

O Vista Multiestratégia registrou rentabilidade de negativa de -4,4% no mês e acumula ganhos de 13,6% no ano.

As muitas mudanças de cenário ocorridas ao longo do mês – entre elas a desistência da forte candidatura de Joaquim Barbosa e o cancelamento do acordo entre EUA e Irã – exigiram atenção adicional e explicam parte do atraso de nossa carta esse mês. Os ambientes doméstico e externo mais incertos refletiram em nosso portfólio e utilização de risco.

Doméstico

Reduzimos grande parte de nossa posição comprada em ações brasileiras. O investimento em shoppings, que sofreu bastante em 2018, foi protegido com opções de índice e a posição comprada em Petrobras foi substituída por opções de compra com perdas limitadas. A baixa volatilidade implícita possibilita um *hedge eleitoral* razoavelmente barato.

Em renda fixa, carregamos pequenas posições tomadas na curva de juros e zeramos a posição de NTN-B. Embora o quadro macroeconômico doméstico ainda pareça virtuoso, o foco exclusivo do banco central na inflação, a demanda por *hedge* mais barato no dólar e a recente piora de emergentes são riscos que não podem ser ignorados.

Externo

A visão que compartilhamos em nossa última carta sobre o aumento das incertezas com os EUA se mostrou parcialmente incorreta. Ao menos até agora.

Nossa preocupação sobre os efeitos dos riscos políticos, inflacionários e comerciais foi restrita ao se limitar aos ativos americanos. Os efeitos foram globais e houve desalavancagem em todos os mercados, não apenas nos EUA. Continuamos preocupado com o processo, porém decidimos encerrar a venda do dólar e da bolsa americana.

Ao longo do mês também carregamos uma posição vendida em Argentina, agora já bastante reduzida. Depois da desastrada mudança de meta de inflação em dezembro/17, o banco central argentino seguiu a cartilha latino-americana de intervenção no câmbio e juros, o resultado não poderia ser diferente. A perda de credibilidade para um país com déficits duplos e grande necessidade de financiamento externo pode ter consequências mais duradouras.

Petrobras

O investimento em Petrobras segue como a principal posição do fundo e nossa expectativa positiva é resultado de uma soma de vetores possivelmente positivos:

Valuation

A estrutura verticalizada, que dificulta a visualização dos diferentes segmentos de negócio, somadas ao descuido com a alocação de capital, sempre fez ser uma tarefa complexa a precificação da empresa.

No método mais comum, a Petrobras negocia a um múltiplo de EV/EBITDA 20% inferior ao das *majors*. Levando em consideração os respectivos crescimentos de produção, o desconto seria ainda mais relevante, chegando a 40% em 2020¹.

Recentemente, o foco estabelecido e divulgado na atividade de E&P e a venda parcial de seus negócios tornam viável uma avaliação alternativa por soma das partes a partir do valor das últimas transações (Roncador, Carcará, NTS, BR Distribuidora, p.ex.). O que se identifica é que o valor de mercado da companhia subestima de forma ainda mais expressiva o valor justo dos ativos, especialmente dos campos ainda inexplorados do pré-sal.

Pré-sal

Apresentado como a *jóia da coroa brasileira*, os campos do pré-sal perderam destaque e o assunto ficou submerso no noticiário criminal que envolveu a companhia. As descobertas dos últimos anos, contudo, não são nada ignoráveis, e o valor recebido na venda de Carcará indica o potencial econômico.

Libra, Tupi, Búzios e Carcará, por exemplo, estão entre as maiores descobertas recentes do mundo e

surpreendem pela vazão verificada nos poços. Enquanto nos campos do pós-sal a vazão atingida gira em torno de 10 mil barris por poço (um poço de *shale oil* produz cerca de 700 barris), nos campos do pré-sal esse número chega a 40 mil. Trata-se da maior vazão do mundo, superior até mesmo dos poços na Arábia Saudita. Esse ganho de escala se transforma em menor custo de produção por barril.

A qualidade dos campos brasileiros pôde ser observada nos últimos leilões, nos quais o grande apetite das *majors* levou o ágio a superar 600%. A venda do campo de Sapinhoá para o consórcio formado por Petrobras, Repsol, Sinopec e Shell é sintomática. O montante de óleo oferecido ao governo foi de 80% *versus* um limite mínimo de 10%. Em outras palavras, mesmo cobrando-se 80% de imposto a exploração ainda é lucrativa.

Petróleo

Há 6 meses, havia certo ceticismo no mercado com o equilíbrio de estoques de petróleo. O corte de produção da OPEC levaria à alta dos preços e traria uma enxurrada de produção do *shale* americano.

Hoje observamos a produção americana acima do cenário outrora mais otimista e o mercado está cada vez mais apertado. O forte crescimento da demanda somado ao *compliance* maior do que esperado da OPEC compensaram o crescimento da produção

¹ Considerando o preço de petróleo atual e a curva de produção divulgada pela Petrobras.

americana. À frente, o cenário fica ainda mais complicado.

Dois grandes produtores vão enfrentar dificuldades e possíveis intervenções dos EUA. A Venezuela já perdeu mais da metade de sua capacidade de produção e algumas estimativas indicam um cenário ainda pior para o final do ano. O Irã, como repetimos seguidamente nas nossas cartas, é foco número 1 da geopolítica internacional. A coalização informal entre Árabia Saudita, Israel e EUA aperta o cerco em quase todas as frentes – Síria, Iêmen e Líbano – e Trump recentemente anunciou a saída do acordo com Irã.

Em paralelo, o crescimento da produção de *shale*, mais especificamente na bacia de Permian, no Texas, foi tão surpreendente que a capacidade de escoamento alcançou o limite. O aumento do desconto do petróleo dessa região para o petróleo de Cushing, que fica a apenas 800 km de distância, chegou a 12 dólares, denotando as limitações do *shale* americano enquanto os novos pipelines, previstos para 2019, não entram em operação.

Em resumo, hoje observamos o equilíbrio de oferta e demanda bastante apertado com riscos de choque de oferta.

Eleição

Nada disso interessa se o petróleo não for retirado dos campos por má execução ou se o resultado positivo for consumido por investimentos ruins e não chegar ao acionista. Não há como negar que as

Eleições 2018 são uma peça importante dessa equação e não se pode desmerecer o potencial destrutivo de alguns candidatos.

Sendo a privatização indiscutivelmente improvável, o mais importante é um candidato que não altere a independência da empresa e preferencialmente mantenha Pedro Parente à frente da gestão. Em função do recente trauma com a interferências na empresa e sua desconexão com a atividade econômica, existe um valor esperado maior que em outros setores, nos quais é bem mais relevante a diferença entre o PIB crescer 6% ou 0% ao longo dos próximos anos.

Em outras palavras, a diferença entre a eleição de Alckmin e Bolsonaro pode ser menor para a Petrobras que para outras empresas com menor prêmio eleitoral implícito.

Outros vetores, como solução para a cessão onerosa, aumento da produção, ganhos de eficiência da gestão Parente, desalavancagem e seus efeitos no valor do equity foram abordados na carta do Vista FIA de Junho de 2017 e também contribuem para o cenário otimista.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital