

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de 2,48% e 1,57% no mês e no ano, respectivamente.

Em janeiro, os ganhos dos fundos foram explicados majoritariamente por uma posição comprada em renda variável internacional, tanto em ações americanas quanto chinesas, e uma posição relativa em renda variável brasileira. O petróleo, que segue como principal posição, teve um mês de contribuição negativa para os fundos.

De forma resumida, a nossa principal tese de investimentos continua sendo ancorada na visão que existe um desequilíbrio estrutural no mercado de petróleo. Nessa linha, a queda de estoques observada em 2022 deve se aprofundar com a reabertura chinesa.

Discorreremos nos últimos meses sobre a recuperação da demanda global, mas observando os resultados das empresas produtoras americanas em janeiro, passamos a nos questionar se estamos excessivamente otimistas no lado da oferta.

O trecho a seguir, dito no último *conference call* da Chevron e também reforçada pela Exxon, é importante por mostrar que a produção na bacia de Permian, maior campo de petróleo dos EUA e responsável pela metade da produção americana e por quase todo o crescimento dos últimos anos, foi em parte alimentada pela utilização plena dos DUCS (*Drilled but Uncompleted Wells* - poços perfurados,

mas incompletos). Para 2023, eles já guiam a produção em Permian para um crescimento mais baixo, o que sugere perspectivas pouco animadoras no lado da oferta.

“And then, our Permian growth would be a little bit lower in '23. A couple of things. One, in '22, we had the benefit of a lot of prior DUCs that had been sitting that came online and it boost early production in '22, a little bit more.”¹

* * *

Os desenvolvimentos recentes nas principais economias desenvolvidas, em particular nos Estados Unidos, sugerem uma resiliência importante da atividade econômica, em especial do mercado de trabalho. Ao mesmo tempo, diversos constrangimentos do lado da oferta têm sido em grande parte resolvidos, o que tem levado o FED a trabalhar com a hipótese que o custo da desinflação em termos de perda de produto não necessariamente será muito elevado.

Mesmo que o juro terminal desse ciclo acabe tendo que ser mais alto do que a curva e os *dots* do FED hoje sugerem, é muito improvável que voltemos ao regime de política monetária de 2022, repleto de mudanças abruptas de sinalização. Ou seja, atento aos vetores desinflacionários em curso e aos efeitos defasados do aperto monetário, o FED deve conduzir a fase final do ajuste de forma parcimoniosa e com ajustes de 25 pontos-bases. Como o FED trabalha

¹ WIRTH, Mark. Chevron Q4 2022 Earnings Call. 27 jan. 2023.

com uma desinflação mais lenta do que as projeções de mercado, há alguma gordura para absorver eventuais surpresas negativas, em um processo de convergência às metas que provavelmente não será linear. A reversão da deflação recente em alguns bens, como automóveis usados, e uma desinflação mais lenta em salários e serviços seriam candidatos naturais a frustrações no campo inflacionário.

Do lado do nosso portfólio, cujas teses centrais não têm sido modificadas, temos discutido como encaixar esse cenário de economia americana mais resiliente que o esperado e juros eventualmente mais altos por um tempo suficientemente prolongado. Considerando que o nosso processo de reavaliação dinâmica dos *hedges* é peça fundamental do nosso processo de investimento, hoje avaliamos que uma alocação comprada em dólar contra algumas moedas, como o Euro, o Yuan e alguns emergentes, se ajusta bem ao nosso portfólio e atua como uma proteção contra dois cenários que seriam potencialmente adversos para o petróleo – uma reabertura econômica mal sucedida na China ou surpresas no balanço de riscos entre atividade e inflação que produzam um equilíbrio de juros mais altos e câmbio mais valorizado, com repercussões potencialmente negativas sobre o complexo de *commodities*.

Caso o processo de desinflação ocorra sem uma piora importante da atividade, configurando o tão

almejado *soft landing*, não acreditamos em uma desvalorização substancial do dólar. Afinal, após o surto inflacionário dos últimos anos, chegar no final do túnel com um baixo *trade-off* entre inflação e desemprego confirmaria uma importante resiliência estrutural da maior economia do mundo, principalmente do lado da oferta.

* * *

“Temos bastante dificuldade de observar uma piora substancial com um ciclo positivo de commodities e uma reabertura econômica do nosso principal parceiro comercial, apesar da insistência dos governos de repetirem os erros do passado. Ou seja, estamos potencialmente diante de mais uma oportunidade perdida e não de um colapso.”²

O trecho acima da nossa carta de dezembro permanece válido. Porém, é justo afirmar que estamos navegando em uma linha tênue entre a manutenção do medíocre *muddle through* da última década e um cenário de crise mais profunda, com perdas potenciais importantes de algumas âncoras econômicas.

A tarefa de filtrar os ruídos e entender os sinais do novo governo tem se provado complexa, mas é evidente que estamos tendo uma quebra de regime em relação ao pós-2016 e a discussão é apenas de velocidade das mudanças e do tamanho dos freios que o *establishment* consegue impor.

² VISTA CAPITAL. Carta do Gestor. Dez. 2022

Os recentes ataques ao Banco Central e ao regime de metas são extremamente contraproducentes, por mais que consideremos legítima a discussão sobre qual é a meta de inflação ótima para a nossa economia e avaliemos que o Banco Central cometeu equívocos importantes na condução da política monetária nos últimos anos.

