

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de 6,67% e 2,86% no mês e 46,81% e 17,48% no ano, respectivamente.

Em maio, as contribuições positivas para os fundos vieram das *commodities*, da posição comprada em ações locais e dos *hedges*, tanto em uma posição aplicada em juros desenvolvidos quanto na venda de bolsa americana.

Na última carta, explicitamos que a nossa convicção no cenário de redefinição, especialmente benéfico para ativos finitos e escassos, havia chegado ao fim ao longo dos últimos meses. Considerando que há um amplo leque de cenários de médio prazo e que ainda não atribuímos uma probabilidade dominante a nenhum deles, o momento pede redução de volatilidade e risco e busca incessante por *hedges*.

Optamos, então, por compartilhar algumas dúvidas e discussões que surgiram ao longo do último mês em nossas reuniões e que podem virar a base de um cenário mais completo no futuro.

* * *

Por quais motivos a inflação brasileira se mostra tão resiliente e disseminada? Conseguimos visualizar uma melhor dinâmica inflacionária mais adiante?

A despeito da incerteza eleitoral embutida no preço dos ativos, entendemos que o principal fator de risco de médio prazo para os mercados brasileiros vai ser

a evolução do processo inflacionário e seus impactos sobre a curva de juros.

Na busca de tentar projetar o futuro, é importante visitar e entender o passado. Certamente a inflação “importada”, os equívocos da política monetária e os sucessivos choques adversos de oferta fazem parte importante dessa equação, mas não nos parecem explicar a situação por completo.

Na carta de jan/21, víamos que os riscos inflacionários pareciam bastante assimétricos e enxergávamos a resposta inadequada da política econômica a partir de 2020, com políticas muito mais focadas na demanda do que na oferta, como uma fonte importante de risco inflacionário.

“Por outro lado, a inflação nos inspira crescente preocupação. Os desequilíbrios de oferta e demanda resultantes das quebras em algumas cadeias de produção e da ineficiente resposta à pandemia, com estímulos excessivos do lado da demanda e pouca atenção ao lado da oferta, têm cobrado o seu preço.

O desarranjo microeconômico se soma ao importante incentivo à exportação com o câmbio desvalorizado, gerando escassez de produtos e insumos.

O resultado desse processo tem sido não apenas um importante choque de preços relativos, natural em um ambiente de mudanças abruptas na cesta de consumo, mas também um processo mais disseminado de alta nos preços. A forte valorização recente das commodities em

reais ajuda a exacerbar a nossa preocupação. Ainda que a política fiscal supostamente contracionista em 2021 contribua para reduzir algumas pressões, não existe mais margem de segurança na inflação para acomodar um novo choque e, sem uma resposta adequada da política monetária, as expectativas de inflação podem ser contaminadas.”

As sucessivas surpresas negativas da inflação ao consumidor, apesar da dissipação de alguns choques, nos sugerem que o governo e o banco central subestimaram a persistência dos desequilíbrios entre oferta e demanda. A calibragem excessiva dos estímulos para o lado da demanda e o erro na falta de apoio à oferta, a nosso ver, ainda nos colocam em um certo “desequilíbrio geral”.

Ao longo dos últimos trimestres, ficamos notadamente mais otimistas com a atividade econômica vis-à-vis o consenso. Acreditávamos que a progressiva reabertura da economia, a recomposição da oferta de serviços e o excesso de poupança das famílias teriam efeitos importantes sobre o crescimento econômico, o que tem se confirmado. Esse processo, no entanto, parece estar próximo do esgotamento. Somado aos efeitos defasados do aperto monetário, ficamos mais alinhados com as atuais expectativas de modesto crescimento do PIB.

No lado fiscal, temos algum incômodo com o represamento dos reajustes do funcionalismo público e com a sustentabilidade da manutenção de

alguns gastos discricionários em patamares reais historicamente muito baixos. Dizendo de outra forma, apesar da forte melhora do superávit primário, achamos que parte importante desse ajuste tem a ver com o imposto inflacionário e com o adiamento de algumas inevitáveis pressões por mais gastos, já evidente nas demandas de categorias mais organizadas do funcionalismo público como o Banco Central.

Por último, o final do primeiro semestre historicamente marca o início do processo eleitoral nos preços dos ativos. No ciclo atual, não conseguimos mensurar risco e projetar valor esperado corretamente como em outras eleições. Além da normal incerteza em torno das probabilidades de vitória dos principais candidatos, temos dúvidas importantes (e anormais) em torno dos retornos esperados associados aos diferentes resultados eleitorais.

