

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de 2,00% e 1,47% no mês e de 2,40% e 9,56% no ano, respectivamente.

Em novembro, os ganhos dos fundos foram explicados principalmente pela posição comprada em renda variável no Brasil e na Argentina e pela posição aplicada em juros nominais domésticos. Também tivemos resultados positivos com posições aplicadas em países desenvolvidos e com a posição comprada em urânio. As perdas foram concentradas principalmente nos *hedges* e em operações de valor relativo, tanto em renda variável internacional quanto em moedas.

Ao longo do mês, indicadores de inflação mais benignos no mundo desenvolvido aumentaram a confiança dos mercados no *soft landing* da economia global, levando a uma melhora importante das condições financeiras. Apesar da relevância do tema, nas seções seguintes optamos por discorrer sobre desenvolvimentos menos comentados e também de grande importância, principalmente para a construção do nosso portfólio.

* * *

Europa

Conforme abordado em cartas anteriores, acreditamos que a Zona do Euro enfrenta um processo de estagnação resultante não apenas de

¹Automóveis e outros veículos automotores principalmente projetados para o transporte de <10 pessoas, incluindo

fatores conjunturais, mas também de elementos estruturais. Grande parte dessa desaceleração na atividade é atribuída a um componente endógeno relacionado à política monetária contracionista. Entretanto, alguns eventos recentes com implicações tanto de curto quanto de médio prazo reforçaram a nossa visão pessimista, delineando um cenário ainda mais complexo e desafiador para a região.

Em primeiro lugar, a velocidade na qual a balança comercial de automóveis¹ entre a Europa e a China está se deteriorando, puxada principalmente pelo setor de carros elétricos, continua a nos surpreender. No acumulado até setembro deste ano, as importações da Zona do Euro de veículos de origem chinesa atingiram 8.4 bilhões de euros, resultando, por enquanto, em um inédito déficit comercial nessa categoria. Em comparação, no ano fechado de 2019 essas importações registraram o valor irrisório de 200 milhões de euros.

Como destacado em cartas anteriores, essa dinâmica reforça a nossa tese de ascensão da China na cadeia manufatureira de valor global, enquanto a Zona do Euro, em certos setores, parece estar ficando para trás, mantendo-se vinculada às suas indústrias tradicionais que gradualmente perdem suas vantagens comparativas em relação ao restante do mundo.

peruas e carros de corrida e suas desagregações com base no tipo de motor.

Outro evento de destaque foi a decisão do Tribunal Constitucional Federal Alemão, em resposta à ação movida pelo CDU. Nela decidiu-se que determinados endividamentos extraorçamentários estariam sujeitos ao mecanismo do *debt brake*, regra fiscal que estabelece um limite de 0,35% do PIB para o déficit fiscal anual ajustado pelo ciclo. Além disso, foi enfatizado o princípio de anualidade, tornando ilegal a prática de utilizar créditos orçamentários contabilizados em determinado ano em exercícios fiscais posteriores.

Os efeitos diretos e indiretos dessa decisão ainda estão se desenrolando, mas ela apresenta implicações significativas para os fundos federais extraorçamentários (*Economic Stabilisation Fund ou ESF-E* e *Klima- und Transformationsfonds ou KTF*) e para a política fiscal alemã. O *KTF* conta com 212 bilhões de euros a serem usados até 2027 na transição verde e em obras de infraestrutura ligadas ao setor de energia. O *ESF-E*, por sua vez, é um fundo de 200 bilhões de euros criado em 2022 para conter o choque dos preços de energia. O uso de ambos os fundos ficou em xeque com a decisão.

Como ponto inicial, o orçamento de 2024 não poderia contar com cerca de 29 bilhões de euros relativos ao *KTF* e 17 bilhões de euros do *ESF-E*. Esses valores deveriam ser cortados ou recompostos por outras fontes de receitas ou corte de gastos. Isso

ocorre porque o orçamento, sem o uso de fundos extraorçamentários, já atingiu o limite estabelecido pelo *debt brake*.

Além das óbvias implicações contracionistas via impulso fiscal à atividade, a decisão também causa problemas políticos relevantes à coalizão incumbente (*SPD, FDP e Bündnis90/Die Grünen*). De um lado, o Ministro das Finanças Christian Lindner, representando o *FDP*, permanece com o discurso de defesa ao *debt brake* e à austeridade fiscal, enquanto do outro lado *SPD* e *Bündnis90/Die Grünen*, representados no PM Olaf Scholz e em seu vice Robert Habeck, pressionam por mais gastos focando nos seus respectivos eleitorados.

A complexidade dessa equação de governabilidade, anteriormente equilibrada pelos fundos extraorçamentários, coloca a coalizão diante de escolhas mais difíceis e politicamente desfavoráveis, especialmente com o avanço do *CDU/CSU* e da extrema-direita representada pelo *AfD* nas pesquisas de intenção de votos e eleições regionais.

Esse conflito de visões também transparece no eleitorado de cada partido. Em pesquisa realizada pelo *ZDF*² no final de novembro, 61% dos entrevistados não querem que o *debt brake* seja relaxado. Da coalizão atual, 67% dos eleitores do *Bündnis90/Die Grünen* e 55% dos eleitores do *SPD* são

² *ZDF-Politbarometer*, 24 Nov. 2023

a favor de um relaxamento. Em contrapartida, entre eleitores do *FDP*, *CDU* e *AfD* esses números desabam para 31%, 20% e 14%, respectivamente.

Nesse contexto, não nos parece que uma contração fiscal conseguirá ser evitada independente do cenário político, o que deverá ter repercussões sobre o ciclo econômico e o preço dos ativos.

Por fim, observamos um aumento da influência de partidos radicais conservadores, representando um risco político que anteriormente parecia menos iminente, mas que agora está se materializando em certos países europeus.

A vitória do *PVV* de Geert Wilders nos Países Baixos – com seu discurso fortemente anti-imigração combinado com populismo fiscal – nos chamou bastante atenção. Após disparar nas pesquisas em um curto espaço de tempo, seu partido foi o grande vencedor da eleição, angariando 37 assentos – vindo de 17 na eleição de 2021 – dos 150 do Parlamento.

As eleições regionais de outubro na Alemanha também indicaram mudanças. Em *Bayern*, o *FDP* não foi capaz de ultrapassar a linha mínima de 5% dos votos para compor o parlamento regional. *SPD* e *Bündnis90/Die Grünen*, por sua vez, perderam conjuntamente 10 pontos percentuais nas eleições de *Hesse*. Em ambos os estados, o *AfD* avançou em média 5 pontos percentuais. Nas pesquisas nacionais

o partido hoje é o segundo em intenções de voto (22%), atrás apenas do *CDU/CSU* (30%)³.

Mesmo com a queda do *Vox* nas eleições espanholas e a vitória de Donald Tusk na Polônia, o crescimento do *AfD* e o resultado na Holanda podem ser indicadores antecedentes do que esperar das eleições ao Parlamento Europeu em 2024.

Petróleo

Conforme discutido na nossa carta de março, encerramos no começo do ano a nossa longa tese de investimentos comprada em petróleo. A provável disrupção da demanda pela eletrificação crescente da frota de automóveis e a surpresa na oferta de países produtores fora da OPEC trazem ventos de longo prazo complicados para o caso e, portanto, inviabilizam uma alocação de risco importante na *commodity*.

Ainda assim, a piora dos fundamentos de curto prazo tem nos surpreendido. Ainda que a demanda chinesa esteja na banda inferior das estimativas e o consumo americano de petróleo e derivados não tenha acompanhado a forte expansão do PIB, a demanda global de petróleo e derivados se mostra relativamente robusta. Soma-se a isso o corte voluntário da Arábia Saudita de 1 milhão de barris por dia, que provavelmente será prolongado, e o

³ *Politico Poll of Polls – Germany. 8 Dec. 2023*

mercado deveria se encontrar em uma situação de maior equilíbrio, o que ainda não parece ser o caso.

O cenário refletido na curva, cujos diferenciais de curto prazo estão negativos e os estoques totais em alta, indicam um mercado com excesso de oferta, obrigando a OPEC a aprofundar os seus cortes.

Se a OPEC precisou nas últimas semanas cobrar a conformidade dos menores membros e buscar quantidades adicionais de corte para tentar evitar que o petróleo caia mais, o que isso nos diz sobre novos cortes? Se a OPEC está tão no limite do quanto consegue cortar e se voltarmos para a vizinhança de preço dos 90 dólares o barril, quanto tempo demoraria para a volta da oferta? Se a OPEC segura artificialmente o preço, isso não irá estimular a oferta de produtores não associados ao cartel?

