

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de -8,25% e -3,84% no mês e de -7,26% e -2,87% no ano, respectivamente.

Em fevereiro, as principais perdas para os fundos vieram da compra de urânio e da posição aplicada em juros na Europa. A estratégia de renda variável Brasil complementa o resultado, com perdas na posição vendida em Petrobras.

Em função dos nossos limites de risco, as posições dos fundos seguem reduzidas, tanto em VAR quanto em stress, em relação à utilização média de risco dos últimos anos.

* * *

Em quase 10 anos de Vista Capital, almejamos permanentemente buscar, construir e aprofundar teses estruturais em horizontes longos. Para alcançá-los, no entanto, buscamos *hedges* que protejam o portfólio ao longo de uma trajetória frequentemente marcada por turbulentos movimentos de curto prazo.

No momento atual, o portfólio tem uma característica importante: a nossa tese estrutural de venda de Europa também funciona como um *hedge*. Portanto, além de nos expor ao alfa da tese, também retira o beta da carteira, o que normalmente seria executado através de compra de opções.

Certamente, *hedges* cruzados carregam, por definição, um risco maior de descorrelação. No caso

específico do mês de fevereiro, não observamos uma quebra de correlação tão importante, mas sim uma *underperformance* significativa da nossa posição comprada em Brasil contra os nossos *shorts*, tanto em ações na Europa quanto em Petrobras. No mercado de juros desenvolvidos, houve uma correlação muito alta, a nosso ver indevida, entre EUA e Europa. Não observamos, no entanto, nenhuma mudança estrutural nos fundamentos que exijam alterações relevantes do portfólio.

Nas seções seguintes, discorreremos brevemente sobre algumas das principais teses da carteira.

* * *

No mês de fevereiro, a impressionante resiliência da economia americana e surpresas marginalmente negativas nos dados de inflação causaram uma reprecificação relevante da curva de juros nos EUA, contaminando as curvas de juros na Europa. Em paralelo a isso, a forte alta dos mercados de ações nos EUA, explicada em parte pela euforia com os avanços tecnológicos recentes, também levou alguns índices de ações europeus para as máximas.

Ainda que os ciclos econômicos nos EUA e na Europa tenham alguma correlação histórica, isso não é necessariamente válido para os ciclos de política monetária e para os mercados de ações, como bem atesta a década passada. Ademais, conforme

relatado em nossa última carta, observamos diferenças ainda mais relevantes no ciclo atual.

A economia americana vive uma rara combinação de balanços privados bastante saudáveis, inovações tecnológicas potencialmente revolucionárias, *boom* populacional e uma recuperação da taxa de participação do mercado de trabalho no segmento *prime age*, puxada pela consolidação do trabalho remoto e o impacto disso principalmente sobre a oferta de trabalho das mulheres.

Concomitantemente, o continente europeu se vê imerso em uma prolongada estagnação econômica, especialmente na economia alemã, e em uma teia que envolve os impactos políticos e sociais da imigração e de uma mal elaborada transição energética. Tudo isso em um pano de fundo geopolítico que acentuará incertezas e disputas distributivas.

O contraste entre a exuberância americana e a estagnação europeia é bem ilustrado pelas contínuas revisões positivas de crescimento em 2024 a favor da economia dos EUA.



Contudo, as curvas de juros continuam indicando ciclos de cortes semelhantes entre as duas regiões até meados de 2025, de aproximadamente 150 pontos-base.

"(...) the ECB is an independent central bank and will act independently. We will decide on the basis of the three criteria that I mentioned earlier. On the basis of the measurements that we have, the projections that we have, and the additional data that we need, we will determine what action we need to take, and that will be done independently from what my colleague at the Fed decides to do."

Christine Lagarde, ECB Q&A, March 7.

No entanto, acreditamos em caminhos bastante divergentes nos ciclos econômicos e nas respectivas trajetórias da política monetária. Ao contrário dos últimos anos, pelas razões aqui expostas, podemos estar diante de uma desconexão econômica não vista desde o pré-pandemia.

Frente a esse quadro, mantemos a posição vendida em Europa, tanto com uma posição aplicada em juros quanto em bolsa, como *funding* do nosso *portfólio*.

No que diz respeito à nossa exposição em Brasil, a nossa maior cautela direcional, sinalizada na carta de dezembro, foi penalizada pela *underperformance* da

nossa cesta de ações de *quality* em relação aos índices europeus e a Petrobras.

“Como as incertezas fiscais não foram plenamente resolvidas e o governo continua dando sinais bastante ambíguos além das portas do Ministério da Fazenda, avançamos na construção de hedges para a exposição comprada em Brasil.”

Carta do Gestor, Dezembro de 2023

Como a nossa obsessão é evitar caudas, entendemos que no Brasil elas se refletem de duas formas: i) a queda do preço do petróleo, que tem a sua importância seguidamente subestimada; ii) aventuras heterodoxas do governo, possivelmente geradas por uma deterioração mais forte da popularidade do governo ou da atividade econômica. A Petrobras, que entrega um carregamento pequeno frente a taxa de desconto e muito aquém do observado em um passado recente, expressa de forma importante ambos os riscos descritos e se mostra uma boa proteção vis-à-vis o ponto de partida de *valuation*.

A decisão de suspender o pagamento de dividendos extraordinários nos parece ter um caráter muito mais simbólico do que quantitativo e financeiro, ao contrário da aparente leitura inicial do consenso de mercado. Quando olhamos para uma perspectiva mais longa, nos perguntamos qual o tamanho do

carregamento necessário para ser acionista de uma empresa estatal que pode ser uma importante alavanca de *policy* do governo Lula, ainda mais diante de um ciclo eleitoral que parece estar sendo prematuramente antecipado.

