

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de -10,66% e -5,12% no mês e de -13,05% e -5,22% no ano, respectivamente.

Em abril, assim como no ano, as perdas para os fundos foram concentradas nas estratégias de renda variável doméstica e renda fixa internacional. Tivemos também mais um mês de resultados positivos em *commodities*, tanto em urânio quanto em ouro. Ao longo do mês, a posição vendida em Petrobrás e a posição aplicada em juros na Europa, detratores importantes da performance dos fundos, foram significativamente reduzidas.

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.

* * *

A nossa filosofia de investimentos tem como objetivo permanente construir e aprofundar teses estruturais em horizontes longos, sobrepostos por *hedges* que protejam o portfólio ao longo de um caminho marcado por turbulentos movimentos de curto prazo. Tal estratégia encontra maiores obstáculos nos momentos marcados por quebras de correlações esperadas dos ativos da nossa carteira, como o atual.

Sob um prisma mais quantitativo, a falta recente de eficácia das nossas proteções tem sido um fator de escrutínio importante em nossas discussões internas. Afinal, a nossa baixa razão de *drawdown* por volatilidade frente aos *peers* durante os primeiros 8 dos nossos 10 anos, hoje mais alinhada com a média, sempre foi um diferencial importante dos nossos fundos. Isto em boa parte é explicado pela historicamente alta eficácia das nossas proteções e por termos limites de risco baseados em métricas de *stress* e não apenas por *VaR*. Estamos, como sempre, abertos a discussões mais detalhadas sobre o tema e nossas percepções sobre o que entendemos ser um efeito conjuntural e não estrutural.

* * *

Na última carta, comentamos que o Brasil era destaque negativo entre os mercados emergentes, tanto pelos ruídos de Brasília como pela indústria financeira, que tem sido severamente impactada por mudanças tributárias e por resgates. Com o aumento do prêmio de risco em várias classes de ativos ao longo do ano de 2024, havíamos encerrado o *hedge* tomado em inclinação na curva local de juros e a nossa principal alocação seria uma carteira comprada em ações domésticas e vendida parcialmente em Petrobrás.

Em cartas anteriores, avaliamos também que a economia brasileira se encontrava em um momento

bastante positivo. Apesar disso, enxergávamos importantes riscos de cauda, traduzidos por nós em uma possível guinada heterodoxa em Brasília ou uma forte queda nos preços das *commodities*, especialmente do petróleo. Entendíamos que a Petrobrás se encaixava nas preocupações acima e, além disso, entregava um carregamento insuficiente frente à taxa de desconto.

A alta expressiva da ação ao longo do ano, apesar dos sinais de maior interferência do governo na empresa, ao mesmo tempo em que ações da nossa carteira tiveram perdas importantes, foi uma quebra significativa da correlação esperada e nos levou a reduzir significativamente essa proteção ao longo das últimas semanas.

Na nossa reflexão *post-mortem*, entendemos ter subestimado que o investidor global, principal comprador marginal do papel, enxergaria a empresa como mais uma petrolífera global, sendo, portanto, uma *proxy* imperfeita de risco Brasil.

Ao longo dos últimos meses, carregamos também um posicionamento negativo em Europa, reflexo da nossa expectativa que o continente seria o principal perdedor da nova guerra fria entre EUA e China, expresso tanto em uma posição vendida na moeda e em ações quanto em uma posição aplicada em juros. Apesar da narrativa central corrente que há uma recuperação sincronizada da atividade global em

curso, continuamos acreditando que as economias desenvolvidas terão importantes diferenciações, o que deveria se traduzir também em comportamentos distintos nos preços dos ativos.

No entanto, a força da economia americana acabou tendo repercussões maiores do que o esperado sobre os mercados de juros e ações dos países desenvolvidos, o que nos levou a reduzir de forma importante a nossa alocação de risco em Europa, especialmente nas posições aplicadas em juros de prazo mais curtos.

De qualquer forma, seguimos bastante confiantes nas principais teses do fundo – a compra de urânio, tanto na *commodity* como nas ações de produtores, e a compra de Brasil, expressa através de uma carteira de ações domésticas. As posições em Argentina e ouro, ainda que periféricas, continuam tendo contribuições importantes para os fundos.

No lado das proteções, que são parte importante do nosso DNA de investimentos, temos priorizado fazer menos *cross-hedges*, de modo que, por exemplo, a exposição em ações domésticas tem como principal *hedge* o Ibovespa, seja na venda de índice futuro ou em estruturas de opções que nos protejam de quedas mais significativas do mercado.

Na próxima seção, faremos uma breve atualização do cenário macroeconômico de Brasil e explicaremos

por que avaliamos que a exposição em ações brasileiras da nossa carteira parece ser uma excelente oportunidade de investimento.

