

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de -1,16% e 0,05% no mês e de -12,13% e -1,79% no ano, respectivamente.

Ratificando a comunicação da última carta, os fundos encerraram a posição de petróleo e continuam utilizando risco abaixo da média e dos limites impostos pela nossa política de controle de risco.

Nesta carta, gostaríamos de apresentar três temas que têm despertado o nosso interesse e norteiam as posições presentes nos fundos. Nas seções seguintes, apresentaremos visões ainda preliminares sobre esses assuntos e nos colocamos à disposição para debater novos ângulos e consequências inexploradas por nós em torno desses temas.

\* \* \*

## Crise bancária americana

Ainda que a preocupação com risco sistêmico permaneça baixa, a atual crise envolvendo os bancos regionais dos EUA provavelmente terá impactos não desprezíveis sobre a atividade econômica, uma vez que eles respondem por uma parcela importante da concessão de crédito.<sup>1</sup>

No lado positivo, a atuação tempestiva das autoridades diminuiu o risco de uma quebra em série dos bancos médios e pequenos, o que já é evidente

<sup>1</sup> De acordo com dados do FED, os bancos com menos de US\$ 10 bilhões em ativos detinham cerca de 20% dos ativos bancários dos

na redução das saídas generalizadas de depósitos e no menor uso das linhas emergenciais do FED.

O atual ambiente de juros mais altos, no entanto, ainda é o pano de fundo do problema fundamental que existe em centenas de bancos americanos. De um lado, taxas de juros mais altas teoricamente favorecem os bancos porque a *NIM (net interest margin)* sobe à medida que os juros que eles recebem nos seus ativos superam seus custos de *funding*. Dito de outra forma, a evolução das taxas de depósito é muito mais lenta que a alta das taxas de mercado dos ativos pós-fixados. Como bem nos lembrou Larry Summers, em citação da nossa última carta, o problema central do modelo americano é assumir que boa parte das famílias ficará resignada em ganhar quase zero em seus depósitos (ou algo muito abaixo dos atuais 5% das taxas obtidas nos *money markets*).

Nos últimos ciclos de aperto monetário também houve um enorme e persistente descompasso entre as taxas de depósito e as taxas dos *FED FUNDS* e é possível que esse fenômeno aconteça novamente. No entanto, ao contrário de outros momentos da história, a tecnologia e a maior disseminação de informações dos tempos atuais podem potencializar um movimento de busca por uma maior remuneração dos depósitos. A rapidez com que corridas bancárias podem acontecer no mundo

EUA em 2020 e concederam cerca de 45% dos empréstimos comerciais e industriais.

digital, vide os exemplos recentes nos EUA, também são um ponto de atenção importante e foram destacados no último relatório trimestral de estabilidade financeira do FED.

*“The unprecedented speed of the run on SVB was likely facilitated by widespread adoption among SVB’s tightly networked depositor base of technologies enabling depositors to submit withdrawal requests electronically and to share messages about the bank’s perceived problems via messaging apps and on social media.”*

De qualquer forma, ainda que os bancos não venham a sofrer perdas abruptas de depósitos – de modo a serem forçados a lidar com o descasamento de *duration* no ativo e passivo via venda de ativos que, após marcação a mercado, levaria a perdas expressivas de capital e potencial liquidação –, a direção parece ser de menor rentabilidade. À medida que as taxas de depósito vão subindo e o estoque de depósitos vá caindo, conforme os depositantes continuem buscando retornos mais expressivos no mercado de *money market*, essa tendência de menor retorno dos bancos deveria se consolidar e, com isso, acentuar o ambiente que já é de critérios bem mais rígidos de concessão de crédito.

Quando somamos os efeitos defasados do aperto monetário, o cenário de crédito mais escasso e mais caro, a piora do ciclo da indústria manufatureira e os riscos associados ao *debt ceiling*, as condições

objetivas parecem postas para uma desaceleração adicional da atividade econômica dos EUA, apesar da resiliência até então do mercado de trabalho e do balanço saudável das famílias norte-americanas.