* * *

Em paralelo, entendemos os movimentos de mercado recentes no complexo de urânio como frutos da liquidação financeira por *players* mais especulativos, o que se deu em conjunto com o aumento dos descontos relativos ao NAV em alguns dos principais veículos de investimento do setor.

A energia nuclear é limpa, segura e intermitente e será fundamental para absorver a demanda energética advinda das novas tendências seculares, como AI. Neste contexto, vale destacar que a AWS, provedora de serviços na nuvem da Amazon, fechou essa semana um acordo de \$650mn com a Talen Energy para comprar um *data center* ao lado de uma planta nuclear na Pensilvânia. Entendemos que isso pode ser apenas o começo de uma série de movimentos parecidos feitos pelas *Big Techs*, o que nos deixa ainda mais confortável com o lado da demanda nas nossas teses de energia nuclear e urânio.

De forma geral, não vemos alterações fundamentais na nossa tese otimista no urânio e seguimos expostos de acordo, tanto na *commodity* como nas ações de produtores.

* * *

Por fim, a nossa pequena exposição comprada em Argentina continua tendo uma contribuição positiva para os fundos, apesar das incertezas políticas associadas aos obstáculos legislativos encontrados pelo governo Milei.

Nesse contexto, estivemos mais uma vez em Buenos Aires em fevereiro para reuniões com atores políticos e econômicos. Nossa expectativa de encontrar as sementes de um importante ajuste fiscal foi corroborada, apesar das fortes disputas por recursos entre as províncias e o governo federal.

Entendemos que os problemas estruturais argentinos têm raízes em um desenho institucional intrinsecamente corporativista. Nele, sindicatos, empresários e movimentos sociais extraem rendas da sociedade e constituem poderes que garantem plena governabilidade aos peronistas, mas inviabilizam as demais forças políticas. Com efeito, entre todos os cinco presidentes não explicitamente peronistas eleitos desde o exílio de Perón (1955), apenas Maurício Macri conseguiu concluir o mandato.

O mesmo diagnóstico é compartilhado pelo governo, que entende a necessidade de quebrar as instituições que hoje perpetuam o peronismo no

poder. Por conseguinte, a era Milei, que emula o confronto institucional dos anos Thatcher no Reino Unido e realiza um forte ajuste fiscal, dificilmente será marcada por anos de calma política.

Ainda assim, atualmente vemos o governo federal em uma posição mais forte para este e futuros conflitos, apresentando uma popularidade resiliente dada a capacidade de Milei de controlar narrativas e guiar expectativas sociais¹ em meio a um forte ajuste fiscal.

Sindicatos e movimentos sociais, por exemplo, estão enfraquecidos pela imagem pública negativa, que foi associada à ideia de “Casta” pelo presidente, enquanto políticos kirchneristas sofrem com o desprezo da Suprema Corte.

Nossa opinião também se estende à disputa com os governadores que, já enfraquecidos por severos cortes em transferências do poder central, enfrentariam de cofres vazios uma briga que traria pesados custos políticos.

Esperávamos que o conflito atual cessasse, o que foi observado após o discurso do presidente na abertura das sessões legislativas. Nele, Milei convocou parlamentares e mandatários provinciais para um novo pacto político envolvendo uma renovada “Lei Ômnibus” em troca de um pacote de auxílio fiscal às

¹ Apesar de 5% PIB de ajuste fiscal, a aprovação do governo seguiu em níveis favoráveis (45%) desde dezembro e registra níveis similares a presidentes de tempos normais.

províncias. Tal chamado foi atendido inicialmente por todas as forças políticas.

Em um contexto de posição política governista fortalecida e distensionamento político, o comprometimento acerca da necessidade de *frontloading* do ajuste orçamentário nos tornam mais otimistas que o consenso acerca da evolução fiscal e microeconômica do país.

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%	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	-0,4%	0,4%	2,5%	-16,1%	8,9%	4,6%	18,6%	3,1%	-6,2%	15,3%	12,4%
2023	2,7%	2,8%	-0,2%	1,2%	-3,5%	0,9%	-3,6%	8,8%	-2,3%	6,7%	13,0%
2024	-0,1%	-3,5%	-0,2%	-4,9%	1,4%	-0,1%	-0,9%	1,4%	-0,3%	-7,3%	1,8%
jan	-0,1%	-2,5%	-0,1%	-1,1%	1,7%	0,2%	2,4%	0,7%	-0,1%	1,1%	1,0%
fev	0,0%	-1,0%	-0,1%	-3,8%	-0,2%	-0,3%	-3,3%	0,6%	-0,2%	-8,2%	0,8%

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	0,1%	0,6%	0,7%	-3,9%	2,4%	1,1%	6,7%	10,0%	-4,0%	13,6%	12,4%
2023	1,4%	2,0%	0,1%	0,8%	-1,6%	0,6%	0,5%	10,6%	-2,1%	12,3%	13,0%
2024	-0,1%	-1,7%	-0,1%	-2,4%	0,9%	0,0%	-0,7%	1,7%	-0,3%	-2,9%	1,8%
jan	-0,1%	-1,1%	-0,1%	-0,5%	1,0%	0,1%	0,9%	0,9%	-0,2%	1,0%	1,0%
fev	0,0%	-0,5%	-0,1%	-1,9%	-0,1%	-0,1%	-1,7%	0,7%	-0,2%	-3,8%	0,8%

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.

