

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de 2,28% e 0,93% no mês e 19,43% e 7,14% no ano, respectivamente.

No mês, as principais contribuições positivas para o fundo vieram dos *hedges*, especialmente da renda fixa local. Como referência da importância dos *hedges* para a construção do nosso *portfólio*, as posições tomadas em DI e na inclinação da curva de juros respondem, em conjunto, por mais de 1/3 do resultado do fundo no ano. Somam-se no lado positivo posições compradas em renda variável internacional e posições mais defensivas no mercado local de ações, com destaque para o *short* Vale. As contribuições positivas em juros e ações mais do que compensaram as perdas em *commodities*.

\* \* \*

## Brasil

Ao longo do ano, compartilhamos o nosso maior ceticismo com as perspectivas para o cenário de Brasil e seus impactos sobre os ativos. As frustrações persistentes com o ambiente inflacionário, as preocupações crescentes com o quadro hidrológico, as pressões por mais gastos sociais e o nosso limitado entusiasmo com as reformas da era Lira foram temas recorrentemente discutidos nas nossas cartas.

Em trecho da nossa carta de janeiro de 2021, por exemplo, destacávamos alguns pontos que nos

preocupavam no campo inflacionário e as inevitáveis pressões que se acumulariam no campo social:

*“Por outro lado, a inflação nos inspira crescente preocupação. Os desequilíbrios de oferta e demanda resultantes das quebras em algumas cadeias de produção e da ineficiente resposta à pandemia, com estímulos excessivos do lado da demanda e pouca atenção ao lado da oferta, têm cobrado o seu preço.*

*O desarranjo microeconômico se soma ao importante incentivo à exportação com o câmbio desvalorizado, gerando escassez de produtos e insumos.*

*O resultado desse processo tem sido não apenas um importante choque de preços relativos, natural em um ambiente de mudanças abruptas na cesta de consumo, mas também um processo mais disseminado de alta nos preços. A forte valorização recente das commodities em reais ajuda a exacerbar a nossa preocupação. Ainda que a política fiscal supostamente contracionista em 2021 contribua para reduzir algumas pressões, não existe mais margem de segurança na inflação para acomodar um novo choque e, sem uma resposta adequada da política monetária, as expectativas de inflação podem ser contaminadas.*

*Há também sinais de que as pressões inflacionárias começam a incomodar os agentes políticos, o que pode ser ilustrado pelo atraso no repasse da alta do diesel para o consumidor. Em paralelo, também nos parece claro que há uma certa fadiga de ajuste após*

*alguns anos de austeridade fiscal. Portanto, a pressão por programas de transferência de renda deve se prolongar, o que eventualmente tornará o teto de gastos insustentável sem uma reforma mais agressiva nos gastos obrigatórios.”*

Passados oito meses desde a carta, a inflação em 12 meses medida pelo IPCA não está distante de dois dígitos e a nossa curva de juros reais mostra que o “regime de juros baixos” não foi tão permanente quanto se imaginava. Aos erros de política econômica somam-se a máquina de gerar ruídos de Brasília, o emaranhado de novas regras fiscais que minam a solidez do arcabouço implementado em 2016 e as incertezas em relação ao quadro eleitoral.

O risco de um programa de racionamento compulsório de energia, hoje muito bem mapeado pelo consenso de mercado, também explica parte da piora recente do prêmio de risco Brasil e fez parte do escrevemos na carta de maio de 2021:

*“A recente preocupação com o cenário hidrológico – o período úmido do ano corrente foi o pior da série histórica de 90 anos – é sintomática sobre as nossas restrições do lado da oferta. O PIB está 3% abaixo dos picos de 2014 e há uma relativa estabilidade do consumo de energia ao longo dessa prolongada estagnação. Merece destaque tamanha fragilidade nesse estágio do ciclo econômico.*

*A nossa avaliação, por enquanto, é que a disponibilidade das térmicas e a maior participação*

*de fontes alternativas no parque elétrico são importantes mitigadores do risco e que o cenário central é de mais custos para o consumidor e uma menor probabilidade de racionamento em relação a outros ciclos. A persistência da seca e novas revisões positivas de crescimento podem mudar esse quadro.*

Também na carta de maio, discutíamos a origem da melhora fiscal, grande tema do mercado naquele momento:

*“Com o deflator do PIB crescendo a mais de dois dígitos e juros reais ex-post negativos, a aritmética em torno da trajetória do endividamento público fica muito mais favorável.*

*De alguma forma, estamos vendo como a inflação mais alta pode azeitar, ainda que temporariamente, as engrenagens da máquina fiscal”*

Após a euforia em torno da melhora fiscal, explicada em boa parte pela significativa aceleração inflacionária, vem a ressaca da necessidade de juros reais ex-ante mais altos e da intensificação dos conflitos distributivos, onde os agentes econômicos pressionam os políticos para recuperar o seu pedaço de renda comido pela inflação. A proximidade da eleição apenas acentua essas tensões.

