

Gostaríamos de agradecer a confiança e a parceria dos nossos clientes e amigos por mais um ano. Desejamos os mais sinceros votos de saúde, paz e prosperidade no ano que se inicia.

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de -1,67% e -0,03% no mês e 15,34% e 13,57% no ano, respectivamente.

Em dezembro, as perdas dos fundos foram explicadas majoritariamente pela posição relativa em ações domésticas contra o índice Ibovespa. Ao longo do ano, os fundos geraram resultado em praticamente todas as estratégias, exceto em renda fixa.

Entramos no nono ano de existência da Vista Capital empolgados com as oportunidades e com a maior robustez da empresa. Após mais um ano desafiador, reflexões sobre acertos, erros e aprendizados são de suma importância.

A nossa estratégia de investimento, que consiste em combinar posições de longo prazo com proteções identificadas como assimétricas, tem se provado robusta ao longo da nossa existência, ainda que nos últimos seis meses algumas proteções não tenham produzido o resultado esperado.

Em 2022, a avaliação *post-mortem* mais simbólica foi a da posição de petróleo, uma vez que tivemos um excesso de retorno significativo com o investimento ao longo de boa parte do ano. Voltar no tempo e questionar caminhos alternativos no processo de

investimento é, na nossa avaliação, de fundamental importância.

No que tange às proteções, enxergamos acertos e erros no nosso processo. Dando um passo atrás no cenário macro que norteia os fundos, voltemos a 2020. Os excessos de estímulos monetários e fiscais nos levaram a uma conclusão clara e debatida seguidamente nesse fórum - o grande perdedor seria o dinheiro. Nessa linha, os fundos estiveram posicionados em ativos reais ou escassos, como ouro, bolsa americana e petróleo.

Ao longo de 2021, esse cenário começou a mudar. Com o recrudescimento da inflação, os bancos centrais se tornaram cada vez mais ativos no aperto da política monetária. Essa mudança trouxe decisões importantes no lado das proteções. Desde o final de 2021, utilizamos de forma relevante a venda de bolsa americana como *hedge*, sendo esta uma das principais fontes de resultado do ano passado.

Historicamente, vale ressaltar que os finais de ciclo econômico são marcados por uma alta relevante das *commodities*, retirando graus de liberdade dos bancos centrais que, por sua vez, são obrigados a derrubar a demanda. Até o meio do ano esse cenário se materializava, com um movimento simultâneo de alta do petróleo e queda dos múltiplos das ações americanas. No entanto, com a percepção que a Rússia não retiraria oferta relevante do mercado, a preocupação com a demanda global em um contexto de guerra na Europa e um ciclo sincronizado de

aperto monetário global, o preço do petróleo começou a ceder.

Em um ambiente de múltiplos mais comprimidos, avanço dos ciclos de normalização dos juros e com a queda do petróleo, nos parecia que a pressão de venda sobre a bolsa americana seria reduzida. Passamos a nos questionar, inclusive, se a queda do petróleo não levaria a uma redução mais rápida da inflação e a correlação dos ativos se alteraria, o que inviabilizaria a venda de bolsa americana como *hedge*.

Se a reabertura das economias desenvolvidas traria uma demanda mais forte e a oferta estava relativamente contida, de onde teríamos um desequilíbrio entre oferta e demanda com implicações baixistas para o petróleo? Nossa preocupação, que *a posteriori* se mostrou equivocada, se concentrou em nos proteger de uma recessão americana, razão pela qual passamos a usar, como principal instrumento de *hedge*, posições aplicadas em juros americanos.

O resultado foi aquém do esperado durante o segundo semestre de 2022, em especial no mês de setembro, quando a correlação entre o preço do petróleo e os juros americanos inverteu. Felizmente, outras proteções, notadamente em moedas e no S&P, obtiveram resultados mais satisfatórios ao longo do ano, compensando as perdas na proteção em renda fixa.

Nossa filosofia de investimento é marcada pelo questionamento contínuo acerca da melhor opção para cada estratégia: reduzir a exposição dos fundos à principal posição (*core*) ou utilizar-se de proteções com objetivo de mitigar riscos de perdas (*hedges*). A relevância dessa escolha para os resultados torna fundamental aprender com cada situação e identificar padrões que possam aprimorar nossas escolhas futuras.

Os fundos continuam a usar risco de forma limitada, respeitando os parâmetros da política de gestão de risco.

\* \* \*

Na última carta, discorreremos brevemente sobre os sinais de fim da política de Covid Zero na China e a nossa expectativa de uma forte reabertura das atividades produtivas ao longo de 2023, com impacto direto no consumo de derivados de petróleo. O *timing* da recuperação ainda era percebido como incerto, em função das dúvidas sobre a capacidade hospitalar e a potência do vírus versus as vacinas.

