

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de -6,35% e -1,45% no mês e de -11,09% e -1,84% no ano, respectivamente.

Em março, as principais posições dos fundos – petróleo e a posição relativa de ações brasileiras – foram responsáveis pelas perdas.

Ambas as exposições foram reduzidas em sua quase totalidade, diante da alteração potencial nos fundamentos e da nossa percepção de aumento das incertezas associadas ao cenário global, temas explorados ao longo da carta.

Os fundos seguem com limite de utilização de risco reduzido a 50% do total, conforme a nossa política de gestão de risco. A efetiva utilização está constantemente sendo reavaliada e encontra-se hoje significativamente reduzida.

\* \* \*

## Petróleo

A posição comprada em petróleo esteve presente na carteira dos fundos durante aproximadamente quatro anos. Traduzida em diferentes ativos e instrumentos ao longo desse período, o resultado da posição entre 2019 e 2023 foi positivo em todos os anos, exceto pelo período transcorrido do presente<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> O resultado nominal bruto para o Vista Multiestratégia Master FIM da estratégia *Petróleo*, representada por posições em derivativos associados diretamente ao preço da commodity e

Implementada de forma inicial em 2019, a tese tinha como principal alicerce uma provável decepção das expectativas sobre a oferta de petróleo americano, o *shale oil*. A produção de 12 milhões de barris americanos por dia, que respondia por 12% do total consumido e produzidos no mundo no começo de 2019, só encontrava seu *breakeven* operacional com o preço do barril próximo dos valores negociados à época, de 60 a 70 dólares por barril. Enxergávamos esse patamar como um preço marginal da *commodity* para o médio prazo, salvo oferta de outro produtor que pudesse ocupar o espaço da produção americana.

Ainda que distantes de apresentar retornos satisfatórios sobre o capital investido, no final de 2018 os EUA produziam 12 milhões de barris equivalentes de petróleo por dia e as projeções da IEA, no cenário base daquele momento, indicavam um crescimento de produção até 2024 de 3,6 milhões de barris por dia.

Nossa dificuldade de prever demanda, bem como a baixa visibilidade acerca da oferta *ex-shale oil* americano, fizeram da posição uma alocação de risco inicialmente *satélite* no portfólio. Durante o processo de diligência e aprofundamento em torno da tese, alguns pontos de visibilidade foram fundamentais: (i)

ações de companhias internacionais associadas ao setor, foi de +1,8% em 2019, +0,7% em 2020, +26,0% em 2021, +13,60% em 2022 e -7,9% entre o 31/12/2022 e 31/03/2023.

o desenvolvimento de energias renováveis, que se demonstraria mais lento do que as expectativas, em especial quanto a sua viabilidade econômica; (ii) a demanda nos países desenvolvidos, que se apresentaria resiliente, apesar dos incentivos econômicos e regulatórios à redução do consumo de derivados de petróleo; e (iii) a continuidade da expansão do consumo por países emergentes, ainda nas fases iniciais da curva de demanda *per capita* de petróleo. Esses pontos, conjuntamente com preços depreciados e próximos do *breakeven* da produção de *shale oil* americano, construíram a margem de segurança necessária para que a exposição à tese fosse elevada nos fundos.

Quatro anos depois, a produção americana está virtualmente estagnada<sup>2</sup>. Do lado da demanda, observamos que os países emergentes cresceram o consumo em cerca de 2 milhões de barris por dia e a demanda dos países desenvolvidos foi reduzida em 1,6 milhões.

No entanto, a relevância do preço do petróleo para os *policymakers* também se demonstrou uma variável importante para o mercado de energia e talvez o nosso grande erro na tese. Os EUA venderam 200 milhões de barris de suas reservas estratégicas (63% do total) em menos de 12 meses; os europeus promoveram uma sanção ineficaz à Rússia, apesar da

guerra na Ucrânia; e a China esvaziou a reserva flutuante do Irã. Tais movimentos foram não antecipados e possivelmente detiveram uma alta mais agressiva dos preços de curto prazo, apesar da queda de 45 milhões de barris nos estoques totais em 2022, quando a China ainda se encontrava sob as regras restritivas de *lockdown* e Covid-Zero.

Mais ainda, os movimentos sustentaram a longa e faseada queda dos preços do barril de volta para os patamares do que parece ser o nível inferior - 120 dólares em junho de 2022 para 70 dólares até o anúncio de cortes de produção da OPEC no dia 2 de abril desse ano-, implicando perdas para a posição dos fundos, que devolveram parte dos ganhos obtidos durante o processo de alta nos meses anteriores.

\* \* \*

No final de 2022 e início de 2023, um vetor negativo para a demanda, que rondava a distribuição de possibilidades, entrou de vez em cena: uma potencial desaceleração mais significativa da economia americana.

A crise bancária americana, iniciada com os problemas no *Silicon Valley Bank*, provavelmente não terá como principal desdobramento uma sequência de corridas bancárias e quebras de bancos, uma vez

<sup>2</sup> Acréscimo de 500 mil barris por dia de produção considerando o nível de dezembro de 2018 contra projeções da época de crescimento de mais de 3 milhões de barris por dia.

que os reguladores parecem ter agido de forma tempestiva, intensa e eficaz.

O efeito que domina nossa atenção nesse momento é a alteração do custo de financiamento dos bancos e os desdobramentos sobre a concessão de empréstimos. Os holofotes estão apontados em direção à baixa remuneração de depósitos, em comparação às taxas de juros de curto prazo, e esperamos que a elevação dos custos do sistema impacte negativamente a oferta de empréstimos.