### Risco geopolítico

Se não bastasse a complexidade dos cenários econômicos potenciais do mundo pós-pandemia, é inegável que os tempos atuais testemunham uma efervescência geopolítica com poucos paralelos no mundo pós-Guerra Fria.

Nos anos 90 e no começo desse século, a dominância global exercida pelo Estados Unidos era inquestionável, bem como a dimensão da sua liderança militar, tecnológica e econômica. Os aliados incondicionais dos Estados Unidos incluíam quase a totalidade dos países mais ricos do mundo e o arcabouço institucional que os unia, montado principalmente no pós-guerra, teve a liderança fundamental de Washington, palco também da formulação de consensos de políticas econômicas que nortearam boa parte das agendas de reformas mundo afora.

Nas últimas duas décadas, no entanto, os Estados Unidos passaram por duas intervenções militares fracassadas no Afeganistão e no Iraque, uma grave crise financeira e uma crescente polarização política doméstica. Além disso, presidentes como Obama e Trump defendiam, de forma aberta ou velada, uma postura mais isolacionista, abrindo mão em alguma

medida do papel de xerife do mundo. Vale ressaltar, inclusive, que essa postura menos intervencionista dos Estados Unidos, em especial nas questões do Oriente Médio, coincide com o crescimento espantoso da indústria de *shale* e o fim da dependência energética do país.

Simultaneamente à percepção de declínio da hegemonia absoluta dos Estados Unidos, a China se consolidava com a segunda maior economia do mundo e orientava a sua ambiciosa estratégia geopolítica em expandir a sua influência global, modernizar as suas forças armadas e aumentar o seu poderio tecnológico. O programa “*One Belt, One Road*”, por exemplo, consiste no financiamento do investimento em projetos de infraestrutura em vários países, tendo como objetivo conectar a China com a Europa, África e Ásia através de uma rede de rotas de transporte e comércio. Apesar do alto custo financeiro de alguns projetos, muitas vezes acentuando problemas de endividamento de países mais pobres, é inegável que a China tem expandido a sua influência política e econômica.

Chama atenção também que a China já vem há anos fortalecendo as suas relações bilaterais com países como a Rússia, o Irã e a Venezuela, no que parece ser uma combinação de interesses econômicos, políticos e estratégicos. Com o prolongamento da Guerra da Ucrânia, a China optou pelo caminho da ambiguidade estratégica, defendendo o caminho das negociações diplomáticas ao mesmo tempo em que

faz importantes acenos para a Rússia. Ainda que não exista formalmente uma aliança estratégica entre a China e esses países, parece haver um longo caminho de formação de um polo econômico e militar que antagonize com o bloco liderado pelos Estados Unidos.

Mais recentemente, chamou a nossa atenção o acordo de paz entre os sunitas da Arábia Saudita e os xiitas do Irã, mediado por Xi Jinping justamente na semana em que o líder chinês conquistou o seu terceiro mandato. Quais outros países do mundo emergente podem estar suscetíveis a alianças mais profundas com a China, principalmente no universo dos BRICS? A recente acusação dos EUA que a África do Sul teria fornecido armas para a Rússia, por exemplo, pode ter ramificações importantes e abrir um capítulo a mais no universo das sanções.

A nossa avaliação é que teremos um longo *bull market* nos temas geopolíticos, ou seja, não temos uma efervescência momentânea e sim um longo caminho de conflitos e tensões que marcará uma geração. No lado americano, a tentativa de restringir o acesso chinês à tecnologia, usando como justificativa argumentos de segurança nacional, parece ser o único consenso entre os dois partidos. Naturalmente, os interesses econômicos das grandes empresas americanas na China servirão como um contrapeso ao consenso político anti-China. No lado da China, com o peso dos 5 mil anos de história e as facilidades de um regime autocrata,

mirar o longo prazo é mais fácil que no Ocidente. A costura de novas alianças, a ênfase em avançar na guerra tecnológica contra os Estados Unidos, a hostilidade contra Taiwan e o estímulo ao debate sobre a “*de-dollarization*” serão temas de crescente importância para a China nos próximos anos.

