

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de 2,13% e 1,52% no mês e de -4,32% e 4,04% no ano, respectivamente.

Em julho, os ganhos dos fundos foram explicados principalmente pela posição comprada em ações no Brasil. Também tivemos um resultado positivo no mercado de *commodities*, principalmente na posição de urânio.

O ambiente macroeconômico global continuou carregando incertezas importantes, envolvendo desdobramentos recentes tanto positivos quanto negativos. No caso da economia dos EUA, de um lado temos a confirmação de uma dinâmica inflacionária mais benigna. Do outro lado, o quadro fiscal tem suscitado preocupações e contribuído para pressões altistas na ponta mais longa da curva de juros, afinal não é usual os EUA terem um déficit fiscal entre 6% e 7% do PIB em um momento tão favorável do ciclo econômico.

Na China, o mercado imobiliário continua sem dar sinais de estabilização e algumas das principais incorporadoras do país estão virtualmente quebradas. Os formuladores de política econômica chineses, por sua vez, navegam a linha tênue entre tentar estimular a confiança do setor privado e a baixa capacidade de fazer estímulos tradicionais, normalmente associados ao investimento em infraestrutura e *real estate*. Afinal, a economia chinesa já tem um estoque de capital bastante elevado para o seu estágio de desenvolvimento e há

diversos bolsões de excesso de endividamento, tanto no setor privado quanto no setor público, especialmente nos governos locais. O provável fim do frenesi regulatório dos últimos anos contra o setor de tecnologia, por sua vez, parece ser uma medida de “*low hanging fruits*” e que vai em encontro ao recente objetivo oficial de estimular o mercado de capitais e usá-lo como uma alavanca para o crescimento econômico.

Na Europa, o recente PMI manufatureiro da Alemanha abaixo de 40, nível atingido apenas na crise financeira de 2008 e no auge da pandemia em 2020, é simbólico dos enormes desafios cíclicos e estruturais da economia europeia, conforme discutimos anteriormente.

A guerra na Ucrânia, por sua vez, ainda que em banho maria para os mercados, parece entrar em um funil de possíveis soluções. O aumento do armamento de ambos os lados, a proximidade do inverno e as eleições presidenciais nos Estados Unidos em 2024 podem trazer a busca por desfechos mais rápidos, aumentando o risco de eventos de cauda para os mercados.

Em grande parte pelos pontos acima, nosso *portfólio* internacional tem priorizado operações de valor relativo. De toda forma, são variáveis extremamente importantes envolvendo as principais forças econômicas globais, com alguns fatores possivelmente mais perenes e que merecem o nosso monitoramento atento.

Nas próximas seções, apresentaremos brevemente a atualização da nossa visão em relação a Brasil e discorreremos com mais detalhes sobre a nossa tese de investimentos em urânio, posição que carregamos desde 2020 e que foi sendo gradualmente aumentada ao longo dos últimos anos, à medida que aprofundamos a investigação analítica e ganhamos a confiança necessária em torno do caso de investimentos.

Brasil

Os trechos abaixo da nossa última carta de março são consistentes com o cenário macroeconômico benigno que tem se desenhado – inflação mais baixa, queda de juros, quadro favorável das contas externas e atividade ainda resiliente.

“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”.

No entanto, os persistentes ruídos na agenda microeconômica do governo, em especial a intervenção mais explícita na política de preços da Petrobras e a discussão em torno do novo PAC, nos incomodam em alguma medida. Ainda que o cenário mais provável seja o insistente caminho do meio, o posicionamento e os prêmios de risco nos diversos mercados são bem diferentes em relação ao início do ano.

Desta forma, os fundos reduziram de forma relevante a exposição direcional nos mercados de juros e de renda variável, de forma tal que temos hoje uma posição aplicada em juros reais com um *hedge* tomado na parte curta da curva de juros nominais e uma carteira *long short* em ações, com um viés ligeiramente comprado.

