

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de 13,10% e 5,07% no mês e 27,85% e 10,91% no ano, respectivamente.

Em março, as *commodities* explicaram grande parte do resultado positivo. Também tivemos contribuições relevantes na posição comprada em Brasil, tanto na carteira de ações domésticas como na compra de real e na posição aplicada em juros. Em contraponto, ainda que em menor tamanho, a renda variável internacional foi detratora de performance.

Evitaremos, como de costume, opinar sobre o complexo cenário geopolítico ou buscar opiniões assertivas em torno das eleições ou indicadores econômicos brasileiros, e sim explorar potenciais desequilíbrios ou atualizações sobre as principais posições do fundo.

Podemos hoje dividir o fundo em três posições, com alocações de risco decrescentes: compra de *commodities*, especialmente petróleo, compra de Brasil e *hedge* na venda de Estados Unidos. Ao longo desta carta, exploraremos brevemente algumas questões em torno dessas teses de investimento.

* * *

Olhando além do importante potencial disruptivo que acompanha os dois maiores produtores mundiais de petróleo em alguma forma de conflito militar, o desequilíbrio de oferta e demanda da *commodity*, mesmo em tempos de paz, nos chama atenção.

Com o passar das festas de final de ano e ainda longe do verão, é costumaz uma recomposição dos estoques de petróleo nessa época do ano. Em 2022, conforme discutimos na última carta, a demanda tem surpreendido, apesar das restrições de mobilidade importantes que ainda existem na Ásia e da baixa demanda de querosene de aviação. Temos nos perguntado, com certa preocupação, o que acontecerá ao longo da *driving season* nos países ricos e com a aceleração da reabertura econômica.

Destaca-se, nesse ambiente, a atabalhoada reação política no Ocidente à atual crise energética. O discurso contrário aos combustíveis fósseis e as preocupações de ordem ambiental são deixadas em segundo plano. A palavra de ordem passa a ser subsidiar, de forma direta ou indireta, os preços dos combustíveis. Os líderes políticos esqueceram do importante sinal do preço para desincentivar a demanda e estimular a oferta ou as preocupações de curtíssimo prazo do ciclo político se sobressaem?

A recente decisão do governo americano de reduzir a reserva estratégica de petróleo para níveis perigosamente baixos é, na nossa avaliação, um exemplo claro dessa dicotomia. Qual o real motivo para reduzir as suas reservas, considerando que a queda da produção russa é menor do que a redução de demanda global ainda explicada pela pandemia? Qual a razão estratégica para diminuir a sua reserva quando os próximos anos prometem um mercado

mais apertado que o atual? O caminho correto não deveria ser o de aumentar as reservas?

A SPR (*Strategic Petroleum Reserves*), constituída pelo presidente Ford em 1975 como resposta à crise do embargo de 73/74, tem como objetivo principal evitar disrupções em momentos de guerra ou desastres naturais. Ao longo dos últimos anos, o governo americano tem reduzido de forma parcimoniosa tais reservas, o que em parte é explicado pela redução da dependência externa energética dos EUA. Os últimos anúncios mudam essa dinâmica. Os atuais 565 milhões barris serão reduzidos para menos de 385 milhões em 6 meses, chegando próximo ao mínimo constitucional de 360 milhões

Apesar dos riscos ainda presentes de disrupção da produção russa, nos parece que a decisão de liberar reservas está mais associada ao incômodo com o nível corrente de preço da *commodity* e não com os seus objetivos iniciais e estratégicos. De toda forma, em 6 meses esse excesso de estoque basicamente vai acabar.

As outras métricas de estoques de petróleo também contam uma história preocupante. O comercial, como dito anteriormente, está em direção contrária ao seu padrão sazonal e com níveis baixos frente aos últimos anos. O flutuante, por sua vez, se encontra também em níveis mínimos. Sobra então a capacidade extra da OPEC, provavelmente a variável mais importante para a dinâmica futura do petróleo.

