

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de -13,07% e -3,76% no mês e 30,63% e 16,28% no ano, respectivamente.

Investir com horizontes longos, nosso principal objetivo, sempre nos exigiu uma dedicação especial a proteções que nos permitissem navegar as flutuações de curto prazo. Os *hedges* são peças fundamentais de nosso modelo de gestão e, como tal, objetos de intenso e contínuo escrutínio.

Conforme discutido neste fórum ao longo dos últimos anos, os momentos de quebra de correlação entre ativos são os mais difíceis para a nossa estratégia, pois as proteções tendem a não funcionar como esperado. Não à toa, nossos controles e limites de risco consideram cenários de resultados *descorrelacionados*, isto é, perdas potenciais estimadas de maneira independente para cada ativo.

O erro na proteção escolhida não apenas deixa de proteger o ativo de longo prazo, mas pode aumentar a volatilidade e adicionar novas perdas, como foi o caso de setembro. O resultado dos fundos no mês, ainda que estatisticamente provável, renova a sua pior perda mensal e traz lições que serão intensamente discutidas por nós.

Nesse mês, observamos um movimento incomum. O preço do barril de petróleo recuou cerca de 11%, uma variação relevante, mas dentro da distribuição normal das variações de preço. Os títulos do Tesouro americano de 10 anos, por sua vez, tiveram a pior

performance mensal desde 2009. Como referência, a queda de quase 20% do petróleo nos últimos dois meses foi acompanhada do pior retorno da *Treasury* nessa janela de observação, combinação que não tem precedentes nesse século.

Não há dúvida que momentos de crise financeira elevam as chances de quebra de correlações históricas. Além disso, não temos dúvida que parcela relevante da *performance* negativa dos ativos de risco, incluindo as *commodities*, é resultado da alta dos juros americanos.

De qualquer forma, reforçamos que os fundos se encontram com limites reduzidos pela metade, conforme a nossa política de risco.

\* \* \*

Ao longo dos últimos anos, discutimos profundamente nesse fórum as movimentações do FED e as suas consequências para os mercados globais. Desde o aperto monetário que teve seu ápice em 2018, seguido por um *pivot* agressivo em 2019, aos estímulos sem precedentes implementados ao longo da pandemia, é evidente a importância dos ciclos de política monetária nos EUA para a economia global e para a dinâmica dos ativos financeiros. Historicamente, excluindo guerras e pandemias, os grandes choques financeiros globais têm na sua origem mudanças nas políticas do FED.

Neste contexto, vale lembrar que no final de 2021, depois de um longo período alocado em ativos reais, o nosso grau de preocupação subiu:

*“Ao longo dos últimos meses, a persistência das pressões inflacionárias, agravada pelos contínuos desajustes em importantes cadeias de produção, tem enfraquecido a narrativa de transitoriedade da inflação, alimentada pelo FED.*

*A combinação entre agressivas políticas de transferência de renda e restrições de oferta foram além da conta? A escolha, implícita ou explícita, de subir o preço da energia com menos investimentos tornará a economia global menos produtiva, apesar dos avanços tecnológicos em curso? Caminhamos para um equilíbrio perigoso ou a inflação irá arrefecer com a eventual normalização das cadeias produtivas?*

(...)

*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.”*

Circundando a nossa preocupação com o preço das ações e o ciclo econômico, sempre esteve nosso viés

altista para preços de *commodities*, especialmente de energia. Um aumento significativo do custo primário teria efeitos potencialmente negativos sobre a economia americana, ainda mais considerando um ponto de partida frágil entre as condições de oferta e demanda.

Frente a esse cenário, o fundo permaneceu vendido em bolsa americana como proteção do portfólio do final de 2021 até meados de 2022, trazendo um resultado muito representativo para o retorno dos fundos no ano.

Certos de que não existe apenas uma resposta e que na gestão de recursos a mudança no equilíbrio de risco e retorno é suficiente para reduções de posições, tentaremos resumir da melhor forma possível porque não consideramos mais a venda de bolsa americana como um *hedge* assimétrico.

*i) Valuation.* Ainda que respaldada pela piora do ambiente macro, a redução de *valuation* das ações é notória. Empresas com alto crescimento de receita, mas que não geram caixa perderam até 90% do seu valor – a cesta de empresas *‘non profitable’*, que chegou a subir quase 300% desde o final de 2019, apagou toda a sua alta ao longo dos últimos 18 meses. Não obstante, muitas companhias que geram caixa, não possuem dívida e tampouco sofrem ameaças competitivas também observaram quedas importantes. Diante de alguns dos melhores negócios do planeta, e após um *de-rating* de múltiplos

de mais de 30%, vemos pouca margem de segurança em uma aposta contra.

