

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de 1,55% e 1,29% no mês e de -10,76% e -0,53% no ano, respectivamente.

Em maio, os ganhos dos fundos foram explicados principalmente pela posição aplicada em DI e comprada em ações brasileiras, com perdas no mercado internacional, especialmente em ouro.

Nesta carta, novamente trataremos assuntos que passam pelos nossos debates internos. Ainda que não sejam suficientemente fortes para serem refletidos em teses estruturais de investimento, são temas importantes e que norteiam as posições dos fundos – o persistente acirramento das tensões geopolíticas, incluindo aí a nossa visão que a guerra na Ucrânia pode ter capítulos mais tensos nos próximos meses; a relativa estabilidade política do Brasil, além da evidente melhora no cenário econômico; e o enfraquecimento da economia da Zona do Euro, em especial da Alemanha.

Risco geopolítico

"No plan of operations extends with certainty beyond the first encounter with the enemy's main strength." Often quoted as: "No plan survives contact with the enemy."

- Helmuth von Moltke, Marechal Prussiano

¹ O auxílio americano à Ucrânia é de 77 bilhões de dólares de acordo com dados do fim de fevereiro.

Quinze meses depois de cruzar as fronteiras ucranianas na esperança de uma vitória em 72 horas, os russos se encontram presos tanto em um potencial fracasso militar como em uma armadilha geopolítica.

No cenário atual, o Kremlin se encontra em declínio quantitativo e qualitativo frente a uma Ucrânia sustentada pela alta moral doméstica e pelo extensivo apoio do Ocidente, que encontrou uma oportunidade de minar o aparato militar e a influência geopolítica rival a um custo relativamente limitado¹.

A fragilidade militar russa ficou evidente na fracassada ofensiva de inverno que, após abril, deu lugar a semanas de poucas ações militares. Em contraste, Zelensky manteve uma intensa agenda geopolítica e logrou seguido auxílio bélico do Ocidente, com equipamentos que agregam valor qualitativo, como os tanques Leopards I e IIs e os mísseis Storm Shadow/Scalp EG.

Reforçados pela OTAN, os ucranianos se posicionaram para uma contraofensiva de verão, objetivando romper a ponte terrestre entre Rostov e Crimeia, defendida por numerosas fortificações russas. Um possível sucesso da Ucrânia levaria a ameaças à Crimeia, que, em contraste às províncias

ocupadas pós-invasão, é um território fundamental para o Kremlin².

Tendo perdido seus melhores homens e equipamentos, a Rússia está encurralada contra um rival que seguirá com apoio ocidental até ao menos 2024 e, portanto, pode estar disposta a partir para medidas mais extremas para proteger a península.

Na materialização de possíveis novos avanços ucranianos, enxergamos dois riscos relevantes: o aumento das tensões políticas internas de uma potência nuclear e respostas mais agressivas do Kremlin, exemplificadas pela recente destruição da represa de Nova Kakhovka.

Nos próximos meses, portanto, é provável que a guerra se direcionará para um período escalatório e de caudas de distribuição mais gordas, principalmente se levarmos em conta que os dois lados não podem aceitar a derrota. Putin, por sua vez, sabe que poucos ditadores sobrevivem a uma derrota militar. Do outro lado, considerando que o Governo Biden parece cada vez mais empenhado no apoio financeiro e militar à Ucrânia, vale lembrar que a história americana tem escassos perdedores no campo de batalha com sucesso político, especialmente em um ano eleitoral.

² Tanto pela maioria étnica russa quanto pela sua localização geográfica, o que permite maior influência sobre o Mar Negro.

Europa

Na Zona do Euro, embora a atividade econômica tenha apresentado uma resiliência surpreendente ao longo dos últimos trimestres, os sinais de arrefecimento da economia são cada vez mais evidentes.

A principal contribuição para essa desaceleração tem como origem, predominantemente, a fraqueza da economia alemã. Após dois trimestres consecutivos de quedas expressivas do PIB trimestral da Alemanha, o cenário atual inspira questionamentos sobre a sustentabilidade do seu modelo de crescimento, bastante ancorado na indústria manufatureira³.

