

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de 10,59% e 4,14% no mês e 53,84% e 20,96% no ano, respectivamente.

Em julho, os ganhos foram diversificados entre as principais posições dos fundos. O *hedge* aplicado em juros internacionais explica em parte o resultado, complementado por ganhos em moedas, especialmente em iene e euro. No Brasil, o portfólio de ações domésticas, em boa parte contra o índice, também trouxe bons resultados.

* * *

"The Meeting noted that the severely limited availability of excess capacity necessitates utilizing it with great caution in response to severe supply disruptions.

The Meeting noted that chronic underinvestment in the oil sector has reduced excess capacities along the value chain (upstream/midstream/downstream)

The Meeting highlighted with particular concern that insufficient investment into the upstream sector will impact the availability of adequate supply in a timely manner to meet growing demand beyond 2023 from non-participating non-OPEC oil-producing countries, some OPEC member countries and participating non-OPEC oil-producing countries."

Os trechos acima do comunicado da última reunião da OPEC+ convergem com pontos centrais da nossa tese de petróleo. Nos trechos abaixo da nossa carta de setembro de 2021, por exemplo, ilustrávamos as

nossas dúvidas sobre o real excesso de capacidade da OPEC.

"Em paralelo, ameaçados pelo shale nos últimos anos, produtores membros e não membros da OPEC+ possivelmente não investiram o suficiente para aumentar ou até mesmo manter suas capacidades produtivas. Os futuros desafios para expansão de oferta são grandes, caros e longos."

Em linhas gerais, seguimos confiantes com os fundamentos do lado da oferta da nossa tese de petróleo. A produção americana segue consistentemente decepcionando as expectativas, a OPEC+ reforça a nossa preocupação com a sua capacidade de ser o produtor marginal, as vendas de reservas estratégicas estão nos seus meses finais e o ambiente macro continua sendo de escassez de capital para o setor.

Por outro lado, a demanda tem surpreendido negativamente. Ainda que os efeitos da pandemia na Ásia não tenham se dissipado, especialmente sobre viagens internacionais, a demanda de óleo cru está abaixo das expectativas. A revisão baixista pela IEA de cerca de 800 mil barris no crescimento da demanda global de 2022, ao longo deste ano, é uma evidência nessa direção.

De certa forma, não conseguimos conciliar as evidências de um mercado folgado no curto prazo com os dados macroeconômicos disponíveis. A oferta de petróleo se encontra quase 2 milhões de

barris abaixo da observada em 2019, enquanto o PIB nominal dos EUA, historicamente correlacionado com o consumo de petróleo, está cerca de 15% acima. Seria natural então esperar um equilíbrio de oferta e demanda mais apertado que o atual.

Certos da intensidade energética da economia global, entendemos que duas possibilidades principais nos contornam: i) ou a atividade econômica global está mais fraca do que os dados correntes nos mostram; ii) ou a estocagem na cadeia de petróleo e derivados não nos permite ter uma leitura fidedigna da demanda.

De toda forma, os ventos cíclicos da economia global continuam a incomodar, em especial os que sopram da China e da Europa. Para além das discussões de natureza mais conjuntural, surgem dúvidas mais profundas sobre o modelo de crescimento econômico da China, dependente do mercado de *properties*, e da Alemanha, onde energia barata compõe a sua competitividade industrial.

Frente a tal cenário, seguimos utilizando posições aplicadas em juros globais, ainda que em menor tamanho, como defesa de surpresas negativas de demanda.

* * *

Recentemente adicionamos posições compradas em ações domésticas brasileiras. O nível de *valuation* atrativo das companhias se junta a um maior otimismo com o quadro macroeconômico

doméstico, pelo menos vis-à-vis o consenso que projeta novamente uma estagnação ou recessão para 2023.

Apesar dos enormes ruídos vindos de Brasília e da inequívoca piora da governança fiscal, seja com a consolidação do orçamento secreto ou com os sucessivos dribbles no teto de gastos e na lei eleitoral, é inegável que a economia brasileira segue desempenhando de forma mais positiva do que o esperado. O consenso recessivo de 2022, por nós desafiado ainda no ano passado, evoluiu para a expectativa de um PIB superior a 2%; o desemprego caiu quase 5 pontos percentuais em relação ao mesmo período do ano passado; o resultado fiscal, apesar do festival de desonerações e programas de transferências de renda, deve fechar ligeiramente melhor que se avaliava no início do ano e a dívida/PIB, em boa parte ajudada pelo imposto inflacionário, fechará o ano bem abaixo do inicialmente esperado.

A despeito do melhor desempenho econômico, as expectativas negativas do consenso, que não se mostraram corretas no primeiro semestre, foram simplesmente adiadas por alguns trimestres. Mais ainda, existe uma expectativa generalizada de que estamos condenados à estagnação da última década. Temos nos perguntado, sem respostas definitivas, se não estamos apenas perpetuando o quadro recente e menosprezando o ciclo de *commodities* e o efeito defasado das reformas econômicas pós-2016.