* * *

Apesar do pessimismo nos mercados locais, a economia brasileira tem apresentado uma rara combinação de crescimento sólido, inflação baixa e contas externas robustas. Não é à toa que usando a pesquisa Focus como referência do consenso de mercado para as principais variáveis econômicas de 2024, nos últimos doze meses o crescimento esperado do PIB foi revisado de 1,40% para 2,09%, o IPCA saiu de 4,16% para 3,76%, a balança comercial saiu de USD 55 bi para USD 80 bi e até mesmo o déficit primário foi revisado levemente de -0,80% para -0,64% do PIB.

Considerando as revisões acumuladas desde 2021, o erro médio do consenso tem sido subestimar o crescimento anual do PIB em pelo menos 2 pontos percentuais. Na linha do que temos argumentado nos últimos anos, as forças cíclicas, em parte associadas ao nosso *boom* como exportador de *commodities*, têm se provado mais importantes para a economia do que as mudanças políticas ou a orientação ideológica do governo X ou Y. Não subestimamos o papel da política econômica, em especial da política fiscal, mas nos parece que há algo além dos programas de transferência de renda,

turbinados desde o ciclo eleitoral de 2022, para explicar a força da atividade.

Não nos surpreenderia se o consenso migrar para uma expectativa de crescimento potencial de 2,5% nos próximos anos, o que certamente seria atribuído aos efeitos defasados das reformas do pós-2016. Ainda que possamos esbarrar em restrições do lado da oferta de trabalho para crescer a taxas robustas nos próximos anos, nossos estudos não sugerem que estamos em níveis de ociosidade do mercado de trabalho comparáveis ao que vivemos há pouco mais de 10 anos atrás.

Mais ainda, o cenário prospectivo das nossas contas externas continua bastante promissor. Com o aumento significativo das exportações de petróleo nos próximos anos e a provável recuperação da safra em 2025, projetamos que as exportações devem se aproximar de USD 400 bilhões entre 2025 e 2026, representando um crescimento de mais de 70% em relação a 2019.

É importante ressaltar que a China, principal fonte de excesso de capacidade do mundo em ativos industriais, já é responsável por quase ¼ das nossas importações. Vale lembrar que o primeiro "*China shock*" se deu após a entrada do país na OMC em 2002, quando principalmente os países desenvolvidos foram inundados de produtos chineses de menor valor agregado, com

repercussões importantes principalmente sobre a atividade industrial local e sobre a dinâmica inflacionária.

O assim chamado “*second China shock*”, que basicamente começou a partir dos anos da pandemia, é mais concentrado em produtos industriais de maior valor agregado. O trecho a seguir reflete bem a magnitude comparativa dos dois choques¹:

“(...) So there's a lot of different ways to measure China's exports. Perhaps the easiest is to think of the First China Shock as an increase in China's manufactured exports, actually more as manufactured surplus. That was a little less than a percentage point of world GDP. And I think over the past three or four years, there's been a second big increase in China's manufacturing surplus, that's a little less than a percentage point of world GDP. So on a global basis, the first China Shock pulls China's manufacturing surplus up to about a percentage point of world GDP, what I would call the second China Shock has pulled that up to about two percentage points of world GDP”

O Brasil, portanto, parece estar no lado ganhador dessa nova onda chinesa, afinal exportamos as *commodities* que a China demanda e importamos bens industriais e de consumo que provavelmente terão deflação nos próximos anos.

No lado fiscal, sempre avaliamos que o atual arcabouço fiscal, desde que cumprido minimamente, seria apenas uma ponte para chegarmos até o próximo governo, quando as receitas de petróleo serão ainda mais significativas (sem a materialização de cenários mais adversos) e onde uma nova rodada de reforma dos gastos obrigatórios será mandatória. Atribuímos, portanto, um peso menor do que o consenso de mercado à relevância das recentes mudanças das metas fiscais no aumento do prêmio de risco implícito nos ativos.

Ainda no campo macroeconômico, entendemos que os ruídos em torno da política monetária foram fruto, principalmente, de uma comunicação pouco robusta por parte da autoridade monetária. Se as incertezas externas aumentaram e as persistentes revisões altistas na atividade econômica incomodam o banco central em alguma medida, nos parecia mais adequado manter o *guidance* anterior de cortar 50 pontos-base e sinalizar que o espaço adicional de queda de juros estaria mais limitado.

De qualquer forma, avaliamos que há forças deflacionárias na economia global, especialmente vindas da China, que contribuirão para manter a inflação brasileira em níveis compatíveis com as metas. Também entendemos que os dados de atividade do primeiro trimestre, percebidos como

¹ CFR: *A Second China Shock, With Brad Setser*

excessivamente fortes, podem refletir o pagamento *one-off* dos precatórios, efeito que deve se dissipar ao longo dos próximos meses. Apesar da aparente politização do debate em torno da política monetária, o banco central deve seguir reduzindo a taxa Selic nos próximos meses, ainda que de forma bastante parcimoniosa e atento à evolução das expectativas de inflação.

