

Desde o mês de maio de 2018, nossa carta mensal é aplicável aos fundos da estratégia macro da Vista Capital: Vista Multiestratégia FIM e Vista Hedge FIM<sup>1</sup>.

\* \* \*

Agosto foi um mês especialmente desafiador para nós. Não só nossas principais posições tiveram uma performance ruim – Argentina (-40,0%), *Malls* Brasil (-8,0%) e libra esterlina (-1,3%) –, como os *hedges* não reagiram como previsto.

Períodos de rentabilidade aquém da esperada são oportunidades para refletir e expor um pouco mais nosso modelo de gestão, horizonte de investimento e controle de risco.

### **Modelo de gestão e horizonte de investimento**

Ao longo desses primeiros 4 anos de empresa, relatamos em nossas comunicações mensais as teses de investimentos sobre as quais mais nos debruçamos e formamos convicções. Em várias delas, discutimos nossa opinião sobre a alta do preço do petróleo, o momento global mais desafiador com a retirada de liquidez do FED, o excesso de pessimismo com o *Brexit*, a reestruturação financeira e operacional da Petrobras, o *valuation* descontado de *shoppings malls* no Brasil e a reconstrução da Argentina.

A inevitável repetição de temas foi o reflexo de nosso posicionamento estável nesse período. Desde o *impeachment* em 2016, o fundo esteve comprado em Petrobras, felizmente ressalvado o período da greve dos caminhoneiros. No mesmo período, a posição comprada em petróleo oscilou para não dobrar o risco na *commodity*. A posição comprada em libra existe desde o *Brexit*, também em 2016, e as ações de *shoppings malls* brasileiros estão na carteira há 1 ano. A posição em Argentina faz parte do fundo há quase 3 anos, salvo os 6 primeiros meses de 2018.

Historicamente, a carteira esteve majoritariamente investida em teses de longo prazo e operamos, em períodos mais curtos, ao redor dessas tendências, buscando sempre proteções. Esses são o modelo de gestão e o horizonte de investimento com os quais acreditamos que somos capazes de gerar valor para nossos cotistas.

### **Controle de risco**

A função primordial do controle de risco é quantificar movimentos extremos dos mercados, como aconteceu com a Argentina, onde houve quedas de até 80%.

O mês de agosto é um bom exemplo para explicar nossa preferência pelo *stress test*, em detrimento das

---

<sup>1</sup> O Vista Hedge iniciou suas operações em 8 de maio de 2018 e manterá estratégia similar ao Vista Multiestratégia, no entanto, com menor utilização de risco.

métricas tradicionais de risco que também acompanhamos.

Dado a posição neutra de Brasil, agosto seria um dos meses de menor volatilidade do fundo, segundo a métrica de VAR. No entanto, as posições de Argentina sofreram oscilações de 2 a 4 vezes suas médias históricas, levando o fundo a superar o risco mensurado no VAR.

Os movimentos dessa magnitude sempre terão seu risco subestimado pelo VAR. Por essa razão, preferimos utilizar o *stress test* como métrica para apuração e redução dos limites em caso de *trigger do stop*, como ocorrido em agosto.

Em paralelo à estatística, valorizamos o controle de risco exercido pelo alinhamento com nossos cotistas, por meio do elevado percentual de patrimônio próprio investido nos fundos.

\* \* \*

### **Doméstico**

O Brasil está em modo de espera pelas eleições presidenciais. Na última carta, expusemos nossas grandes dúvidas ainda sem resposta. *Qual será a capacidade de Lula de transferir votos para Haddad? O tempo de TV de Alckmin será decisivo?* Destacamos também dois medos: a retórica sem semelhante de Ciro Gomes e o aumento da rejeição a Bolsonaro, resultado de ataques dos demais candidatos, que

poderia dificultar a vida do capitão num possível segundo turno contra um candidato da esquerda.

Diante de tanta incerteza, o fundo passou o mês neutro em Brasil e as perdas em *shoppings malls* foram mais que compensadas pelo *hedge* no dólar.

Logo na primeira semana de setembro, antes da publicação dessa carta, Bolsonaro foi atacado e a disputa política ficou ainda mais confusa. O reflexo é uma posição muito pequena em Brasil, comprada em opções de Petrobras, dólar e DI.