Além de não termos mais uma âncora fiscal, tendo em vista que o debate técnico e político sobre o novo arcabouço fiscal parece ainda ser incipiente, é extremamente arriscado colocar sob risco a âncora monetária. Apesar das inúmeras ameaças ao teto de gastos nos últimos anos, em nenhum momento do pós-2016 entramos nesse campo minado de questionar a legitimidade da autoridade monetária. Incertezas no campo fiscal são corriqueiras em países como o Brasil, mas atentar contra o regime monetário é potencialmente bastante perigoso.

Ademais, quanto maior a pressão política sobre o Banco Central e quanto mais demorar a definição sobre a meta de inflação a ser perseguida, mais distante fica a queda da taxa Selic e maiores os prêmios na curva de juros.

O mais paradoxal é que o cenário de corte de juros, tão desejado pelo Planalto, poderia estar se avizinando em função do acúmulo de forças desinflacionárias e pela visível desaceleração da atividade econômica, inclusive do mercado de trabalho. A sensível piora no mercado de crédito, com fatores de ordem micro e macroeconômica que se retroalimentam, também seria um combustível

natural para uma política monetária menos apertada.

No lado micro, é plausível afirmar que vivemos uma mini-bolha de cartão de crédito nos últimos anos, alimentada tanto pelas *fintechs* como pelos grandes bancos. Como referência, de acordo com dados oficiais do Banco Central, o crescimento do número de cartões de crédito ativos desde dezembro de 2019 foi superior a 60%, o que chama atenção por considerarmos que a taxa de juros começou a subir já no início de 2021. O aumento da inadimplência de pessoa físicas nessa categoria, principalmente nos segmentos de mais baixa renda, foi de mais de 3 pontos percentuais nos últimos dois anos e responde por grande parte da piora agregada da inadimplência das pessoas físicas.

No campo macro, o aumento da taxa Selic de 2% para 13,75% nos últimos 2 anos, em um ambiente onde as famílias comprometiam quase um quarto da renda com serviço da dívida no início de 2021, já seria naturalmente um fator perturbador no mercado de crédito. Olhando de forma mais agregada, é válido ressaltar também que taxas de juros reais muito altas por um período prolongado tem um impacto mais severo que um período curto de juros muito altos. Em outras palavras, inadimplência e risco de crédito devem ser entendidos como fenômenos cumulativos.

Vale ressaltar também que no terceiro trimestre de 2022, quando as condições cíclicas ainda pareciam

bastante favoráveis, alguns bancos já acusavam sinais importantes de piora no crédito.

Mais recentemente, além da fraude corporativa envolvendo as Lojas Americanas, com “inconsistências em lançamentos contábeis” de 20 bilhões reais e uma dívida total de mais de 40 bilhões de reais, temos tido uma série de eventos potenciais de crédito em companhias importantes. Juntando todas as peças desse dominó, o resultado é um inevitável e importante aperto nos *lending standards* dos bancos, o que pode potencializar e acelerar um ciclo de crédito que já parecia desfavorável para a atividade econômica, gerando problemas não apenas para empresas insolventes, mas possivelmente também para empresas com problemas de liquidez.

O dilema dos prisioneiros, experimento bastante conhecido no campo da teoria dos jogos, nos parece uma boa analogia para entender algumas dinâmicas do mercado de crédito brasileiro. Os *spreads* de crédito para pessoa jurídica sempre nos pareciam excessivamente comprimidos, em parte porque os bancos evitavam quebradeiras em série com políticas mais amistosas de rolagem de dívida. Em outras palavras, o prisioneiro não delatava. Mais recentemente, até onde entendemos, os bancos resolveram delatar, ou seja, puxar a liquidez e apertar os critérios de empréstimo, renunciando ao cenário onde todos ganham.

Dito de outra forma, as sementes de um *credit crunch* no Brasil foram germinadas ao longo dos últimos anos, mas apareceram com alguma força nos resultados de alguns bancos no ainda saudável segundo semestre de 2022. Neste momento, é possível que estejamos testemunhando um capítulo mais importante, potencializado, em um ambiente de fragilidades macroeconômicas e baixa confiança, pelos eventos corporativos recentes. Entendemos que crises de crédito estão entre os grandes riscos econômicos e são historicamente subestimadas, tendo em vista o seu processo lento e contínuo de deterioração.

“In economics, things take longer to happen than you think they will, and then they happen faster than you thought they could.”³

Dessa forma, os fundos estão posicionados de forma mais conservadora em Brasil. Além da posição *core* em uma carteira de ações contra o índice, adicionamos uma posição vendida em bancos e posições com um viés negativo nos mercados de juros e câmbio.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital

³ Frase proferida pelo economista Rudiger Dornbush

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	-0,4%	0,4%	2,5%	-16,1%	8,9%	4,6%	18,6%	3,1%	-6,2%	15,3%	12,4%
2023	0,4%	1,2%	-0,4%	-0,1%	2,8%	0,3%	-2,0%	0,8%	-0,6%	2,5%	1,1%
jan	0,4%	1,2%	-0,4%	-0,1%	2,8%	0,3%	-2,0%	0,8%	-0,6%	2,5%	1,1%

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	0,1%	0,6%	0,7%	-3,9%	2,4%	1,1%	6,7%	10,0%	-4,0%	13,6%	12,4%
2023	0,1%	0,4%	-0,1%	0,0%	0,9%	0,1%	-0,6%	1,0%	-0,3%	1,6%	1,1%
jan	0,1%	0,4%	-0,1%	0,0%	0,9%	0,1%	-0,6%	1,0%	-0,3%	1,6%	1,1%

A Vista Capital Gestora de Recursos Ltda. ("VISTACAPITAL") 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.

