

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de -10,49% e -3,10% no mês e 17,30% e 13,54% no ano, respectivamente.

As perdas dos fundos foram explicadas majoritariamente pela posição comprada em *commodities* e pela posição relativa de ações domésticas contra o índice Ibovespa.

Conforme discutido nesse fórum, investir com horizontes longos sempre nos exigiu uma dedicação constante a proteções que nos permitam atravessar as oscilações de curto prazo. Tal como as principais posições de longo prazo, os *hedges* são peças indispensáveis do nosso modelo de gestão e objetos de escrutínio permanente.

Em 2022, reversões abruptas e quebras de correlações históricas nas mais diversas classes de ativos aumentaram a complexidade dos mercados globais e criaram dificuldades adicionais aos mais diversos modelos de gestão – o nosso incluído.

Nas seções a seguir, comentaremos as principais exposições dos fundos, que permanecem devidamente reduzidas em função das restrições impostas por nossa política de gestão de riscos.

\* \* \*

Do lado da oferta de petróleo, diversos desdobramentos potencialmente altistas para

preços corroboraram as nossas expectativas ao longo do ano: (i) os níveis de produção de petróleo dos EUA e da OPEC surpreenderam negativamente; (ii) não houve acordo entre EUA e Irã; e (iii) a Rússia, terceiro maior produtor do mundo, passou boa parte do ano em guerra; e (iv) os estoques globais de petróleo caíram 115 milhões de barris, aproximadamente 4,5% do total<sup>1</sup>.

Apesar disso, o preço do barril do petróleo está praticamente estável desde o início do ano, o que avaliamos ser em parte fruto da liberação das reservas estratégicas do SPR, da persistência da política de Covid Zero na China e das dificuldades associadas ao refino, que fizeram com que a alta de preços tenha se concentrado no diesel e não no petróleo.

Na última carta, comentamos que novembro deveria ser um mês importante, marcado pela redução das vendas da reserva estratégica americana (SPR) e pelo corte de produção da OPEC, vetores potencialmente altistas para o preço. A queda de aproximadamente 20% no preço da *commodity* no mês foi uma inegável surpresa.

Os motivos para tamanha fraqueza do mercado físico não são claros. A piora da mobilidade na China, ainda um reflexo da política de Covid Zero, certamente explica uma parte. Além desse fator, o acúmulo de estoques flutuantes e o aumento do custo do frete

---

<sup>1</sup> Considerando somente estoques comerciais globais, ex-reservas estratégicas.

indicam que os participantes podem ter antecipado as compras diante da expectativa em torno das sanções que seriam posteriormente impostas à Rússia. O aumento do frete levanta ainda a discussão sobre a participação de petróleo venezuelano e iraniano, que estocam em navios, nessa realocação de tal produto. Informações sobre essa parcela do mercado, especialmente envolvendo países sancionados, são obviamente escassas.

Onde as informações são mais claras, como nos estoques divulgados pelo EIA, a proximidade do fim da venda do estoque estratégico dos EUA mostra o resultado que esperávamos. Na terceira semana de novembro, por exemplo, o estoque de petróleo bruto caiu 12 milhões de barris, a terceira maior redução da série histórica em uma semana. A título de comparação, a queda de estoque americano em novembro de 35,7 milhões de barris, representa 4,2% das reservas totais americanas, e quase 10% do restante das reservas estratégicas.

De forma prospectiva, o estoque flutuante parece ter sido em grande parte consumido, restando apenas a indefinição sobre a circulação do petróleo russo.

Na China, após quase três anos de políticas de restrição de mobilidade que impactaram de forma significativa a atividade econômica, são inequívocos os sinais de fim da política de Covid Zero. As dúvidas residem na capacidade hospitalar e na potência do vírus versus as vacinas. Seja rápido ou lento, assim como ocorreu no mundo ocidental, esperamos uma

forte reabertura das atividades produtivas em 2023, com impacto direto no consumo de derivados de petróleo.

Por sua vez, as reservas estratégicas americanas voltaram a níveis atingidos em meados dos anos 80 – cerca de metade do nível da virada do ano de 2021 para 2022 – e os poços perfurados, mas não completos, da indústria de *shale* parecem ter sido depletados. Ou seja, tanto na produção quanto nos estoques diretos, grande parte da capacidade de oferta de petróleo americano foi queimada em 2022.

O ano nos deixa frustrados com o resultado da principal posição, principalmente se considerarmos o desenrolar dos acontecimentos em linha com as nossas expectativas. Para 2023, continuamos confiantes que a demanda global de petróleo ultrapassará a oferta. Os subterfúgios utilizados para evitar o aumento do preço estão se esgotando em sequência e possivelmente se tornam vetores positivos com a recompra das reservas americanas ventilada pelo governo Biden.