***“We’ve had a financial system that has been based on the willingness of large numbers of households to earn almost nothing on their money — and I’m not sure that’s going to persist”  
- Larry Summers***

O canal de transmissão da política monetária parece ter enfim aparecido e demonstrado os primeiros sinais de efetividade. Ainda não sabemos a magnitude do freio (certamente tema das próximas discussões), mas o resultado dificilmente não será a desaceleração da atividade econômica nos próximos trimestres, principalmente porque outros efeitos defasados do ciclo de aperto ainda devem se manifestar.

Diante desse novo risco no horizonte, historicamente buscaríamos proteções para uma desaceleração americana, como efetivado, sem sucesso, no segundo semestre do último ano. Porém, frente a decisão de reduzir riscos relativos no ambiente atual

de menos clareza sobre as correlações entre os ativos, decidimos por encerrar a posição de petróleo.

\* \* \*

## **Brasil**

No Brasil, julgamos que o novo arcabouço fiscal e a intenção de recompor a carga tributária em algo da ordem de 1 a 1,5% do PIB, propostas apresentadas recentemente pelo Ministro da Fazenda, serão fundamentais para reduzir o risco de cauda associados a cenários de crise fiscal, que inevitavelmente desembocariam em soluções inflacionárias para o problema da dívida pública.

Ao contrário do que se especulava, teremos, ainda a depender da tramitação da proposta no Congresso, uma regra de gastos sem maiores excepcionalidades. E, ainda que exista um claro componente pro-cíclico na nova regra, o limite superior de crescimento de gastos em 2,5% atenua em alguma medida essa tendência.

O regime anterior do teto de gastos, que foi fundamental como âncora de uma mudança de regime econômico a partir de 2016, já vinha esbarrando em restrições de ordem política e social há algum tempo e não se mostrava mais sustentável sem uma ampla reforma dos gastos obrigatórios.

A nova regra, ainda que não seja suficiente para trilharmos um caminho de redução da dívida pública ou de um retorno gradual ao *Investment Grade*, nos

dá uma ponte para chegarmos até o próximo governo, quando as receitas de petróleo serão ainda mais significativas, sem a materialização de cenários mais adversos. Mais recentemente, a sugestão pelo Secretário do Tesouro que o crescimento dos gastos pode ser indexado a receitas de natureza mais recorrente seria um avanço na formulação atual, ainda que de desfecho positivo improvável ao longo das negociações políticas.

Por outro lado, a necessidade imediata de aumentar a carga tributária, independente dos mecanismos de incentivo do novo arcabouço, traz uma pressão adicional para alguns setores econômicos. Além disso, a reforma tributária, que parece ter como objetivos mais amplos gerar um significativo choque de preços relativos entre bens e serviços e corrigir parte da regressividade do nosso sistema tributário, também adiciona incertezas relevantes sobre a carga tributária efetiva que vai incidir sobre as empresas e famílias.

Com uma parcela expressiva de alguns setores da bolsa na linha de tiro das mudanças tributárias em discussão e resultados operacionais decepcionantes de grande parte das empresas associadas à atividade doméstica, optamos por encerrar a posição de valor relativo em ações brasileiras. Aos riscos idiossincráticos, de ordem micro e macroeconômica, se somaram o cenário mais incerto no exterior e com uma assimetria de riscos para a atividade que nos parece baixista, notadamente nos EUA.

Todavia, apesar das incertezas geradas pelo novo governo, em especial no que diz respeito à agenda microeconômica, nos perguntamos se as expectativas dos agentes não estão excessivamente negativas. Afinal, a implementação do novo arcabouço fiscal, a melhora do quadro inflacionário e o excelente desempenho das nossas contas externas, reflexo do *boom* do “Brasil *commodities*”, podem ser pontos importantes de sustentação de um cenário menos adverso do que o antecipado pelo consenso de mercado.

Acompanharemos o desenrolar das reformas fiscais no Brasil, das trajetórias da inflação doméstica e externa e da magnitude da desaceleração da economia americana – e seus impactos nos mercados globais – atentos a potenciais novas oportunidades de investimento.

Permanecemos à disposição.

### **Vista Capital**

## 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%
2023	1.5%	-3.5%	-0.6%	-1.0%	0.4%	-0.1%	-9.6%	2.4%	-0.6%	<b>-11.1%</b>	3.3%
jan	0.4%	1.2%	-0.4%	-0.1%	2.8%	0.3%	-2.0%	0.8%	-0.6%	<b>2.5%</b>	1.1%
fev	1.1%	-1.4%	-0.2%	-1.3%	-1.7%	-0.5%	-4.3%	0.7%	0.2%	<b>-7.4%</b>	0.9%
mar	0.0%	-3.4%	-0.1%	0.4%	-0.7%	0.1%	-3.4%	0.8%	-0.2%	<b>-6.4%</b>	1.2%

## 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%
2023	0.5%	-1.2%	-0.2%	-0.3%	0.1%	0.0%	-3.2%	3.0%	-0.6%	<b>-1.8%</b>	3.3%
jan	0.1%	0.4%	-0.1%	0.0%	0.9%	0.1%	-0.6%	1.0%	-0.3%	<b>1.6%</b>	1.1%
fev	0.4%	-0.5%	-0.1%	-0.4%	-0.6%	-0.2%	-1.4%	0.9%	-0.1%	<b>-1.9%</b>	0.9%
mar	0.0%	-1.1%	0.0%	0.1%	-0.2%	0.0%	-1.1%	1.1%	-0.2%	<b>-1.5%</b>	1.2%

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.