Ou seja, por mais que tenhamos a dissipação de alguns vetores inflacionários importantes, potencializados pela significativa valorização recente da taxa de câmbio, os erros de política econômica e seus efeitos nos deixam com um baixo apetite de curto prazo para posições direcionais relevantes, o que nos faz focar principalmente em alocações de valor relativo.

Como as curvas de commodities conversam com as curvas de juros?

Em paralelo à discussão sobre a dinâmica inflacionária no Brasil e no mundo, a curva das *commodities* nos chama atenção. Como referência, os preços 12 meses à frente do diesel e do gás natural possuem quedas implícitas de 25% e 40%. Ainda que duvidemos do poder preditivo das curvas futuras de *commodities*, tamanha divergência nos abre possibilidades importantes de *hedge*.

Nossa expectativa, sequencialmente discutida, é que os preços futuros estejam errados de forma relevante nos mercados de petróleo e derivados. A venda de estoques no curto prazo e a demanda ainda abaixo da normalizada deveriam trazer um mercado mais apertado no futuro do que hoje, o inverso da precificação atual.

No entanto, se estivermos errados na tese e as *commodities* sofrerem mais do que as grandes quedas projetadas na curva, as pressões inflacionárias deverão ser significativamente menores e o mercado reavaliará parte das altas de juros atualmente precificadas.

* * *

A política de Covid Zero na China mascara mudanças mais fundamentais?

Enquanto observamos atentamente a velocidade da reabertura de Shanghai e as promessas de estímulos econômicos mais contundentes, nos questionamos se não estamos ancorados em uma China que ficou no passado.

A explosão de crescimento baseada no “capitalismo de estado” de Deng Xiaoping nos trouxe até aqui. O baixo custo de mão de obra, o acelerado processo de urbanização e, fundamentalmente, o incentivo ao empreendedorismo e à geração de riqueza como fruto também do esforço individual empurraram o espetacular desenvolvimento da China nas últimas décadas.

“The more striking example is his insistence on the need for real incentives and the delegation of authority in order to motivate individual efforts”¹

Hoje, em contraponto, discutimos uma política de Covid Zero após mais de dois anos desde a eclosão da pandemia, onde fica patente a resistência da China em usar vacinas ocidentais. Por que o governo chinês escolheu o caminho menos eficiente do ponto de vista econômico? Em outros ciclos políticos, estaríamos discutindo *lockdowns* persistentes ou a

¹ NAUGHTON, Barry. *Deng Xiaoping: An Assessment. The China Quarterly No. 135. Cambridge University Press. Setembro. 1993*

oferta de uma gama ampla de vacinas? Ou melhor dizendo, será que a cor do gato passou a importar?

Esse mesmo padrão de menos eficiência e mais intervencionismo se expande a outras áreas. Os ataques regulatórios às empresas de tecnologia, as “cotas” para membros do partido no conselho de importantes empresas, o “incentivo” a doações por parte das grandes empresas, o ataque aos bilionários e, mais recentemente, a “orientação” para coibir excessos de demonstração de riqueza nas redes sociais são parte de uma mesma orientação ideológica.

Hoje nos perguntamos se já vimos o melhor momento como uma economia de mercado da China, o que é paradoxal considerando que as reformas econômicas fizeram com que o PIB da China multiplicasse por 36 vezes nas últimas três décadas. Quais serão os efeitos sobre o espírito empreendedor chinês das “contra-reformas” dos últimos anos? Qual o conforto que o capital externo terá para investir na China, além de um atrativo mercado consumidor?

Não teremos respostas imediatas para essas dúvidas, especialmente frente aos estímulos de ordem fiscal e parafiscal que se avizinham e que devem mascarar a provável queda do crescimento potencial.

Porém, com a ressaca gerada pelo fim do prolongado *boom* imobiliário das últimas décadas, a piora do ambiente de negócios, o acelerado envelhecimento da população e os efeitos das sanções russas sobre o imaginário do investidor global, pairam dúvidas importantes sobre as perspectivas de médio prazo para o crescimento econômico na China e para a evolução do seu mercado de capitais.

* * *

A queda das margens das empresas de consumo americanas significa uma piora de atividade à frente ou apenas uma dificuldade microeconômica?