Nosso foco de preocupação se concentra na possível queda de demanda do mundo ocidental, o que provavelmente seria, *ex-post*, explicado por um *policy mistake*.

\* \* \*

Assim como a rentabilidade da posição comprada em petróleo, a rentabilidade da posição de ações domésticas contra o Ibovespa traz certa frustração,

quando consideramos que houve a concretização da nossa expectativa sobre a atividade econômica.

A realização de uma economia mais forte do que o esperado pelo consenso não impediu um significativo *de-rating* dos múltiplos de negociação das empresas de nossa carteira de ações “domésticas”. Ainda assim, os *hedges* efetuados e a ausência de exposição líquida ao Brasil durante a maior parte do ano se mostraram fundamentais para que o nosso resultado em renda variável brasileira seja positivo em 2022.

Na parte comprada, seguimos com a barra elevada para a seleção das nossas empresas, concentrando naquelas capazes de atravessar cenários de menor estabilidade econômica e política.

Em nossa visão, o ambiente político aponta para um caminho de heterodoxias, mas os potenciais efeitos do novo arranjo de política econômica sobre as estatais, empresas de *commodities* e bancos não parecem tão precificados quanto estão em nossa carteira de ações domésticas.

Em nossa percepção, serão vencedoras no novo cenário as companhias com baixa alavancagem, capacidade de repasse de preço, expostas ao ciclo agrícola, que sejam em parte oligopólios ou monopólios naturais. Algumas delas serão ainda beneficiadas pelas dificuldades impostas aos seus concorrentes, que lidarão com custos de capital mais elevados e incertezas sobre a atividade,

eventualmente abrindo portas para ganhos de *market share* e aumento de margens dos líderes de mercado, como observado em alguns casos durante o governo Dilma.

Do ponto de vista macroeconômico, temos uma visão mais benigna que o consenso para 2023. Dificilmente repetiremos o crescimento de PIB de 2022, em torno de 3%, no próximo ano: o processo de reabertura da economia está virtualmente completo, o impulso fiscal não é tão relevante e há sinais mais consistentes de piora no mercado de crédito, como evidenciado pelo aumento de quase 2 pontos percentuais da inadimplência das pessoas físicas em outubro em relação ao mesmo mês do ano anterior. No entanto, não endossamos as preocupações com um cenário recessivo e acreditamos que as forças do ciclo continuarão se provando resilientes.

Seguimos enxergando um longo período de preços de *commodities* elevados – com destaque para petróleo e agrícolas, cujos efeitos são determinantes para a economia brasileira. Também acreditamos no efeito defasado das várias reformas recentes e do *boom* de concessões.

Em um mundo preocupado com recursos energéticos e segurança alimentar, a safra brasileira de grãos, cereais e leguminosas deve somar 288,1 milhões de toneladas em 2023, segundo o prognóstico do Levantamento Sistemático da

Produção Agrícola (LSPA) do IBGE. Esta produção significa um novo recorde histórico e representa um aumento de quase 10% em relação às estimativas de 2022, o que também contribuirá para um quadro mais benigno da inflação de alimentos.

Além da capacidade produtiva, é notável a diferenciação brasileira quanto à segurança da entrega, tema que se tornou relevante com os conflitos políticos e militares recentes envolvendo importantes produtores.

Na frente energética, a produção renovável e confiável, a um custo substancialmente inferior ao incorrido por outros países, gera efeitos sobre inflação e competitividade.

Além de um quadro mais benigno para a inflação de alimentos, o acúmulo de forças desinflacionárias globais, simbolizado pela normalização das cadeias de produção e pelo *glut* global de bens, também pode contribuir para uma melhora importante do nosso quadro inflacionário em 2023. De todo modo, entendemos que a direção das políticas públicas ao longo dos próximos quatro anos aponta para o risco de uma aceleração excessiva dos estímulos, em diversas frentes. Afinal, é difícil discordar do diagnóstico que estamos entrando em um regime de mais gastos e de maior intervenção do Estado nas empresas públicas e na alocação de crédito.

A possibilidade de um ataque à autonomia do Banco Central, inclusive de forma constitucional, também é

um risco relevante ao cenário e nos parece subestimado no formato da curva de juros brasileira.

Apesar da expectativa positiva com o cenário macroeconômico de 2023, o ambiente político conturbado requer cautela e a posição relativa em ações brasileiras continua a ocupar espaço secundário e reduzido nos fundos.

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	-0.2%	1.1%	0.7%	-3.7%	2.9%	1.1%	6.7%	9.0%	-4.0%	<b>13.5%</b>	11.1%
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%

## 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	-1.3%	2.1%	2.6%	-15.4%	10.5%	4.5%	18.7%	2.5%	-6.9%	<b>17.3%</b>	11.1%
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%

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.