Para a nossa surpresa, o governo chinês promoveu uma virada de 180 graus em relação ao Covid Zero e os índices de mobilidade têm se recuperado rapidamente. Além disso, outras medidas importantes de estímulo têm sido divulgadas, incluindo nesse rol desonerações, estímulos a compras de casas e um alívio significativo das condições de liquidez e *funding* das incorporadoras e

construtoras chinesas. A liberação do IPO da Ant Financial pelo grupo Alibaba também é simbólica e indica, provavelmente, o fim de um longo ataque regulatório às empresas de tecnologia.

Ao longo dos últimos anos, delineamos nesse fórum certo pessimismo com a economia da China, especialmente com o mercado de propriedades e o minério de ferro. Os excessos presentes se mostravam e ainda se mostram compatíveis com o tradicional final do ciclo de investimento observado historicamente em outros países. O aprofundamento de uma orientação política mais autocrática e mais avessa ao capitalismo completava a percepção de que a segunda maior economia do mundo já tinha visto os seus melhores dias.

No entanto, esse pessimismo nunca se traduziu em uma posição mais relevante por entendermos que, de alguma forma, parte dos problemas econômicos da China eram auto infligidos, seja através da prolongada política de Covid Zero ou do severo aperto no mercado imobiliário, tanto do lado da demanda quanto da oferta. O excesso de demanda externa por bens, efeito colateral da pandemia global, certamente possibilitou que o governo da China optasse por acelerar os ajustes necessários sem maiores custos econômicos. Como a janela global parcialmente se fechou, é compreensível a reversão abrupta de diversas políticas, inclusive da mais importante de todas, ou seja, a reabertura das fronteiras e livre circulação de pessoas.

Mais recentemente, após um período relativamente longo sem posições adicionais às teses centrais, os fundos realizaram uma alocação em ações chinesas. A combinação de estímulos econômicos, aumento da poupança das famílias desde 2020, redução das pressões regulatórias, *valuations* atrativos e reabertura traz um vento de cauda que não se observa em outros países. Do lado dos EUA, temos um banco central ainda bastante vigilante e juros reais mais altos, o que possibilita que a alocação em China possa ser relativa ou direcional.

Quanto ao petróleo, que permanece como a principal posição dos fundos, a reabertura chinesa tem papel fundamental e as estimativas de recuperação da demanda de petróleo na Ásia são as mais variadas possíveis. Escolhemos trabalhar do lado conservador e consideramos apenas a recuperação do mercado de combustível de aviação nas nossas premissas, afinal nos parece pouco provável que após 3 anos de fechamento de fronteiras não exista uma recuperação forte nesse segmento.

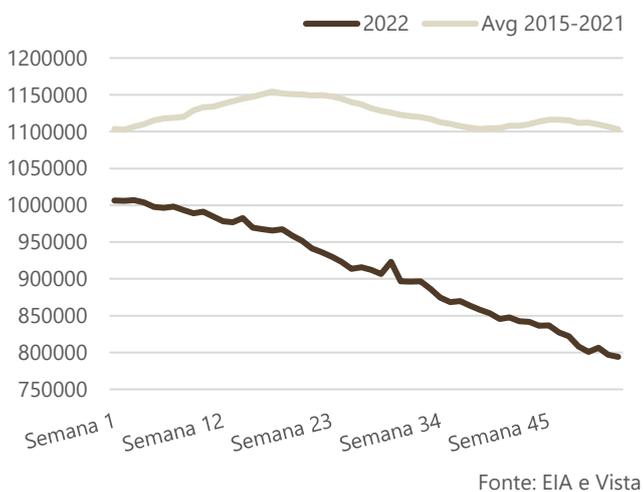
Entendemos, porém, que os riscos para tais projeções são altistas. O consumo de *naphtha* mostra forte correlação com a recuperação da atividade econômica, assim como o diesel e a gasolina com a recuperação de mobilidade.

Cientes de que o debate sobre a posição de petróleo ocupou boa parte das nossas comunicações nos últimos 4 anos, evitaremos entrar em detalhes sobre

o tamanho do desequilíbrio que observamos no mercado e os detalhes da demanda prospectiva chinesa.

De forma mais simplificada e sempre abertos a dúvidas e contrapontos, é válido observarmos que em 2022, com a China parcialmente fechada e o preço dos derivados rodando acima de 200 dólares o barril, houve uma queda dos estoques globais de cerca de 120 milhões de barris. Apenas nos EUA, a queda total, incluindo a reserva estratégica, foi de 200 milhões de barris, o equivalente a 20% do total.

**Estoques Totais de Petróleo nos EUA**  
Milhões Barris, Inclui SPR



Com a demanda global restrita pelo isolamento de uma parcela relevante da população global e pelo aumento do custo de frete e refino, ainda assim observamos um consumo de petróleo cru acima da produção.