Urânio

No fatídico mês de março de 2020, nos chamou atenção que a cotação do urânio *spot* obteve uma alta de aproximadamente 9%, seguido de outra alta de 19% em abril, saindo de \$24,80/lb para \$32,50/lb. Um movimento tão brusco e na contramão do que se observava nos mercados foi mais do que suficiente para despertar a nossa curiosidade. Fazendo uma investigação inicial, entendemos que em função das restrições impostas pelo COVID-19 em diversos países, cerca de 30% da produção global de urânio havia sido interrompida por tempo indeterminado.

Ao darmos sequência aos nossos estudos, concluímos que havia muito mais ali do que uma simples interrupção temporária de oferta. Na verdade, estávamos diante de um desequilíbrio entre oferta e demanda de caráter muito mais perene e agudo que se intensificava ano após ano, fruto de um *bear market* que teve início quase dez anos antes.

A energia nuclear sempre teve relevância na geração elétrica ao longo desse século, sendo cerca de 10% do *mix* global e chegando a até 65% em um país desenvolvido como a França. Suas características principais de não-intermitência e altíssima densidade energética a diferenciam completamente das demais fontes renováveis no espectro de carbono-zero, tendo como resultado uma geração muito mais eficiente, como comprovado pelo seu *EROEI* (*Energy Return on Energy Invested*) bem mais elevado que os demais.¹

Na nossa avaliação, um mundo carbono-zero até 2050, conforme meta estabelecida na COP27 por muitos países, necessariamente passa por um mundo mais pró-nuclear, tendência essa que se intensificou ao longo dos últimos anos, tanto por parte da iniciativa dos governos quanto por um maior endosso da sociedade. Até mesmo no Japão, a aceitação popular saiu de 30% em 2020 para 51% em 2023. Antes disso, a indústria amargou anos

extremamente difíceis desde o acidente nuclear na planta japonesa de Fukushima Daiichi em 2011, que acabou tendo um impacto brutal em toda a cadeia ligada à geração nuclear pelo mundo, especialmente no urânio.

O Japão tinha quase 30% da sua geração elétrica advinda dos seus 50 reatores nucleares em operação. Nos 12 meses após o acidente, esse número chegou a zero, impactando cerca de 10% da geração global. O urânio *spot*, cujo preço negociava em torno de \$143/lb em 2007 e próximo dos \$75/lb pré-Fukushima, testou as mínimas de \$19/lb em 2016, fruto da sobreoferta gigantesca no mercado. Afinal, com esse choque brutal do lado da demanda, as *utilities* japonesas inundaram o mercado *spot* com os seus estoques.

Naquele momento, o cenário não poderia ser pior para as mineradoras, de modo que várias delas se tornaram economicamente inviáveis e acabaram encerrando as suas operações. Em 2017, as duas principais produtoras globais (Kazatomprom do Cazaquistão e a canadense Cameco), que detinham 55% da oferta global, finalmente decidiram por reduzir a produção e se tornaram compradoras líquidas de urânio no mercado *spot*, com intuito de darem início a um doloroso e necessário processo de ajuste.

¹ Nuclear: 75, Hydro: 49, Carvão: 30, Gás Natural: 28, Solar: 19, Eólica: 16

Antes do acidente em Fukushima, havia um mercado de contratos de médio a longo prazo entre *utilities* e mineradoras, onde as mineradoras eram formadoras de preço. Porém, com material em abundância em um mercado *spot* que era quase inexistente anteriormente, emergiu uma enorme disparidade de preço entre o mercado *spot* e o mercado a termo.



