

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de -5,24% e -1,13% no mês e 39,11% e 16,15% no ano, respectivamente.

Em junho, as perdas dos fundos foram explicadas principalmente pelo descasamento do *hedge* aplicado em juros desenvolvidos com a principal posição do fundo, o petróleo. Em paralelo, renda variável internacional trouxe ganhos ao fundo.

\* \* \*

*“Ademais, considerando as magnitudes dos erros de projeção desde 2020, estamos especialmente céticos sobre a capacidade do consenso de mercado e dos formuladores de política econômica de anteciparem, com alguma precisão, os cenários de inflação e atividade dos próximos anos. A magnitude dos choques de demanda e de oferta foi tão potente, causando surpresas econômicas não vistas há mais de quatro décadas, que os efeitos da reversão parcial desses choques não devem ser subestimados.”*

Esse trecho da nossa última carta gerou intensos debates internos e só aumenta a nossa convicção que estamos diante de um cenário bastante complexo e incerto. Apesar de todos os erros de previsão dos últimos anos, os principais bancos centrais capitularam. Liderados pelo FED, resolveram trocar de marcha por completo. O momento *“whatever it takes”* no combate às pressões inflacionárias, simbolizado pela alta de 75 pontos-

base do FED “anunciada” às vésperas da reunião de junho nos surpreendeu, mas deixa claro que uma suave recessão é um preço aceitável pelo FED para que a inflação arrefeça.

Ainda que de forma tímida ou escondida na narrativa do FED, existe uma certa convicção na resiliência da economia americana a choques, sejam eles frutos do aperto monetário ou do choque de energia. O excesso de poupança das famílias, o aperto do mercado de trabalho, o balanço saudável dos agentes privados e a baixa taxa de vacância do mercado imobiliário seriam pontos que evitariam uma piora acentuada da atividade. Uma eventual recessão seria leve e não prolongada, causando uma piora apenas limitada do mercado de trabalho. As recentes comunicações do FED caminham nessa direção.

Especialmente no mundo pós-pandemia, como refletimos anteriormente, somos céticos sobre tais convicções muito arraigadas e especialmente sobre o peso excessivo atribuído aos dados de curto prazo. A pouca importância dada pelo FED às defasagens da política monetária, visível desde o ano passado, e a ênfase excessiva aos últimos números de inflação nos parecem um equívoco.

Mais ainda, nos perguntamos se não está sendo subestimado o peso dos simultâneos choques de oferta para explicar a forte piora inflacionária global.

Dando um passo atrás, entendemos que na visão dos que defendem a necessidade de uma política monetária mais restritiva, os estímulos monetários e fiscais trouxeram um excesso de demanda a um mundo com restrições importantes de oferta. Mesmo com o arrefecimento de importantes estrangimentos nas cadeias de produção e a dissipação do efeito dos estímulos, a inflação estaria mais enraizada e inercial.

Na tentativa de validar essa tese, buscamos os tradicionais paralelos históricos. Apesar do nosso viés de repetições dos ciclos, os paralelos com a década de 70 nos parecem exagerados e com diferenças importantes na política fiscal, na credibilidade dos bancos centrais e no poder dos sindicatos.

O ciclo atual parece único e resultado de vários eventos econômicos e geopolíticos simultâneos. Tais eventos (ou choques) se entrelaçam de alguma forma, mas com consequências e causas muito díspares, possivelmente nublando a análise tradicional.

*“With the possible exception of the period immediately after WW2, the economy we have today is not like anything we have seen before. So, rather than take comfort from the cosy sellside consensus, investors*

*should try to test the sensitivities of these forecasts. New information over the next six months, if it provides some clarity, could profoundly shift current market narratives.”<sup>1</sup>*

\* \* \*

Ainda em 2019, a queda de produtividade do *shale* americano e as dúvidas sobre a capacidade de produção da OPEC embasavam o início da nossa tese de investimento em petróleo, o que não tinha nenhuma relação com o debate de política monetária. Desde então, a escassez de capital para o setor, em parte alimentada pela onda ESG, os traumas alimentados pelos colapsos de preço em 2015 e 2020 e a falta de oferta de mão de obra e equipamentos alavancaram o preço da *commodity*.

Sem entrar nos detalhes daquela que ainda é a principal posição do fundo, um ponto importante nos chama atenção. Apesar da importante valorização do preço desde 2020, a demanda total de petróleo não superou ainda a de 2019. Sem a pandemia e as restrições de mobilidade bastante persistentes a ela associadas, estaríamos em níveis ainda mais altos de preço do petróleo?

Usando como referência o diesel, a explosão do preço para algo próximo de USD 200 dólares o barril

<sup>1</sup> PERKINS, Dario. *Don't Extrapolate From This Fake Business Cycle*. TS Lombard. 13 jan. 2022.

não nos parece ter a ver com excessos de demanda e sim com graves problemas no lado da oferta.

O fechamento de cinco refinarias nos EUA apenas nos últimos dois anos e a retirada do equivalente a mais de 5 milhões de barris/dia de capacidade do refino do mercado entre 2019 e 2023, espalhada por vários países, são uma evidência bem clara nessa direção. Na produção do petróleo cru nos EUA, estamos com quase 1 milhão de barris a menos do que no pré-pandemia, mesmo com preços acima do suposto custo marginal.

Em paralelo ao choque de energia e a pandemia ainda em curso, a guerra da Ucrânia foi outro evento sísmico que atingiu o mundo, especialmente a Europa, com consequências inflacionárias e recessivas ainda não plenamente conhecidas.