Fora da política, o petróleo está perto da máxima do ano e a Petrobras está repassando aumentos de preço de gasolina e diesel. Não apenas o preço de venda está mais alto, como a quantidade vendida também subiu. Os preços abaixo da paridade, em boa parte bancados pelo subsídio do governo, levaram a quedas nas importações. Com isso, a utilização de capacidade de refino da Petrobras, uma das grandes lutas de Pedro Parente, voltará finalmente a subir. Mais vendas a um preço mais elevado levarão a uma forte geração de caixa.

A expectativa positiva sobre o petróleo, o *valuation* novamente descontado da empresa e a volatilidade implícita – que, embora elevada, a nosso ver ainda não reflete integralmente os riscos eleitorais – nos levaram a voltar à posição comprada em opções. Julgamos ser uma boa forma de manter a exposição sem aumentar o risco demasiadamente.

Outro fator interessante da Petrobras é a *baixa dependência do Congresso*. Para capturar a diferença entre o preço de negociação da companhia e o valor ali existente, requer-se (apenas) que não haja interferência política, não sendo necessária a aprovação de nenhuma reforma ou legislação polêmica. No limite, em função da produção adicional que começará em 2019 e do tamanho expressivo da geração de caixa esperada, mesmo no caso de um certo controle de preço, a atratividade do investimento pode ser mantida. É indiscutível que certos governos são criativos na utilização do caixa, evitando que chegue às mãos dos acionistas, mas a maioria dos possíveis presidencialistas não dá sinais de que irá seguir esse caminho.

De outro lado, em função da necessária redução de risco, diminuímos bastante a posição comprada em *malls*. Entendemos que o *valuation* não se justifica diante do momento das empresas, mas a incerteza eleitoral pesa sobre a posição.

\* \* \*

## Exterior

Nossa preocupação com a redução de liquidez pelo FED está mantida, acrescida agora de uma crescente atenção à China.

O período atual cada vez se assemelha mais ao final da década de 90, recheado de crises de balanço de pagamento em países emergentes, do que aos últimos anos de estabilidade.

## Argentina

Com a piora do ambiente para emergentes e uma dúvida crescente sobre a capacidade de financiamento, o mercado levou os ativos argentinos para preços historicamente baixos, até mesmo para períodos de crise.

Certamente erramos em remontar tão cedo a posição, mas nossa confiança na reestruturação do país após anos de populismo segue vigente e as preocupações macroeconômicas que nos levaram a desfazer toda a posição em dezembro de 2017 não existem mais. A conta corrente se ajustará com o gigante movimento do câmbio e o déficit fiscal é foco das novas medidas de estabilização do governo. É possível que em 2019 ou 2020, o que antes era um grande déficit duplo se transforme em um pequeno superávit.

A necessidade de financiamento preocupa, mas também não assusta. O montante necessário para fechar as contas de 2019 é pequeno e o FMI indica que aceitará o pedido e antecipará os desembolsos prometidos para 2020 e 2021, afastando assim qualquer risco de calote.

A incerteza permanece mesmo na política. A eleição de 2019 ainda está nos seus momentos iniciais e não há dúvidas de que a intensificação da crise afeta a popularidade de Macri. Ainda que haja uma estabilização econômica de curto prazo, fruto das medidas fiscais e monetárias, além da ajuda do FMI e

da recuperação agrícola, a reeleição está longe de ser assunto resolvido.

O *Cambiamos* mantém a governadora de Buenos Aires, Maria Eugenia Vidal, como plano B. Fora da polarização Macri e Kirchner, há outros possíveis candidatos, mas nenhum que represente o mesmo risco que Cristina. A líder peronista está cada vez mais afundada em escândalos de corrupção e ostenta uma elevada rejeição de 75%.

As novas medidas fiscais e a nova discussão com o FMI devem trazer estabilidade ao mercado. A confirmação da safra e o fluxo de entrada no *MSCI* são outros gatilhos positivos que começam a aparecer. A eleição apenas reforçará a perspectiva positiva.

Mantemos uma posição comprada em ações de companhias com baixa alavancagem, dominantes nos seus mercados e com alta capacidade de repassar preços.

Apesar de um investimento de longo prazo, mantemos atenção total ao desenrolar diário dos fatos. Crises de emergentes em momentos de retirada de liquidez pelo FED não são triviais. Como dito anteriormente, o ambiente é mais parecido com o final do último século do que com os últimos anos.

Permanecemos à disposição.

**Vista Capital**