Temos uma divergência potencial também em relação à eficácia percebida da política monetária. Certamente taxas de juros reais *ex-ante* nos níveis atuais produzem efeitos contracionistas. No entanto, a parcela ainda muito relevante de pós-fixados na composição da dívida pública, a baixa profundidade do mercado de crédito e o alto nível dos *spreads* atuam como efeitos mitigadores importantes da potência de tal política.

A importância do Poder Executivo, cada vez mais restrito ao modelo “semi-presidencialista”, parece também receber peso desproporcional. Dito de outra forma, da mesma forma que acreditamos que os efeitos das políticas de Brasília são superestimados, acreditamos que os agentes subestimam os efeitos do ciclo de *commodities*.

Os governos FHC, Dilma e Temer conviveram com ciclos menos favoráveis de preços de *commodities* e, não coincidentemente, frustraram as expectativas de crescimento econômico. Do outro lado da moeda, Lula e Bolsonaro receberam ventos de popa importantes do ciclo global e, não à toa, conviveram com resultados recorrentemente mais positivos na atividade econômica, nas contas públicas e nas contas externas.

* * *

As decisões recentes de cunho eleitoreiro do governo atual, seja no incremento do auxílio emergencial ou no subsídio aos combustíveis, nos remetem a

decisões de política econômica pró-cíclicas tomadas por governos petistas. Considerando também o peso que damos ao choque positivo de termos de troca dos últimos anos, os efeitos sobre a renda disponível das famílias de tais medidas não devem ser subestimados, ainda mais em um ciclo que nos parece favorável.

A boa prática de política econômica em países que escaparam da *resource curse*, como a Noruega ou o Chile de outros tempos, é que ciclos benignos devem ser usados para reduzir o endividamento dos países e acumular fundos soberanos para as gerações futuras. Utilizar esse período de bonança para financiar gastos correntes, como feito anteriormente por nós, tem efeitos e consequências importantes.

Cientes de que uma consolidação fiscal, com impactos positivos sobre as taxas de juros reais de longo prazo, traria resultados mais perenes para a sociedade, é legítimo o questionamento sobre o nosso otimismo com ativos que descontam fluxos de caixa futuros. A resposta? Entendemos que ainda estamos no início da atual expansão de *commodities*, em especial do petróleo.

De qualquer forma, fica evidente que estamos mais alavancados ao ciclo. Se uma empresa de petróleo resolve aumentar sua dívida com o barril acima de 100 dólares, não necessariamente ela terá problemas de solvência, mas certamente estará mais alavancada a esse ciclo.

No Brasil, mesmo com um aumento de arrecadação de cerca de 3 pontos percentuais do PIB desde 2019, fruto em boa parte desse ciclo externo favorável, ainda estamos projetando um déficit primário não desprezível para 2023. Não é difícil antecipar o que aconteceria com o quadro fiscal se o ciclo de *commodities* virasse, como vimos nos anos finais do governo Dilma.

Surpreendentemente, considerando o viés supostamente liberal e ortodoxo da equipe econômica, parece estar em curso o aprofundamento de uma orientação pró-cíclica da política fiscal. A tentativa de antecipar recebíveis da PPSA, a taxas acima do nosso custo de dívida, mostra um apetite por mais gastos correntes, assim como vimos no estado do Rio de Janeiro há alguns anos. Mais ainda, a ideia de substituir o moribundo teto de gastos por uma banda de dívida/PIB troca um controle anticíclico, que aumenta o superávit fiscal em momentos de crescimento, pela direção contrária.

* * *

Considerando os pontos discutidos ao longo da carta e a expectativa generalizada de desinflação global, nos parece que as empresas expostas ao ciclo doméstico têm um cenário interessante enquanto o ciclo perdurar, independente do desfecho eleitoral.

Por outro lado, a ponta longa da curva de juros pode ser uma proteção interessante. Se a economia

efetivamente se mostrar bem mais forte que o esperado, os efeitos na inflação serão potencialmente importantes. Se estivermos errados no ciclo de *commodities*, vamos nos arrepender de, mais uma vez, ter desperdiçado o ciclo global e esgarçado as contas públicas.

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%	2.0%	1.2%	1.0%	3.3%	1.6%	11.6%	5.3%	-5.4%	21.0%	6.5%
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%
jun	-0.4%	-0.3%	0.2%	-1.7%	0.8%	0.0%	-0.7%	0.7%	0.3%	-1.1%	1.0%
jul	0.3%	0.8%	0.0%	1.7%	0.3%	1.0%	0.3%	0.6%	-0.8%	4.1%	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	1.5%	5.7%	4.1%	2.1%	11.8%	5.5%	36.3%	1.4%	-14.4%	53.8%	6.5%
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%
jun	-1.2%	-1.1%	0.5%	-5.5%	2.5%	0.0%	-1.7%	0.2%	1.0%	-5.2%	1.0%
jul	1.1%	2.2%	0.1%	5.0%	0.9%	3.0%	0.7%	0.1%	-2.4%	10.6%	1.0%

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.