Vale ressaltar que a economia alemã foi beneficiada pelo *boom* da globalização a partir dos anos 90, evidente no aumento brutal em todas as métricas de abertura comercial – as exportações e importações de bens e serviços, por exemplo, saíram de menos de 50% do PIB para mais de 90% do PIB nas últimas três décadas. Portanto, a reversão parcial das tendências de globalização, em particular a reestruturação das *supply chains* e os movimentos associados de *nearshoring* ou *friendshoring*, tendem a ser prejudiciais para a indústria alemã.

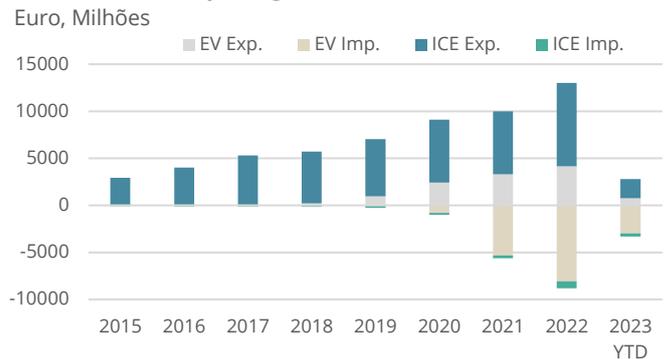
³ A indústria manufatureira responde por praticamente 20% do PIB da economia alemã, peso significativamente superior ao de outras economias desenvolvidas, com exceção do Japão.

Do ponto de vista cíclico, também acreditamos que alguns vetores de sustentação da atividade da Zona do Euro como um todo vão se dissipar. Em particular, não teremos mais os impulsos econômicos associados à reabertura, a política fiscal deixará de ser expansionista, o *backlog* de encomendas da indústria será equacionado e o excesso de poupança das famílias será significativamente menor. Tudo isso deve coincidir com os efeitos defasados das condições financeiras mais apertadas, já evidentes também nos *surveys* de crédito organizados pelo ECB.

Sob um prisma mais estrutural, economias como a alemã terão enormes desafios com um quadro demográfico bastante adverso (temporariamente mitigado pela imigração ucraniana) e com dificuldades de competitividade em indústrias tradicionais que têm sido marcadas por *booms* de inovação, como a indústria automobilística.

O gráfico abaixo evidencia esse fenômeno. A Europa tradicionalmente obteve superávits comerciais relevantes no setor automotivo contra a China ao longo de sua história. Em 2023, contudo, essa relação – com dados até o primeiro trimestre – se inverteu. O continente, berço de tradicionais empresas do setor, passou a ser importador líquido de automóveis chineses, com ênfase para veículos elétricos. Esse processo, resultado direto da escalada chinesa na cadeia de valor agregado, não dá sinais de arrefecimento e tampouco de se restringir a apenas esse segmento.

Europa vs China - Balança comercial de automóveis (<10 passageiros)



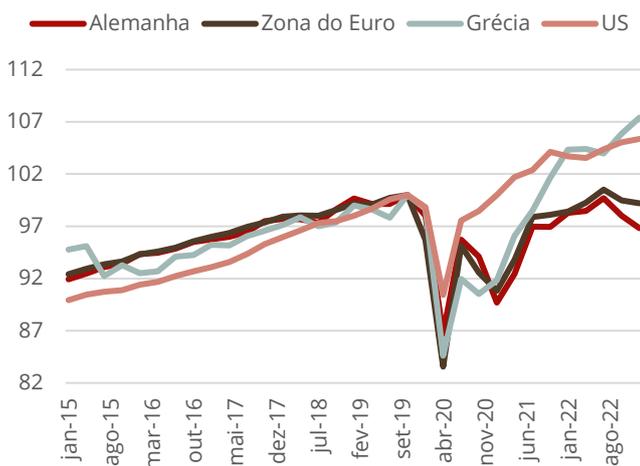
"In the first quarter of this year, no one noticed, but we noticed that something monumental happened in our industry where China became the number one exporter of vehicles globally. It had always been the Germans and the Japanese. They exported more than a million units away from China, increasingly to China. 50%,60% of the Chinese markets going to be EV digital products."