Pelos fatores acima expostos, temos nos posicionado de forma mais defensiva nos ativos de Brasil e, apesar da piora recente dos prêmios de risco, temos dificuldade de antever uma forte melhora dos

mercados sem o surgimento de uma terceira via eleitoral competitiva. Continuaremos atentos, portanto, ao outro lado do Bolsonaro *smile*, onde uma piora adicional do cenário pode levar a um enfraquecimento mais intenso do incumbente e viabilizar uma candidatura de centro, o que teria impactos muito positivos sobre os mercados.

\* \* \*

## China

Temos reforçado a nossa preocupação com o cenário de China e suas repercussões sobre as *commodities* mais sensíveis ao ciclo de investimento na China. Entendemos que o frenesi regulatório contra vários setores, em especial as plataformas de internet e o setor de educação, eclipsou a importante mudança em curso em relação ao setor de *properties*.

### *"Housing is for living in, not for speculation"*

Em 2017, Xi Jinping já alertava para a baixa tolerância do governo com os supostos excessos especulativos no mercado imobiliário. Desde então, no entanto, os mercados se acostumaram às políticas de *stop-and-go*, quando o menor sinal de desaceleração já produzia uma reversão das políticas anteriores de aperto.

O novo mantra *common prosperity*, no entanto, reforça um ponto que temos discutido - o peso das hipotecas e dos altos preços de imóveis são percebidos como obstáculos centrais para a

formação de famílias, o que é um grande limitador para o crescimento potencial de longo prazo da China. Além disso, o governo entende que o setor de *properties* absorveu poupança em excesso e é hora alocar recursos, por exemplo, em setores *hard tech*, como semicondutores.

A acentuada *debacle* da Evergrande, incorporadora mais endividada da China, parece ser um sinal dos novos tempos. Mesmo que o Estado eventualmente assista a Evergrande na reestruturação da sua dívida, a mensagem de Pequim para o setor é que continuem desalavancando, vendam ativos e cortem os lançamentos. Com os *bonds* de várias empresas do setor negociando a um desconto significativo do valor de face, temos dificuldade de antever um caminho que não passe por um forte tranco na construção privada ao longo dos próximos trimestres.

Do lado da demanda, Pequim quer interromper a expectativa disseminada que os preços dos imóveis sempre valorizam, tornando mais restritivo o acesso ao crédito imobiliário e atuando firmemente com medidas administrativas e de natureza prudencial-regulatória.

De qualquer forma, mesmo que os gestores de política econômica na China mereçam um voto de confiança e o cenário de aterrissagem forçada seja evitado com medidas de alívio monetário e fiscal, nos parece claro que a atividade de construção será marginalizada na alocação de capital delineada pelos

“planejadores centrais” do governo chinês, cada vez mais ativos nessa nova fase mais intervencionista da era Xi Jinping.

\* \* \*

### Posicionamento

A nossa principal alocação de risco segue nas *commodities*, em especial no petróleo, incluindo aqui as ações de empresas produtoras de diversas geografias. A queda sucessiva dos estoques, os sinais firmes de disciplina do lado da oferta e a inevitável reabertura da economia global, conjuntamente afetada pela variante Delta e pelo atraso na vacinação em alguns países, reforçam a nossa convicção com a tese de longo prazo.

Também no mercado de *commodities* e em linha com o nosso entendimento que há mudanças estruturais importantes acontecendo na China, temos construído *hedges* com posições vendidas em ações de mineradoras, minério de ferro e cobre.

Por último, recentemente o setor de urânio voltou a entrar em evidência com o surgimento de um novo *trust fund* no mercado. O fundo tem como intuito proporcionar exposição ao preço *spot* da *commodity* de forma eficiente, algo até então inédito. Desde que foi lançado, o *trust fund* já teve aportes que equivalem à compra de 5 milhões de libras no mercado *spot*.