Fonte: UxC e Vista Capital

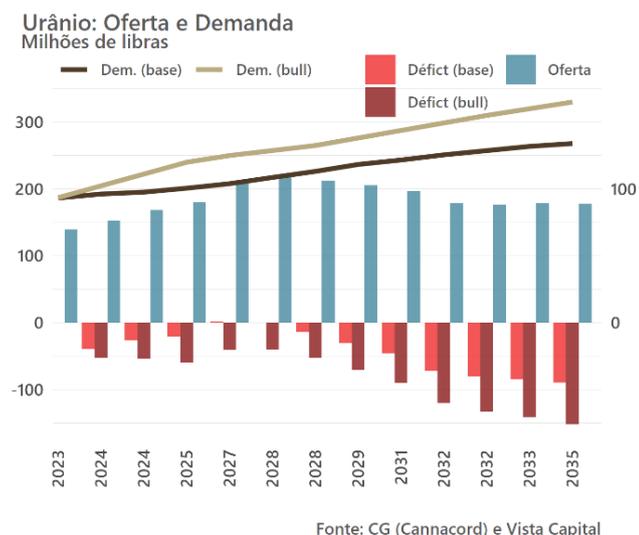
Se para as produtoras esse era o pior cenário possível, para as *utilities* era um céu de brigadeiro, visto que elas não precisariam se preocupar com a garantia de oferta do urânio que viriam a consumir anos adiante, como aconteceu no último ciclo de alta até 2011. Por representar uma parcela pequena do seu custo total, as *utilities* sempre prezaram pela garantia da oferta de urânio, uma vez que os custos incorridos em uma eventual paralisação por falta de material seriam devastadores para a operação.

Naquele momento de abundância de oferta no mercado *spot*, no entanto, isso claramente não era um problema e observamos então uma queda vertiginosa de contratação por parte das *utilities* ao longo dos anos de 2012 até 2021.



Fonte: UxC e Vista Capital

Todo esse cenário descrito pavimentou o caminho para um subinvestimento maciço ao longo de toda a cadeia de produção de combustível nuclear (mineração, conversão e enriquecimento) na década passada, fazendo com que o processo gradual de desestocagem tenha virado a tônica desse mercado ao longo de muitos anos. Os participantes dessa indústria, portanto, tinham que seguir pacientes e disciplinados para que o árduo processo de ajuste seguisse seu rumo, o que aconteceu e foi exponencializado no começo de 2020, com o impacto da pandemia na oferta global.



Como demonstrado pelo gráfico acima de oferta e demanda global, esse é um mercado que segue extremamente desbalanceado para os próximos anos. A demanda segue trajetória crescente, ao mesmo tempo em que a reputação da indústria nuclear tem se recuperado em um mundo focado na meta “carbono-zero”. Ademais, a oferta marginal para fechar esse rombo ainda parece longe de aparecer.

É importante frisar que o urânio em sua forma mineral (U3O8) é abundante na terra. Contudo, considerando o baixíssimo investimento feito ao longo da última década, o *lead time* de projetos *greenfield* na casa de 8 a 10 anos e, principalmente, um nível de preço que não incentiva a nova produção, avaliamos que o único remédio para conter esse déficit exponencial seja uma rápida escalada de preços. Estima-se que o preço necessário para balancear esse mercado no longo prazo esteja na casa de \$75/lb, com alguns acreditando na

necessidade de até \$90/lb. Ainda que não passem de estimativas, a realidade é que com preços já acima de \$50/lb por quase 12 meses consecutivos, não há indício algum que esse mercado esteja próximo do equilíbrio.

Ao longo do nosso tempo investido, ficamos satisfeitos que a tese vem se desenrolando da maneira que imaginávamos. Do lado da demanda, a cada mês que se passou observamos novos anúncios de países se mostrando pró-energia nuclear: (i) o Japão reiniciou reatores, levando a capacidade para os níveis mais altos dos últimos anos; (ii) a China veio com um *pipeline* de construir 150 novos reatores nas próximas décadas (mais do que a capacidade de geração atual do resto do mundo); e (iii) diversos países ocidentais apresentaram planos de construir novos reatores e/ou alongar a vida útil daqueles que já estão operando, com a Alemanha sendo uma exceção à regra.