Apesar da ênfase em temas de longo prazo, acreditamos que a eleição na Turquia ainda em maio, um possível acirramento da Guerra na Ucrânia e a proximidade da eleição presidencial americana deverão aumentar de forma relevante a temperatura do mundo geopolítico nos próximos trimestres.

Seguiremos acompanhando de perto o tema risco geopolítico e discutiremos sobre ele nas nossas próximas comunicações.

## Brasil

*“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.”*

O trecho acima da nossa última continua refletindo a nossa percepção. Além disso, apesar dos ruídos vindos do governo em diversas frentes, tem ficado claro que o Congresso tem exercido o seu papel de contrapeso ao Executivo, mostrando o seu posicionamento à direita do governo em pautas importantes, tais como o Marco do Saneamento. Levando em conta a aparente limitação na capacidade de articulação política do governo e usando a história recente como referência, onde geralmente o Executivo acaba cedendo ao Legislativo, acreditamos que tais divergências tendem a se intensificar.

As *commodities*, cujo papel nas surpresas positivas de arrecadação e na persistência de um quadro positivo para a renda nacional tem sido consistentemente subestimado, também podem desempenhar um papel importante na desinflação que vislumbramos para os próximos meses.

Dizendo de outra forma, podemos estar entrando em um ambiente onde as *commodities* não caem o suficiente para afetar de forma relevante o quadro fiscal, mas têm efeitos potencialmente importantes sobre a inflação, ainda mais em um ambiente onde os gargalos globais de produção foram equacionados e ainda há efeitos defasados do ciclo de aperto monetário por vir. Estamos, portanto, diante de um quadro que contrasta com o vivenciado em 2021 e na maior parte de 2022. Durante esse período, os juros reais domésticos eram negativos, impedindo a

transferência do aumento dos preços das *commodities* para a taxa de câmbio, o que aumentava a pressão inflacionária. Atualmente, com juros reais extremamente elevados, é possível manter um câmbio mais valorizado, mesmo com a queda nos preços das *commodities*.

Ademais, teremos a histórica super safra de grãos de 2023, que pode chegar a um crescimento interanual superior a 15%, segundo a CONAB. Além dos efeitos já evidentes sobre as revisões positivas recentes no crescimento do PIB, a safra pode gerar um descolamento importante nos preços de alguns alimentos em relação aos preços internacionais e acentuar um cenário de desinflação.

Ou seja, apesar dos ruídos de Brasília e das pertinentes incertezas que ainda existem sobre o quadro fiscal de longo prazo, acreditamos que o ambiente macroeconômico de Brasil parece mais benigno do que o refletido no preço dos ativos.

\* \* \*

Diante das discussões aqui colocadas e dos limites atuais colocados pela nossa política de risco, os fundos têm posições pequenas em ouro, que tende a compor bem o portfólio tanto em cenários de atividade americana mais fraca como do acirramento das tensões geopolíticas. Também temos carregado uma pequena posição aplicada em juros no Brasil, consistente com um ambiente global e doméstico mais desinflacionário. Posições aplicadas em taxas

globais, compradas em bolsa americana e brasileira também podem, taticamente, fazer parte do portfólio.

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	1,3%	-3,3%	-0,8%	-0,9%	-0,2%	-0,2%	-10,2%	3,0%	-0,7%	<b>-12,1%</b>	4,2%
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%
abr	-0,2%	0,2%	-0,1%	0,0%	-0,7%	-0,2%	-0,7%	0,7%	-0,2%	<b>-1,2%</b>	0,9%

## 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%	-1,1%	-0,3%	-0,3%	-0,1%	-0,1%	-3,4%	3,8%	-0,8%	<b>-1,8%</b>	4,2%
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%
abr	-0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	-0,2%	-0,1%	-0,2%	0,8%	-0,2%	<b>0,0%</b>	0,9%

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.