Nesse período, o preço do urânio spot subiu cerca de 25%, e acreditamos que ainda assim esteja abaixo do preço de equilíbrio de longo prazo. O fundo recentemente aumentou a posição comprada na estratégia e seguimos confiantes na tese de investimento.

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%	<b>9.6%</b>	4.1%
2019	0.0%	10.1%	-0.1%	-0.7%	-2.0%	-1.4%	1.0%	4.3%	-2.5%	<b>8.6%</b>	6.0%
2020	1.1%	3.0%	2.6%	-1.0%	4.7%	1.0%	1.8%	2.1%	-4.5%	<b>10.7%</b>	2.8%
2021	2.8%	2.5%	-1.2%	0.3%	2.7%	-0.9%	1.3%	1.4%	-1.7%	<b>7.1%</b>	2.1%
jan	0.0%	0.5%	-1.0%	0.1%	-0.2%	0.0%	-0.7%	0.1%	-0.2%	<b>-1.3%</b>	0.1%
fev	1.2%	-0.3%	0.2%	0.4%	1.2%	0.4%	1.6%	0.0%	-0.8%	<b>3.9%</b>	0.1%
mar	0.3%	-1.3%	0.1%	-0.1%	0.1%	-0.7%	0.1%	0.3%	0.7%	<b>-0.7%</b>	0.2%
abr	0.3%	0.3%	-0.9%	-0.1%	0.4%	-0.1%	0.7%	0.0%	-0.1%	<b>0.6%</b>	0.2%
mai	0.0%	1.3%	0.3%	-0.1%	0.5%	-0.1%	2.2%	0.2%	-0.9%	<b>3.5%</b>	0.3%
jun	-0.2%	1.8%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.0%	0.2%	-0.3%	<b>2.4%</b>	0.3%
jul	0.2%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	0.1%	-0.1%	-2.2%	0.3%	0.3%	<b>-2.2%</b>	0.4%
ago	0.9%	0.5%	0.1%	-0.1%	0.3%	-0.4%	-0.2%	0.2%	-0.3%	<b>0.9%</b>	0.4%

## 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%	<b>35.7%</b>	12.2%
2016	4.0%	27.8%	-3.0%	1.9%	1.5%	4.0%	0.3%	14.1%	-9.4%	<b>41.3%</b>	14.0%
2017	2.6%	-1.9%	-3.7%	1.4%	6.9%	-1.8%	0.0%	5.2%	-3.1%	<b>5.6%</b>	10.0%
2018	1.3%	37.0%	2.8%	0.3%	4.8%	-2.4%	0.3%	4.3%	-10.0%	<b>38.4%</b>	6.4%
2019	-0.5%	25.9%	0.7%	-2.0%	-6.6%	-3.8%	2.5%	2.4%	-5.7%	<b>12.8%</b>	6.0%
2020	3.3%	9.1%	7.9%	-3.0%	14.2%	2.9%	5.3%	0.9%	-10.4%	<b>30.2%</b>	2.8%
2021	8.8%	9.4%	-3.6%	0.7%	8.1%	-3.3%	2.3%	1.5%	-4.4%	<b>19.4%</b>	2.1%
jan	0.1%	1.5%	-2.9%	0.3%	-0.5%	0.1%	-2.2%	0.0%	-0.2%	<b>-3.8%</b>	0.1%
fev	3.6%	-1.0%	0.6%	1.3%	3.7%	1.3%	4.7%	0.0%	-2.4%	<b>11.8%</b>	0.1%
mar	0.8%	-3.5%	0.2%	-0.3%	0.1%	-2.1%	-0.1%	0.6%	2.2%	<b>-2.2%</b>	0.2%
abr	1.0%	0.7%	-2.0%	-0.2%	1.2%	-0.5%	1.7%	0.1%	-0.5%	<b>1.5%</b>	0.2%
mai	-0.2%	4.3%	0.6%	-0.2%	1.8%	-0.3%	6.6%	0.1%	-2.4%	<b>10.2%</b>	0.3%
jun	-0.5%	6.4%	0.4%	1.0%	0.5%	0.8%	-0.2%	0.1%	-1.7%	<b>6.7%</b>	0.3%
jul	0.9%	-1.6%	-0.6%	-0.8%	0.1%	-0.6%	-6.1%	0.2%	1.4%	<b>-7.1%</b>	0.4%
ago	2.7%	1.5%	0.2%	-0.3%	0.9%	-1.4%	-0.7%	0.1%	-0.8%	<b>2.3%</b>	0.4%