O aguçado debate recente em torno dos riscos de recessão nos EUA, envolvendo o FED, participantes do mercado e a classe política nos mostra que não somos os únicos em dúvida sobre o cenário prospectivo.

A queda das margens de lucro de algumas empresas no último mês faz parte desse quebra-cabeças. Um ambiente inflacionário certamente tem a capacidade de produzir um aperto das margens de alguns setores. A dúvida que fica é se estamos apenas normalizando uma dificuldade maior de repassar preço ou se estamos no início de um processo mais relevante de perda de *pricing power* das empresas, seja pela corrosão de renda real dos consumidores ou pela digestão dos excessos de demanda associadas ao período da pandemia.

Ademais, considerando as magnitudes dos erros de projeção desde 2020, estamos especialmente céticos sobre a capacidade do consenso de mercado e dos formuladores de política econômica de anteciparem, com alguma precisão, os cenários de inflação e atividade dos próximos anos. A magnitude dos choques de demanda e de oferta foi tão potente, causando surpresas econômicas não vistas há mais de quatro décadas, que os efeitos da reversão parcial desses choques não devem ser subestimados.

Temos nos questionado também se os resultados das empresas não são um sinal de que a volatilidade do ciclo econômico veio para ficar. Projetar o lucro de uma única grande empresa, onde parte dos números é previamente conhecida, o contato com o *management* é frequente, os *guidances* são renovados com alguma frequência, deveria ser relativamente trivial em um ambiente econômico mais estável. O tamanho dos desvios das projeções em relação aos resultados efetivos e a reação adversa do mercado, entre os maiores das últimas décadas, nos mostra que o cenário continua extremamente complexo e sujeito a erros de previsão ainda potencialmente muito representativos.

A nossa tendência em ambientes tão imprevisíveis é pensar de forma ainda mais probabilística, fugindo de certezas e sempre buscando operações com bom risco-retorno ou *hedges* que nos protejam de forma eficiente de viradas bruscas no cenário.

* * *

A posição do fundo em *commodities* pouco se alterou. O mercado de petróleo continua especialmente apertado e o processo de reabertura na China e a normalização dos voos provavelmente contribuirão para a acentuação do que já pode ser chamado de uma crise global de energia.

No lado das proteções, como de costume, as mudanças são mais frequentes. Atualmente o fundo utiliza posições aplicadas em juros globais como defesa contra choques adversos de demanda, especialmente para manter o portfólio mais neutro nesse momento de maior complexidade.

Por último, vale destacar a redução expressiva da alocação de risco em Brasil, principalmente pelo encerramento da alocação em Petrobras depois de um longo período de investimento.

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%	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	0.5%	1.4%	0.9%	0.9%	1.9%	0.4%	12.1%	3.6%	-4.3%	17.5%	4.3%
jan	-0.3%	1.0%	0.3%	-0.1%	0.8%	-0.2%	1.5%	0.7%	-0.7%	3.1%	0.7%
fev	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.1%	2.9%	0.9%	-0.6%	2.4%	0.7%
mar	0.8%	0.4%	0.4%	0.3%	-0.6%	0.0%	4.5%	0.5%	-1.3%	5.1%	0.9%
abr	0.2%	-0.7%	0.1%	0.0%	0.9%	0.9%	1.7%	0.6%	-0.7%	3.0%	0.8%
mai	0.0%	0.8%	0.0%	0.7%	0.8%	-0.3%	0.8%	0.8%	-0.7%	2.9%	1.0%

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	1.7%	4.3%	3.2%	3.2%	6.8%	1.3%	37.7%	1.1%	-12.5%	46.8%	4.3%
jan	-0.9%	3.1%	1.1%	-0.4%	2.5%	-0.5%	4.5%	0.3%	-2.2%	7.4%	0.7%
fev	-0.5%	-0.4%	0.0%	-0.1%	-0.8%	-0.3%	8.6%	0.3%	-1.5%	5.2%	0.7%
mar	2.3%	1.3%	1.5%	0.9%	-1.8%	0.0%	12.3%	0.1%	-3.5%	13.1%	0.9%
abr	0.6%	-2.3%	0.3%	0.0%	2.8%	2.7%	5.3%	0.1%	-1.8%	7.7%	0.8%
mai	-0.1%	2.3%	0.1%	2.1%	2.6%	-1.0%	2.4%	0.1%	-1.7%	6.7%	1.0%