Em resumo, há sinais importantes de fragilidade tanto no mercado de petróleo quanto na solidez da OPEC como cartel. Considerando que a OPEC tem hoje uma das capacidades ociosas mais amplas da história, o petróleo não deveria mais trazer sustos inflacionários para a economia global. E, além disso, acreditamos que as empresas produtoras, como a Petrobrás, deveriam negociar com múltiplos mais baixos para o mesmo nível de petróleo vis-à-vis o cenário onde o cartel não tem mais capacidade ociosa, que era a nossa discussão em 2022.

Argentina

Os eventos que ocorreram na Argentina ao longo de novembro foram históricos. Levando em conta a nossa pequena exposição a ações de bancos argentinos, limitados fundamentalmente pela incerteza eleitoral e pela extensão da grave crise econômica, enxergamos hoje uma situação que rapidamente se tornou bastante interessante.

Nesse sentido, a vitória libertária nos surpreendeu pela magnitude da vantagem sobre o rival peronista, mas não pela rápida moderação do candidato em sua retórica mais extrema relacionada à China, Brasil e ao tema da dolarização.

Antes acusado de problemas psíquicos por alguns e questionado por potenciais problemas de governabilidade, o Milei pós-eleições tem se mostrado mais político e sensato do que muitos observadores antecipavam. Compreendíamos que o recente pragmatismo do Presidente eleito seria uma atitude racional e obrigatória para conduzir um país tão complexo e imerso em uma crise tão prolongada.

Como observamos no Brasil em 2023, a governabilidade no primeiro ano de mandato costuma ser mais sólida que o esperado. Para o caso argentino, a tendência será acentuada pelas necessidades dos agentes políticos provinciais.

Como Carlos Meném e Néstor Kirchner, Javier Milei exercerá peso político sobre governadores com o controle de verbas federais (0,7% PIB), permitido pela validade nula do Orçamento de 2024. Esperamos que isso facilite o caminho do Senado para o governo Milei, que já contará com as forças políticas rivais fragmentadas⁴ e o efeito da “Lua de Mel política” para explorar na Câmara.

Ademais, temos dificuldades de embarcar em generalizações como as observadas à época da definição de Fernando Haddad como Ministro da Fazenda. Entendemos as dificuldades políticas e econômicas que serão enfrentadas pelo governo Milei, mas as semelhanças apontadas entre ele e o governo Bolsonaro nos soam exageradas. O argentino tem se mostrado politicamente mais habilidoso, adotando discursos politicamente mais coerentes e menos populistas que os abraçados por Bolsonaro.

Portanto, entendemos que Milei foi e ainda é subestimado pelos atuais observadores, o que acentua ainda mais o nosso ímpeto de aprofundar a nossa investigação analítica sobre a tese de investimentos.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital

⁴ Peronistas estão sem liderança de curto prazo em meio ao derretimento da influência kirchnerista nos últimos anos. Já a

parte dove da JxC é composta em grande parte por Radicais, que estão em disputa interna pela liderança.

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	2,3%	1,2%	-0,4%	-1,4%	-1,3%	0,4%	-4,4%	8,1%	-2,1%	2,4%	12,0%
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%
ago	-0,9%	-0,7%	-0,5%	-0,5%	-1,2%	0,5%	0,9%	0,9%	-0,3%	-1,9%	1,1%
set	0,2%	-1,0%	-0,2%	0,0%	-0,3%	1,7%	2,3%	0,7%	-0,3%	3,0%	1,0%
out	-0,7%	-2,0%	0,1%	0,2%	2,5%	0,8%	2,6%	0,5%	-0,2%	3,8%	1,0%
nov	1,6%	4,1%	-0,2%	0,7%	-3,5%	-1,5%	0,5%	0,6%	-0,2%	2,0%	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	1,1%	1,2%	0,0%	-0,5%	-0,4%	0,3%	0,1%	9,7%	-1,9%	9,6%	12,0%
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%
ago	-0,5%	-0,3%	-0,2%	-0,3%	-0,6%	0,3%	0,4%	1,0%	-0,3%	-0,5%	1,1%
set	0,1%	-0,5%	-0,1%	0,0%	-0,1%	0,9%	1,2%	0,8%	-0,2%	1,9%	1,0%
out	-0,4%	-1,0%	0,1%	0,1%	1,3%	0,4%	1,2%	0,8%	-0,2%	2,3%	1,0%
nov	0,8%	2,1%	-0,1%	0,3%	-1,8%	-0,7%	0,3%	0,8%	-0,2%	1,5%	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.