*ii) Valor de escassez.* Ao longo do último ano, mercados relevantes como o da China e alguns outros emergentes tornaram-se praticamente não investíveis para uma gama importante de investidores. Frente a falta de opções globais, o mercado americano, líquido, robusto e com as melhores empresas do mundo, deveria sofrer uma exigência de menor prêmio de *equity vis-à-vis* outros mercados.

*iii) Commodities.* Muito se fala da semelhança do atual ciclo com a década de 70, o que nos parece um exagero. De toda forma, as semelhanças no mercado de energia são bem mais claras. No entanto, parte do racional para a venda de bolsa não tem mais a mesma força. Além do ponto de entrada hoje mais desfavorável, as pressões inflacionárias vindas das *commodities* e das cadeias de produção são bem menores, o que poderia arrefecer as pressões baixistas sobre as margens de lucro.

Em relação às *commodities*, há um quadro claro de escassez em alguns metais e no petróleo. Se pensarmos no alumínio, por exemplo, a Europa tem fechado sequencialmente a oferta pelas enormes pressões associadas ao custo de energia. No caso do petróleo, a produção americana continua aquém do

pré-pandemia e sem sinais de recuperação, ao mesmo tempo em que a OPEC continua entregando um patamar muito abaixo das cotas combinadas de produção.

Se a oferta continua cada vez mais restrita, por qual motivo os preços seguem em patamares significativamente mais baixos do que os picos do primeiro semestre?

No nosso entendimento, apenas uma queda de demanda muito forte poderia explicar tal fenômeno. Estudos recentes mostram que a demanda implícita nos preços das *commodities* indicam um PIB global ex-China cerca de 2 pontos percentuais abaixo das projeções de consenso<sup>1</sup>. Temos nos perguntado diariamente se a China está superestimando os dados de atividade e se a Europa já está em uma recessão profunda. Do contrário, a não ser que uma importante contração global da atividade se manifeste nos próximos meses, o mais provável é que o preço de algumas *commodities* retome a tendência de alta.

*"The oil market is in a 'state of schizophrenia' and increasingly disconnected from signs of robust crude demand."*<sup>2</sup>

Considerando que a nossa convicção sobre a oferta, construída e aqui compartilhada ao longo dos últimos anos, está cada dia mais arraigada, como

<sup>1</sup> COURVALIN, Daniel et al. Demand concerns mask unresolved underinvestment. Goldman Sachs Commodities Research. 27 set. 2022.

<sup>2</sup> HORNER, Will. OPEC Reiterates Warning About Disconnected Oil Market. Wall Street Journal. 13 set. 2022.

pensamos em nos proteger de um choque de demanda?

Conforme discutido anteriormente, a venda de bolsa americana, com *duration* alto e desproporcionalmente afetada pelo nível dos juros reais de longo prazo, não parece assimétrica. Ainda mais, considerando que mão de obra oscila entre 13% e 15% dos custos totais das empresas e que os dados correntes mostram uma economia ainda resiliente, com vendas nominais em ritmo ainda forte, as margens das empresas deveriam cair como esperado ou existe um risco de subirem com a menor pressão de custos?

Frente a esse cenário de múltiplos mais baixos, dúvidas sobre a direção das margens de lucro e a correlação com juros reais, a bolsa americana não nos parecia mais uma proteção clara de demanda. A compra de dólar, especialmente contra euro e yuan, utilizada também com efetividade ao longo do ano, também parecia ter encontrado níveis importantes.

Como sempre, procuramos *hedges* que minimizem o risco de perdas dobradas e, considerando o fato histórico que o petróleo é um ativo que performa bem nos quadrantes inflacionários, optamos por não ter posições tomadas em juros globais ao longo de 2022. E exatamente por essa correlação histórica em ambientes inflacionários e deflacionários, posições aplicadas em juros acabaram se tornando, a partir do meio do ano, o *hedge* da principal posição do fundo contra surpresas negativas de demanda.

Estávamos errados e de forma importante na escolha do *hedge*. A escolha de proteções é relevante e o erro traz duras consequências. No lado da inflação implícita, a correlação com o petróleo se manteve. Em contraste, os juros reais de mercado de longo prazo tiveram uma abertura de cerca de 100 pontos-base, um dos movimentos mais fortes da história.

