife do mundo. No último governo democrata, tal postura ajudou a fomentar a Primavera Árabe, com efeitos que ainda não se dissiparam sobre a oferta de petróleo.³

“There is far more continuity between the foreign policy of the current president and that of the former president than is typically recognized. Critical elements of this continuity arose even before Trump’s presidency, during the administration of Barack Obama, suggesting a longer-term development—a paradigm shift in the United States’ approach to the world. Beneath the apparent volatility, the outlines of a post-post-Cold War U.S. foreign policy are emerging.

In the absence of a new American internationalism, the likely outcome will be a world that is less free, more violent, and less willing or able to tackle common challenges. It is equal parts ironic and dangerous that at a time when the United States is more affected by global developments than ever before, it is less willing to carry out a foreign policy that attempts to shape them.”⁴

³ Até 2011, a Líbia produzia 1,5 milhões de barris de petróleo por dia e em Janeiro de 2022 teria produzido aproximadamente 800 mil barris.

As políticas de saúde pública em relação à pandemia, tanto no governo Trump quanto no Biden, também se provaram muito aquém do razoável, seja na dificuldade de avançar no processo de testagem ou na falha do convencimento de parcela da população sobre os benefícios da vacinação.

Em linhas gerais, não pretendemos aqui fazer um diagnóstico sobre o que está por trás da deterioração política e institucional dos EUA, mas os efeitos sobre o crescimento potencial de longo prazo não parecem animadores.

De uma forma simples, o crescimento potencial é explicado pelo crescimento da força de trabalho e pela produtividade. Com as dificuldades da expansão da oferta de trabalho, o aumento da taxa de juros e a virada na política fiscal, temos ventos contrários para o crescimento econômico nos próximos anos. No entanto, cientes do longo histórico de resiliência e adaptação da economia americana, estaremos atentos aos potenciais ganhos de produtividades associados ao boom de digitalização e automação do pós-pandemia. Esse debate será extremamente importante para os mercados nos próximos meses e anos, especialmente considerando a proximidade do pleno emprego e as discussões em torno da taxa de juros neutra da economia e do *policy stance* necessário para o FED.

⁴ HAASS, Richard. *The Age of America First. Foreign Affairs.* Novembro/Dezembro. 2021

Além desse pano de fundo mais estrutural, temos nos questionado também se não houve um excesso de alocação de capital estrangeiro nos Estados Unidos desde o pós-2008, especialmente nos últimos anos.

Traduzindo os nossos questionamentos para o portfólio, avaliamos que as mudanças nas perspectivas para as políticas monetária e fiscal, as dúvidas sobre o crescimento potencial, os sinais de piora institucional e *valuations* não atrativos nos colocam no lado defensivo. Ao longo de janeiro, trabalhamos com uma posição liquidamente vendida na bolsa americana, financiando uma alocação na bolsa brasileira e em *commodities*.

Mais ainda, a quebra de correlação do dólar com os juros americanos e outros ativos de risco chama atenção. Se a nossa hipótese anterior estiver correta, observamos o início de um processo de realocação de capital dos EUA para o resto do mundo, o que normalmente não é o efeito esperado dos movimentos usuais de *risk off* em ações americanas. Por esse motivo, além da venda da bolsa americana, o fundo também possui posições vendidas em dólar.

Quem poderia participar desse processo de realocação de capital? O Brasil, exportador de *commodities*, com *valuations* descontados e com um diferencial importante de juros reais, teve uma entrada relevante de capital estrangeiro em janeiro. Nossa expectativa é que esse processo se acentue e se estenda para outros países.

Entendemos também que as medidas populistas em discussão em Brasília, estimuladas pela atual administração, podem tornar mais complexa a construção de uma nova âncora fiscal pelo próximo governo. Ainda assim, considerando a transição eleitoral já em andamento, acreditamos que o investidor estrangeiro dará pouco peso às medidas de política econômica da atual administração.

Por último, seguimos confiantes que a nossa carteira de ações brasileiras está muito atrativa, apesar dos importantes desafios de ordem macroeconômica que um país estagnado e com inflação elevada terá pelos próximos anos. Como *hedge*, voltamos a utilizar posições tomadas na inclinação da curva de juros.

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%
2022	-0,3%	1,0%	0,3%	-0,1%	0,8%	-0,2%	1,5%	0,7%	-0,7%	3,1%	0,7%
jan	-0,3%	1,0%	0,3%	-0,1%	0,8%	-0,2%	1,5%	0,7%	-0,7%	3,1%	0,7%

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%
2022	-0,9%	3,1%	1,1%	-0,4%	2,5%	-0,5%	4,5%	0,3%	-2,2%	7,4%	0,7%
jan	-0,9%	3,1%	1,1%	-0,4%	2,5%	-0,5%	4,5%	0,3%	-2,2%	7,4%	0,7%