Ainda que entendamos a preocupação com os efeitos de segunda ordem dos choques de oferta sobre a inflação, os seus efeitos recessivos, em especial na Europa, não estão sendo subestimados? Será mesmo um choque monetário a prescrição mais adequada para lidar com tantos choques de oferta de grande intensidade? A deterioração de 4 pontos percentuais do PIB na balança comercial da Zona do Euro desde o início de 2021, majoritariamente explicada pela piora no saldo em energia e alimentação, é emblemática sobre a magnitude do choque de renda real sofrido pela região.

O último dado de emprego da Alemanha, referente ao mês de junho, também abre uma discussão interessante. Qual será o efeito desinflacionário sobre o mercado de trabalho europeu da emigração em massa da Ucrânia? O aumento inesperado de 5% para 5,3% no percentual de pessoas da força de trabalho da Alemanha que estão com pedidos de auxílio desemprego, explicada principalmente pela entrada de ucranianos, já pode ser um sinal nessa direção. No caso específico da Alemanha, estimamos que há um potencial choque positivo de pelo menos 1% na oferta de trabalho.

Em linhas gerais, temos nos indagado recorrentemente onde estaremos daqui a 6 meses. Os bancos centrais, hoje alardeando as preocupações com a inflação e o risco de desancoragem das expectativas, não mudarão a chave para os riscos de recessão, especialmente na Europa? Estaremos ainda discutindo aperto monetário se a Europa tiver uma ruptura mais traumática no gás vindo da Rússia? Como se sustentará o modelo industrial alemão com tamanha ruptura na matriz energética do país?

O excesso de perguntas nessa carta é reflexo das incertezas. Avaliamos que a economia global está diante de múltiplos vetores que historicamente são contracionistas para a atividade. Apesar disso, os bancos centrais, que subestimaram a aceleração inflacionária desde 2020, agora nos dizem que o único objetivo da política monetária é retomar a

estabilidade de preços e ancorar de forma firme as expectativas de inflação. Temos nos perguntado se, mais uma vez, eles não estão *“fighting the last war”*.

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	0,5%	0,5%	-1,6%	0,8%	2,3%	-1,3%	9,7%	3,3%	-3,2%	<b>11,0%</b>	4,4%
2022	0,0%	1,0%	1,1%	-1,1%	2,9%	0,4%	11,3%	4,5%	-3,9%	<b>16,1%</b>	5,4%
jan	-0,3%	1,0%	0,3%	-0,1%	0,8%	-0,2%	1,5%	0,7%	-0,7%	<b>3,1%</b>	0,7%
fev	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,2%	-0,1%	2,9%	0,9%	-0,6%	<b>2,4%</b>	0,7%
mar	0,8%	0,4%	0,4%	0,3%	-0,6%	0,0%	4,5%	0,5%	-1,3%	<b>5,1%</b>	0,9%
abr	0,2%	-0,7%	0,1%	0,0%	0,9%	0,9%	1,7%	0,6%	-0,7%	<b>3,0%</b>	0,8%
mai	0,0%	0,8%	0,0%	0,7%	0,8%	-0,3%	0,8%	0,8%	-0,7%	<b>2,9%</b>	1,0%
jun	-0,4%	-0,3%	0,2%	-1,7%	0,8%	0,0%	-0,7%	0,7%	0,3%	<b>-1,1%</b>	1,0%

## 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	-0,1%	1,7%	-5,1%	2,7%	5,7%	-4,4%	32,7%	2,0%	-7,9%	<b>27,2%</b>	4,4%
2022	-0,1%	2,6%	4,0%	-4,8%	10,6%	1,3%	35,2%	1,3%	-11,1%	<b>39,1%</b>	5,4%
jan	-0,9%	3,1%	1,1%	-0,4%	2,5%	-0,5%	4,5%	0,3%	-2,2%	<b>7,4%</b>	0,7%
fev	-0,5%	-0,4%	0,0%	-0,1%	-0,8%	-0,3%	8,6%	0,3%	-1,5%	<b>5,2%</b>	0,7%
mar	2,3%	1,3%	1,5%	0,9%	-1,8%	0,0%	12,3%	0,1%	-3,5%	<b>13,1%</b>	0,9%
abr	0,6%	-2,3%	0,3%	0,0%	2,8%	2,7%	5,3%	0,1%	-1,8%	<b>7,7%</b>	0,8%
mai	-0,1%	2,3%	0,1%	2,1%	2,6%	-1,0%	2,4%	0,1%	-1,7%	<b>6,7%</b>	1,0%
jun	-1,2%	-1,1%	0,5%	-5,5%	2,5%	0,0%	-1,7%	0,2%	1,0%	<b>-5,2%</b>	1,0%

Este conteúdo foi preparado pela Vista Capital Gestora de Recursos Ltda. ("Vista Capital"), tem caráter meramente informativo e as estimativas, conclusões, opiniões, projeções e hipóteses apresentadas não constituem garantia ou promessa de rentabilidade ou de isenção de risco. Aos investidores, é recomendada a leitura de lâminas, prospectos e/ou regulamentos antes de investir seus recursos. A Vista Capital não se responsabiliza por erros, omissões ou pelo uso destas informações. As informações referem-se às datas e condições mencionadas. As análises aqui apresentadas não pretendem conter todas as informações relevantes que um investidor deve considerar e, dessa forma, representam apenas uma visão limitada do mercado. Este conteúdo não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído sem a prévia e expressa concordância da Vista Capital.