De toda forma, considerando a nossa política de risco e as dúvidas recentes que surgiram sobre a expansão fiscal do Reino Unido, afetando de forma significativa o prêmio de risco nas curvas de juros desenvolvidos, optamos por reduzir de forma relevante a nossa exposição aplicada em juros.

\* \* \*

Se voltarmos a 2019, quando houve a reversão do aperto monetário de Jerome Powell, discutimos seguidamente a taxa de juros neutra da economia americana, inclusive frente a uma política fiscal mais frouxa do governo Trump.

Entendemos que em algum momento, quando tivermos maior visibilidade sobre a normalização do ciclo, voltaremos a discutir qual a taxa neutra e seus efeitos sobre preços de ativos.

De toda forma, com juros reais bem superiores a 1% e com o aperto relevante das condições financeiras nos últimos meses, o ajuste monetário do FED já coloca o *policy stance* projetado na curva de juros em níveis restritivos.

Mais ainda, nos chama atenção o pouco peso dado às defasagens da política monetária, o que soa como um erro comum cometido por bancos centrais de menor calibre e reputação do que o FED.

*"In a shower when you turn the faucet, water won't show up in the showerhead for a few seconds. So if a "fool in the shower" is always making big changes in the temperature, based on how the water feels right now, the water is likely to swing back and forth between too hot and too cold. How does this apply to central banking?" – Milton Friedman*

Além de juros reais mais altos, a persistente fraqueza da economia chinesa e o cenário econômico e geopolítico extremamente adverso no continente europeu nos apontam para um quadro de estagnação ou recessão da economia americana em 2023.

O ambiente atual de perdas relevantes nas ações e na renda fixa é raro e produz efeitos relevantes sobre o mercado. Frente a esse cenário, optamos por reduzir as nossas proteções e focar na simplificação do portfólio. Diante de uma convicção acima da média nas posições de petróleo e Brasil, decidimos por nos manter alocados, ainda que com uma posição menor.

\* \* \*

Para além do erro na proteção, a posição principal do fundo ainda nos traz bastante confiança do lado

fundamentalista, apesar da queda relevante no mês de setembro.

Os estoques globais continuam a cair de forma impressionante, apesar da redução histórica das reservas estratégicas dos EUA e da continuidade da política de *Zero Covid* na China.

Ao longo dos próximos meses, quatro eventos de curto prazo nos chamam especial atenção:

i) A venda da reserva estratégica americana, coincidentemente casada com a eleição do Congresso, deve cessar em novembro.

ii) A China, ainda que sem clareza, traz alguns sinais de maior flexibilização nas políticas de restrição de mobilidade, especialmente associadas ao transporte aéreo. Mais ainda, será que a liberação de uma cota importante de refino para as refinarias locais pode indicar um possível aumento de demanda?

iii) As sanções russas se aprofundam e entram em vigor no final do ano, com consequências diretas sobre a produção. Por mais imprecisas que sejam as previsões da intensidade, a direção é clara no sentido de uma menor produção.

iv) A produção americana continua incrivelmente estável. Com o recuo recente dos preços da *commodity*, observamos uma menor atividade de perfuração com consequências prospectivas interessantes. Quem poderia imaginar que não

teríamos crescimento do *shale* com petróleo em torno dos 100 dólares?

*“(The market is) focusing on what could happen to demand if recession happened in different parts of the world. They are not focusing, as mentioned, on supply fundamentals. (...) The world should be worried. This is where we are heading. (...) And if China opens up a little bit, you will find out that spare capacity will be eroded completely.”<sup>3</sup>*

Recentemente a OPEC voltou a cortar a produção, com efeitos visíveis tanto nos preços como no cenário geopolítico. Não é claro o que motivou esse corte, uma vez que a evolução dos estoques não é consistente com tal movimento. O diferencial do petróleo físico para os contratos futuros de curto prazo mostra um cenário que demandaria um aumento de produção.

Se a nossa convicção de um mercado sem a necessidade de cortes estiver correta, a decisão política da OPEC, provavelmente sem respaldo técnico, induz algumas leituras de cenário. Estaria a OPEC novamente confiante que controla o mercado de petróleo, com a inoperância do *shale*, depois de quase 10 anos? A união com Putin traz um antagonismo maior com o Ocidente, em particular com a América de Joe Biden? Ou ainda, será que a

OPEC não tem capacidade de produzir de forma sustentável nos níveis atuais?