Por último, estamos cada vez mais confiantes nos fundamentos microeconômicos da nossa carteira de ações e que o prêmio de risco implícito em parte das ações brasileiras se mostra excessivo, tanto em relação ao cenário econômico acima descrito quanto ao prêmio de crédito associado às mesmas empresas.

Nossos investimentos no Brasil são, em sua maioria, negócios de margens operacionais altas, alinhados com os principais gargalos do crescimento econômico do país e que não dependem de recuperações cíclicas para justificar os retornos prospectivos. A nossa carteira é composta majoritariamente pelo setor de infraestrutura em sentido amplo - como energia, logística, saneamento e shopping centers. Esse grupo apresenta margem EBITDA média de 50% com baixíssima variabilidade e *economics* contratualmente indexados à inflação. Esperamos, na média, crescimento de 10% e 15% para as receitas e os lucros operacionais desse segmento, respectivamente, pelos próximos 2 anos.

Nossa carteira carrega algumas das ações que nos parecem robustas a um cenário alternativo de sobreaquecimento da demanda, restrições de oferta e maiores pressões inflacionárias. Os *shoppings centers*, por exemplo, tiveram no último ciclo uma expansão de área bruta locável relevante e hoje praticamente não vemos mais lançamentos relevantes no setor. Portos e ferrovias também podem compor eventuais restrições de oferta. Se não batermos no tradicional “muro” da oferta, é um sinal a mais que o nosso crescimento potencial de fato é maior e a taxa de juros real poderia ser menos restritiva que a atual. Caso contrário, essa restrição de oferta provavelmente passará pelo aumento de *pricing power* por parte dessas empresas.

Vale ressaltar que quase a totalidade da nossa carteira apresentou revisões positivas recentes nas estimativas de resultados operacionais e, até o atual momento, nenhuma frustrou as expectativas de mercado nos resultados do 1º trimestre. Tal performance microeconômica contrasta com o desempenho das ações, fruto da alta das taxas de juros reais de mercado e do ambiente adverso de captação na indústria de fundos de investimento. No cenário prospectivo, além do otimismo com os fundamentos microeconômicos, entendemos que estamos em níveis estressados de alocação em ações e *valuations* que não condizem com o ambiente macroeconômico.

Como referência do que entendemos ser um nível bastante atrativo de *valuation*, a maior parte da nossa carteira de ações tem um prêmio de *equity* implícito real acima dos 500 pontos-base. Na maioria dos nomes, o prêmio corrente é o mais elevado da série, superando inclusive o período de máxima incerteza do governo Dilma.

Utilizando o *duration* dos ativos, próximo a 12 anos, enxergamos um retorno de quase o dobro, real, quando comparado ao da NTN-B.

Z-Score: Prêmio de risco das 'best in class bond-likes'
Z-Score



Fonte: Bloomberg e Vista Capital

Retorno real - Equatorial Energia
%



Fonte: Bloomberg e Vista Capital

Uma métrica simples também sugere que estamos em níveis estressados de alocação e *valuation* em ações. Como o gráfico abaixo revela, o *market cap* das empresas do Bovespa sobre o agregado monetário M4 está entre os níveis mais baixos da série histórica, o que nos parece ser em parte um sinal do tamanho do ajuste de portfólio que foi feito nos últimos 3 anos.

Market cap das empresas listadas/M4
%



Fonte: Bloomberg, BCB e Vista Capital

Seguimos confiantes que os fundamentos da nossa carteira irão se sobrepôr ao ambiente hoje hostil ao investimento em ações, e que estamos diante de uma excelente oportunidade de investimento sob uma ótica de médio e longo prazos.

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	-0,2%	-8,4%	-0,7%	-8,0%	2,4%	-0,5%	1,3%	1,7%	-0,6%	-13,1%	2,6%
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%	-0,3%	-0,2%	-3,3%	0,6%	-0,2%	-8,2%	0,8%
mar	0,0%	2,4%	-0,3%	-0,3%	1,3%	-0,1%	1,8%	0,3%	-0,2%	4,9%	0,8%
abr	0,0%	-7,3%	-0,1%	-2,9%	-0,2%	-0,4%	0,5%	0,0%	-0,2%	-10,7%	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%	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%	-4,2%	-0,3%	-4,0%	1,4%	-0,3%	0,4%	2,7%	-0,7%	-5,2%	2,6%
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%
mar	0,0%	1,2%	-0,2%	-0,2%	0,7%	0,0%	0,9%	0,6%	-0,2%	2,8%	0,8%
abr	0,0%	-3,7%	-0,1%	-1,5%	-0,1%	-0,2%	0,2%	0,4%	-0,2%	-5,1%	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.