- James Farley, CEO da FORD

Paradoxalmente, alguns dos países periféricos que passaram por crises financeiras agudas e dolorosos processos de ajuste econômico na década anterior são o *bright spot* da Zona do Euro, consolidando uma recuperação robusta após a pandemia. A Grécia, impulsionada pelo setor turístico, é um exemplo. O país mantém um cenário político estável, com a reeleição em andamento do atual primeiro-ministro Kyriákos Mitsotákis, uma situação fiscal reestruturada e a disponibilidade de fundos provenientes do programa NGEU.

De todo modo, entendemos hoje que a Europa tem fragilidades cíclicas e estruturais importantes e que podem ser acentuadas por uma desaceleração econômica tanto da China como dos Estados Unidos. Logo, nosso viés na construção do portfólio é usarmos ativos de Europa, como a moeda e bolsas, como *funding* nas nossas operações de valor relativo.

Evolução do PIB na Zona do Euro vs US
Índice, 4T 2019 = 100, Dessazonalizado



Brasil

“Em relação aos desdobramentos políticos recentes no Brasil, o resultado apertado das eleições presidenciais, o fortalecimento das forças políticas de centro-direita e os protestos recentes sugerem uma sociedade vigilante contra o retorno de políticas econômicas que jogaram o país em uma longa estagnação econômica.”

“Do lado positivo, não custa lembrar que o Brasil possui uma das energias mais baratas e limpas do planeta. A produção de commodities é robusta, confiável e crescente, em um mundo onde temas como escassez de energia e segurança alimentar são cada vez mais fortes. O mercado de capitais se mostra pujante desde o início da desalavancagem do BNDES, da aprovação da TLP e da evolução das fintechs.

Além disso, não menosprezamos o efeito defasado das várias reformas recentes e do boom de concessões, que trabalham na direção de aumentar o crescimento potencial. A reforma tributária, exaustivamente discutida ao longo dos últimos anos, seria um avanço potencialmente relevante na direção de aumentar a nossa produtividade.”

Os trechos acima da nossa carta de outubro de 2022 convergem, em alguma medida, com o cenário que acreditamos estar predominando em 2023. Ou seja, um governo de verniz de centro-esquerda tem sido constrangido pelo *establishment* de centro-direita e a economia brasileira surfa os ventos favoráveis do *boom* do agronegócio e, provavelmente, dos efeitos defasados das reformas do pós-2016.

Apesar dos ruídos gerados principalmente no período imediatamente posterior às eleições de

2022, acreditamos que o governo atual tem gerado menos volatilidade para os mercados do que o seu verniz ideológico poderia sugerir. As restrições impostas pelo Congresso Nacional, peça cada vez mais importante no nosso regime semipresidencialista *de facto*, certamente têm um papel importante nessa avaliação. O perfil conciliador do ministro da Fazenda caminha na mesma direção.

Mais ainda, o último governo tinha por característica na sua estratégia política o enfrentamento nas redes sociais e a construção permanente de polêmicas, ou seja, era “comprador de volatilidade”. A própria equipe econômica, ao observar um cenário adverso no Congresso Nacional, utilizava frequentemente de “meteoros” no mercado para pressionar, com sucesso, os congressistas e juristas. O governo atual se mostra mais adepto da política tradicional, onde os debates são majoritariamente desenrolados dentro de gabinetes e resolvidos com nomeações e verbas.

Por último e não menos importante, a consolidação de um quadro inflacionário mais benigno, tema que discutimos em cartas anteriores, aumenta de forma expressiva os graus de liberdade em que o novo governo e o Banco Central vão operar.

* * *

Em função dos nossos limites de risco, as posições dos fundos continuam reduzidas em relação à

utilização média de risco dos últimos anos. De forma resumida, temos tido uma visão construtiva para os ativos brasileiros e temos implementado operações de valor relativo no mercado internacional, usando a compra de dólar contra algumas moedas desenvolvidas como *hedge*.

No caso específico dos ativos de Brasil, reduzimos significativamente a alocação de risco em DI em benefício dos juros reais e da bolsa.

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	1,8%	-2,4%	-0,9%	-1,1%	-0,1%	-0,2%	-11,0%	4,0%	-0,9%	-10,8%	5,4%
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%

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	0,9%	-0,8%	-0,3%	-0,4%	0,2%	0,0%	-3,6%	4,2%	-0,8%	-0,5%	5,4%
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%

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.