Qualquer que seja a resposta, a conclusão parece altista para preços e estamos possivelmente diante de uma mudança tectônica no mercado de energia. Seguimos posicionados de forma relevante no petróleo e, conforme explicado ao longo da carta, com menores proteções.

\* \* \*

*“Os últimos anos mostraram que o Brasil vive praticamente um regime de semi-parlamentarismo, tamanha a força do Congresso. Se ainda há alguma incerteza em torno da eleição presidencial, isso não se aplica à futura composição parlamentar. Utilizando como proxy eleições municipais, orçamento de campanha do fundo partidário, despesas com campanhas presidenciais em alguns partidos e o orçamento secreto, é bastante razoável assumir que o Congresso será predominantemente de centro ou centro-direita.”*

No trecho acima da nossa carta de fevereiro, avaliávamos que a eleição presidencial não deveria ser percebida como um evento de natureza binária. O resultado das urnas, indicando uma expressiva consolidação das forças políticas de centro-direita no

<sup>3</sup> NASSER., Amin. *Aramco CEO: Energy Transition Lacks 'Constructive Dialogue'*. *Energy Intelligence*. 6 out. 2022.

país, confirmou nossa percepção de que não há espaço para radicalismos ou aventuras heterodoxas.

Cientes dos desafios deixados para o próximo ciclo presidencial, acentuados pelo legado das medidas fiscais implementadas ao longo do ciclo eleitoral, continuamos construtivos com o potencial econômico do país e com os mercados brasileiros.

O nosso cenário altista para o preço de petróleo e a resiliência de outras *commodities*, o efeito defasado das reformas econômicas pós-2016, o fim da incerteza eleitoral, a expectativa de uma desaceleração importante da inflação e o *valuation* descontado dos ativos fazem parte da nossa visão positiva.

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	-0,2%	2,0%	0,9%	-2,8%	3,6%	2,8%	7,4%	7,3%	-4,5%	<b>16,3%</b>	8,9%
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%
jul	0,3%	0,8%	0,0%	1,7%	0,3%	1,0%	0,3%	0,6%	-0,8%	<b>4,1%</b>	1,0%
ago	-0,1%	0,1%	0,1%	-1,2%	0,2%	0,5%	-0,4%	0,9%	-0,1%	<b>-0,1%</b>	1,2%
set	-0,4%	-0,1%	-0,3%	-1,9%	0,1%	0,5%	-3,1%	0,7%	0,8%	<b>-3,8%</b>	1,1%



## 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	-1,3%	5,4%	3,1%	-12,5%	13,2%	9,6%	20,5%	1,7%	-9,1%	<b>30,6%</b>	8,9%
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%
jul	1,1%	2,2%	0,1%	5,0%	0,9%	3,0%	0,7%	0,1%	-2,4%	<b>10,6%</b>	1,0%
ago	-0,4%	0,3%	0,2%	-3,6%	0,6%	1,2%	-1,1%	0,1%	0,3%	<b>-2,3%</b>	1,2%
set	-1,5%	-0,5%	-0,9%	-6,0%	0,3%	1,4%	-9,3%	0,1%	3,3%	<b>-13,1%</b>	1,1%

A Vista Capital Gestora de Recursos Ltda. ("VISTA CAPITAL") é uma sociedade autorizada pela CVM como administradora de carteiras de valores mobiliários, na categoria "gestora de recursos". A VISTA CAPITAL não se responsabiliza por erros, omissões ou imprecisões das informações divulgadas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material. O conteúdo aqui veiculado possui caráter exclusivamente informativo e não constitui aconselhamento ou recomendação de investimentos, notadamente, atividade de análise e consultoria de valores mobiliários, nem uma oferta de valores mobiliários pela VISTA CAPITAL. Para a avaliação do desempenho do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze meses). Os recursos aplicados em fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, do custodiante, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade apresentada dos fundos de investimento não é líquida de impostos. Caso o índice comparativo de rentabilidade aqui veiculado não seja o benchmark descrito no regulamento do fundo, considere tal índice meramente como referência econômica. Aos investidores é recomendada, antes do investimento, a análise detalhada dos documentos regulatórios dos fundos de investimento, notadamente a seção de fatores de risco. Este material e as informações aqui veiculadas são de propriedade da VISTA CAPITAL. É vedada a circulação e reprodução, no todo ou em parte, sem a devida autorização expressa prévia.