Outro ponto central da tese era que adentraríamos em um novo ciclo de contratação de longo prazo por parte das *utilities*, o que tem acontecido e está em clara evolução ao longo dos últimos 12 meses. Apenas em 2023, já tivemos 119 milhões de libras comprometidas em novos contratos, valor superior ao total do ano passado e mais do que o dobro de 2019. Por fim, em linha com as nossas expectativas, não tivemos novidades do lado da oferta ao longo desse tempo. Entradas marginais de produção foram

para casar com a demanda latente por parte das *utilities*, algo natural com a aceleração do seu ciclo de contratação. Dizendo de outra forma, não são mais as *utilities* que estão no comando desse mercado e sim as produtoras, uma mudança radical do observado há até pouco tempo atrás.

Essa série de acontecimentos, no contexto de um mercado muito apertado, cria uma sensibilidade a notícias marginais tanto do lado da demanda quanto da oferta. Tendo isto em vista, continuamos enxergando uma assimetria bastante interessante para seguirmos expostos ao tema. Expressamos a nossa tese através de posições compradas na *commodity* em si e na compra das ações da Cameco, a maior produtora do Ocidente. Além da ampla liquidez do papel e de um *valuation* atrativo, a empresa é uma líder do setor e temos uma elevada confiança na sua capacidade de execução.

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	2,2%	0,6%	0,3%	-1,7%	1,2%	-0,9%	-10,4%	5,5%	-1,2%	-4,3%	7,6%
jan	0,4%	1,2%	-0,4%	-0,1%	2,8%	0,3%	-2,0%	0,8%	-0,6%	2,5%	1,1%
fev	1,1%	-1,4%	-0,2%	-1,3%	-1,7%	-0,5%	-4,3%	0,7%	0,2%	-7,4%	0,9%
mar	0,0%	-3,4%	-0,1%	0,4%	-0,7%	0,1%	-3,4%	0,8%	-0,2%	-6,4%	1,2%
abr	-0,2%	0,2%	-0,1%	0,0%	-0,7%	-0,2%	-0,7%	0,7%	-0,2%	-1,2%	0,9%
mai	0,7%	0,9%	-0,1%	-0,2%	0,2%	0,0%	-0,8%	1,1%	-0,2%	1,5%	1,1%
jun	0,8%	2,4%	1,1%	-0,9%	1,6%	-0,5%	-0,2%	0,9%	-0,1%	5,0%	1,1%
jul	-0,4%	1,0%	0,3%	0,3%	-0,1%	-0,3%	0,8%	0,8%	-0,2%	2,1%	1,1%

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	1,1%	0,9%	0,4%	-0,7%	0,9%	-0,4%	-3,3%	6,2%	-1,1%	4,0%	7,6%
jan	0,1%	0,4%	-0,1%	0,0%	0,9%	0,1%	-0,6%	1,0%	-0,3%	1,6%	1,1%
fev	0,4%	-0,5%	-0,1%	-0,4%	-0,6%	-0,2%	-1,4%	0,9%	-0,1%	-1,9%	0,9%
mar	0,0%	-1,1%	0,0%	0,1%	-0,2%	0,0%	-1,1%	1,1%	-0,2%	-1,5%	1,2%
abr	-0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	-0,2%	-0,1%	-0,2%	0,8%	-0,2%	0,0%	0,9%
mai	0,4%	0,4%	-0,1%	-0,1%	0,1%	0,0%	-0,4%	1,2%	-0,2%	1,3%	1,1%
jun	0,4%	1,2%	0,5%	-0,4%	0,8%	-0,2%	-0,1%	1,1%	-0,2%	3,0%	1,1%
jul	-0,2%	0,5%	0,1%	0,1%	-0,1%	-0,1%	0,4%	0,9%	-0,2%	1,5%	1,1%

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.

