

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de 7,66% e 2,98% no mês e 37,64% e 14,21% no ano, respectivamente.

Em abril, as principais contribuições positivas para os fundos vieram das *commodities* e dos *hedges*. Proteções em moedas, especialmente na compra de dólar contra emergentes, como China e Chile, e venda de bolsa americana ajudaram no resultado. No lado negativo, a alocação em bolsa brasileira sofreu com a desalavancagem global, mas as nossas perdas foram amortecidas com alguns movimentos defensivos importantes através da venda de índice e bancos.

\* \* \*

Há quase 3 anos começamos a traçar um cenário macroeconômico que iria nortear os nossos investimentos. A largada foi dada pelo início da discussão do novo *framework* do FED, ainda em 2019. Conforme discutido sequencialmente desde então, a política monetária dos EUA a partir do novo *framework* seria muito mais acomodatória, para uma mesma condição cíclica, do que em outros períodos da era moderna dos bancos centrais. A reação extremamente agressiva das políticas fiscal e monetária à pandemia completaria o cenário amplamente discutido nesse fórum.

*“No entanto, não existe almoço grátis. Se os limites da expansão da dívida pública são alargados, quem paga a conta é o detentor do dinheiro ou, mais*

*precisamente, quem financia os governos tendo uma remuneração real negativa.”*

O trecho acima da nossa carta de dezembro de 2020 reflete quem acreditávamos ser o grande perdedor desse arranjo. Os ativos, em especial os finitos e escassos, seriam os grandes vencedores e a nossa alocação de risco foi nessa direção ao longo dos últimos anos.

No *post mortem* das nossas teses de investimento, prática que sempre buscamos fazer, algumas coisas nos chamam atenção. A alocação em *commodities*, por exemplo, se mostrou bastante acertada, assim como em grandes ações americanas ainda em 2020. Do outro lado, nos frustramos parcialmente por não operacionalizar investimentos no mercado imobiliário de países desenvolvidos, seja por um maior conservadorismo na gestão do fundo ou por dúvidas de liquidez, talvez ambas exageradas *a posteriori*.

\* \* \*

Ainda que o nosso cenário embutisse a expectativa de uma aceleração inflacionária, o escopo e a intensidade do movimento ainda em curso têm sido surpreendentes.

Não foram apenas as *commodities* de difícil produção, em regiões em guerra e com depleções relevantes que tiveram problemas de oferta, tampouco apenas imóveis em regiões nobres dos países desenvolvidos

e com escassez de terrenos. Severos desbalanceamentos entre oferta e demanda, potencializados pela paralisação das *supply chains* globais, atingiram vários bens, de carros usados a produtos eletrônicos, com efeitos inflacionários globais bastante importantes.

Lembramos aqui da nossa carta de março de 2020, ainda no início da pandemia, e dos ensinamentos que a história econômica nos traz:

*“Em recente discurso, Boris Johnson chamou seu mandato de um “governo de guerra”, dada a necessidade de implementar medidas “sem precedentes desde a Segunda Guerra”. Em uma delas, o Estado britânico decidiu bancar a maior parte dos salários dos desempregados, assim como ocorre em grande parte do mundo. Em 1940, John Maynard Keynes escreveu “How to Pay for the War”, que se tornaria uma das melhores discussões sobre finanças em tempos de guerra. Keynes discutia: o esforço de guerra e o déficit fiscal permitiram à população que, em meio ao conflito, vivesse em pleno emprego, com elevada renda disponível. Como a produção nacional era predominantemente destinada a armamentos, havia uma restrição natural da oferta dos demais produtos. A forte demanda sem contrapartida de oferta tornaria necessário algumas soluções/sugestões, como por exemplo, um imposto de renda de até 97%. Assim você poderia financiar a dívida e evitar uma corrida por itens escassos. Trazendo a discussão para nossa guerra atual, caso o*

*objetivo seja atingido e a expansão fiscal sustente a demanda agregada, será que um choque de oferta – seja de logística, produção, capital de giro etc. – pode desarrumar o maior de todos os consensos, que a crise é deflacionária? Já lembramos outras vezes do desastre das previsões acerca dos efeitos da expansão monetária em 2009”*

A “guerra” pós-2020 não foi financiada por aumento do imposto de renda e sim pelos bancos centrais e pelo expressivo aumento da inflação, o que de fato derrubou o consenso de 2020 que viveríamos um choque deflacionário. A transitoriedade das pressões inflacionárias discutida em 2021 também ficou no passado e os bancos centrais, de forma atabalhoada e sem a mesma liderança intelectual do pós-2008, começam a correr atrás do prejuízo. De uma forma simplificada, podemos dizer que nosso cenário chega ao seu fim depois de 3 anos.