Se o mundo, puxado pela China e demais países asiáticos, apenas recuperar os níveis de demanda

por querosene de aviação de 2019, esse déficit se transforma em 1,8 milhão de barris ao dia, ou 650 milhões no ano, um número quase do tamanho da reserva americana inteira.

Ou seja, mesmo sem considerar elementos importantes da demanda chinesa e sem alterar a demanda dos países ocidentais pela queda importante do preço, chegamos a um cenário bastante complexo de estoques. O que acontecerá se a atividade econômica chinesa surpreender positivamente, puxada pelo consumo?

E, do lado da oferta, temos dificuldade de enxergar uma capacidade considerável de aumento de produção global fora dos *Big 3* da OPEC (Arábia Saudita, Kuwait e UAE) em 2023. A produção americana mais uma vez frustrou as expectativas de crescimento, apesar do preço médio do petróleo em 2022 ter sido 40% acima da média de 2021 e as empresas terem utilizado a maior parte de seus poços perfurados, mas incompletos. Antigas questões ligadas à real capacidade dessa produção reaparecem, assim como os questionamentos que deram início a posição ainda em 2019.

Por último, vale lembrar que a prolongada guerra da Ucrânia não foi mencionada nos nossos cenários prospectivos, embora exista um risco altista também associado à produção russa. Algumas projeções recentes das nossas consultorias, indicando uma queda importante das exportações russas, sugerem essa direção.

\* \* \*

O caso de investimento no Brasil continua suficientemente ruidoso, de forma que mantemos uma utilização de risco limitada e secundária no tema e concentrada em uma posição de valor relativo em ações.

Vale destacar que apesar das reformas dos últimos 6 anos, o resultado econômico e dos ativos financeiros foi especialmente decepcionante, inclusive para nós que esperávamos uma recuperação econômica significativa já no Governo Temer.

O governo que se inicia, por sua vez, parece buscar aprofundar as dificuldades econômicas endógenas do país, que já possui graus limitados de liberdade para entregar um ajuste fiscal sólido e crível. O consenso de que estamos caminhando para um regime de mais gastos e de maior intervenção do Estado da economia tem sido amplamente alimentado por declarações diárias do novo governo. A grande dúvida diz respeito à intensidade, e não a direção da quebra de regime.

Se as notícias políticas domésticas são negativas, nossa grande dúvida ainda está direcionada às forças do ciclo econômico. A atividade em 2022 se mostrou robusta, contrariando as projeções do consenso, e nos questionamos se novamente as previsões já não estão suficientemente pessimistas para 2023.

Temos dúvida se o impacto das concessões contratadas sobre o investimento, o acúmulo de reformas do pós-2016, a inércia econômica e, especialmente, a expansão das *commodities* conseguem ser sobrepostas pela piora do mercado de crédito e pela redução da confiança no ambiente de negócios.

Mais ainda, um olhar menos complexo sobre as últimas décadas mostra uma correlação importante do ciclo da China e das *commodities* com os ciclos econômico e político do Brasil. Lula teria tamanha força política sem o brutal salto econômico da China já no seu primeiro mandato? O governo Dilma, por sua vez, teria tido o mesmo desastre econômico se o minério e petróleo não tivessem caído aproximadamente 70% entre 2013 e 2015?

Obviamente, não acreditamos que o Brasil é indiferente a erros importantes de política econômica e exatamente por isso permanece a dúvida sobre os graus de potência do ciclo externo sobre a nossa economia. 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.

Continuaremos a acompanhar o desenrolar dos eventos em Brasília, tentando desviar de ruídos e provavelmente com uma utilização de risco limitada.

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	0,1%	0,6%	0,7%	-3,9%	2,4%	1,1%	6,7%	10,0%	-4,0%	<b>13,6%</b>	12,4%
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%
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%
out	0,0%	0,8%	0,4%	-0,6%	-0,4%	-0,8%	1,0%	0,8%	-0,3%	<b>0,8%</b>	1,0%
nov	0,0%	-1,6%	-0,5%	-0,1%	-0,2%	-0,6%	-1,5%	0,8%	0,7%	<b>-3,1%</b>	1,0%
dez	0,3%	-0,5%	0,0%	-0,2%	-0,4%	0,0%	0,0%	0,9%	0,0%	<b>0,0%</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	-0,4%	0,4%	2,5%	-16,1%	8,9%	4,6%	18,6%	3,1%	-6,2%	<b>15,3%</b>	12,4%
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%
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%
out	-0,1%	2,1%	1,1%	-1,8%	-1,5%	-2,0%	2,8%	0,3%	-0,6%	<b>0,3%</b>	1,0%
nov	0,1%	-4,7%	-1,5%	-0,4%	-0,6%	-1,8%	-4,1%	0,2%	2,2%	<b>-10,5%</b>	1,0%
dez	0,8%	-1,4%	-0,1%	-0,6%	-1,3%	0,0%	-0,1%	0,5%	0,5%	<b>-1,7%</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.