Conforme discutido em outras cartas, essa capacidade extra é de certa forma uma incógnita. Apesar disso, podemos afirmar dois pontos: i) O *compliance* com as cotas da OPEC+ não para de aumentar e já está em 136%, refletindo a incapacidade de alguns membros entregarem as suas cotas; ii) A produção da Arábia Saudita, principal responsável pela capacidade extra, alcançará brevemente seu nível mais alto em 11 milhões de barris (excluindo abril de 2020).

O resultado desse esgarçamento das reservas nos leva a três opções: i) aumento de forma relevante da oferta de países sob sanções, como Venezuela e Irã; ii) a demanda de petróleo, altamente correlacionada com o PIB nominal, começar a contrair; iii) ou, alternativamente aos dois cenários anteriores, o preço de equilíbrio do petróleo terá que ser muito maior do que o embutido na curva futura.

Podemos traçar alguns paralelos entre esses programas de vendas de estoques oficiais e as intervenções cambiais em bancos centrais de países emergentes. As primeiras intervenções costumam ser efetivas, as seguintes têm retornos decrescentes e na sequência o mercado passa a fazer a contagem regressiva de quanto tempo duram as reservas cambiais.

Em paralelo a essas discussões, o baixo crescimento da produção americana tem nos surpreendido. Quando iniciamos a posição, ainda em 2019, os desafios geológicos e de qualidade de poços eram

parte relevante do nosso cenário de baixo crescimento, mas a estagnação mais recente da produção tem superado até as projeções mais pessimistas.

A falta de investimento no setor com um *ROIC* muito acima do custo de capital, seja por pressões políticas ou pela disciplina na alocação de capital exigida pelos acionistas, é sintomática dos desafios atuais e impressiona até os mais céticos.

Frente aos desafios inflacionários presentes no mundo e em particular nos Estados Unidos, esse é um exemplo onde decisões economicamente ineficientes e escolhas políticas populistas devem ter efeitos relevantes sobre o crescimento potencial.

* * *

No que tange à alocação otimista em Brasil, nos parece que o mercado superestima os efeitos econômicos do ciclo eleitoral e subestima os efeitos positivos do ciclo de *commodities* e da reabertura pós-pandemia.

Ao longo dos últimos meses, comentamos a nossa expectativa de uma economia performando melhor do que o esperado. Apesar das revisões altistas recentes do consenso para o PIB de 2022, entendemos que a aceleração maior ainda está por vir.

Por mais que os efeitos defasados da alta de juros e endividamento do consumidor tenham peso sobre a atividade prospectiva, os impulsos expansionistas associados ao *boom* de *commodities*, a uma forte reabertura e a uma política fiscal menos apertada devem sobressair. Expressamos esse cenário com uma alocação em ações domésticas, mas encerramos a recente exposição comprada em real e aplicada em juros nominais.

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%	1.3%	0.8%	0.1%	-0.1%	-0.2%	9.3%	2.1%	-2.7%	10.9%	2.4%
jan	-0.3%	1.0%	0.3%	-0.1%	0.8%	-0.2%	1.5%	0.7%	-0.7%	3.1%	0.7%
fev	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.1%	2.9%	0.9%	-0.6%	2.4%	0.7%
mar	0.8%	0.4%	0.4%	0.3%	-0.6%	0.0%	4.5%	0.5%	-1.3%	5.1%	0.9%

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	1.1%	4.2%	2.7%	0.4%	-0.3%	-0.8%	27.6%	0.7%	-7.8%	27.9%	2.4%
jan	-0.9%	3.1%	1.1%	-0.4%	2.5%	-0.5%	4.5%	0.3%	-2.2%	7.4%	0.7%
fev	-0.5%	-0.4%	0.0%	-0.1%	-0.8%	-0.3%	8.6%	0.3%	-1.5%	5.2%	0.7%
mar	2.3%	1.3%	1.5%	0.9%	-1.8%	0.0%	12.3%	0.1%	-3.5%	13.1%	0.9%