*“The difficulty lies not so much in developing new ideas as in escaping from old ones.” J.M. Keynes*

\* \* \*

O fim de um vetor macro claro nos coloca em momentos incertos. Um evento descontínuo, como uma pandemia, pode sempre encadear cenários, mas isso é mais a exceção do que a norma e não é o caso atual. O mais provável, e onde nos encontramos agora, é que passemos por um período de estudo e observação para encontrar novos ventos que

encaixem com o nosso alongado horizonte de investimento.

Mais ainda, o período atual é dominado por mais dúvidas e menos certezas, com efeitos relevantes sobre a composição de portfólio. A dificuldade de um cenário direcional claro, portanto, exige uma discussão ainda mais focada em risco e retorno.

Podemos tomar como exemplo a construção da nossa posição de petróleo, que foi montada a partir da conjunção de diversas opiniões probabilísticas sobre componentes da oferta e da demanda. A nossa forte convicção da dificuldade de retomada da produção do *shale* americano se somava à expectativa de um contínuo fortalecimento da demanda, em parte pela força dos estímulos ou pela evolução favorável da pandemia. Hoje isso mudou.

No lado da oferta, nossos modelos mais pessimistas indicavam um crescimento de 700 mil barris da produção americana e a realidade vem mostrando um cenário mais próximo de estagnação da produção. Além disso, as dúvidas sobre a capacidade ociosa da OPEC + e as sanções ao petróleo russo tornam os problemas do lado da oferta ainda mais evidentes. Do outro lado do espectro, a política de “Covid Zero” da China e o significativo aumento dos preços, especialmente de derivados, podem testar a resiliência da demanda global.

Ou seja, as nossas convicções estão muito menos equilibradas entre a oferta e a demanda do que já

foram. Olhando por outra ótica, ainda que a situação de escassez de petróleo no mundo se mostre muito mais grave que o esperado, há uma dúvida pertinente sobre a intensidade da desaceleração da economia global e o impacto daí decorrente sobre a demanda de petróleo.

Sem ainda uma resposta mais definitiva sobre a magnitude da desaceleração global, temos intensificado os debates sobre os efeitos da guerra na Ucrânia, os limites da atual política “Covid Zero” na China e os efeitos do aperto monetário e de uma política fiscal menos expansionista sobre a atividade. A partir daí, temos que buscar proteções específicas de demanda global sobre a nossa posição de petróleo.

Ao longo do mês passado já observamos resultados no fundo decorrentes de tal discussão. Os ganhos nos *hedges* em moedas, por exemplo, estão diretamente associados à uma visão mais pessimista sobre atividade econômica na China e outros países emergentes, principalmente quando comparamos com a economia americana.

Para os próximos meses, teremos debates bastante importantes. Será o excesso de poupança das famílias, em especial nas economias desenvolvidas, suficiente para impedir uma desaceleração econômica global mais brusca? A Europa conseguirá escapar de um cenário recessivo considerando a magnitude do choque negativo de renda real?

Os bancos centrais conseguirão subir os juros na intensidade precificada nas curvas de juros, ainda mais com o já visível aperto de condições financeiras? Os ativos e bens que se mostraram escassos, mas que efetivamente não deveriam ser, observarão uma deflação mais acentuada? Quais os efeitos transitórios e persistentes de uma pandemia mais prolongada na China? A recente desaceleração dos salários nominais já é um primeiro sinal que o mercado de trabalho nos EUA está lentamente se reequilibrando?

Até que tenhamos mais respostas mais definitivas para as questões acima, a busca por *hedges* de atividade global será um dos nossos objetivos centrais, visando reduzir apostas direcionais frente a incerteza do cenário.

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	0.5%	0.5%	0.9%	0.1%	0.9%	0.7%	11.2%	2.8%	-3.5%	<b>14.2%</b>	3.3%
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%

## 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	1.8%	1.2%	3.1%	0.4%	3.3%	2.7%	34.4%	0.9%	-10.1%	<b>37.6%</b>	3.3%
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%