

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de -5.4% e -1.7% no mês, respectivamente.

O resultado está concentrado na posição comprada em petróleo e no *book* de renda variável Brasil.

Ao longo dos últimos meses, implementamos mudanças importantes em nossos principais investimentos¹, cuja longevidade reflete padrão e objetivo do fundo ao mirar o longo/médio prazo, e aproveitaremos essa carta para expor as razões.

Petróleo

Conforme explicado em nossas últimas comunicações, a posição comprada em petróleo ganhou relevância dentro do portfólio, ao longo dos últimos meses. O principal fundamento é um problema de oferta, notadamente do *shale oil* americano, que representa 11% da produção global. A expectativa de queda da produtividade e o aumento do custo de capital das empresas produtoras são alguns sinais de uma possível – e potencialmente importante – desaceleração no *output* de óleo nos EUA.

A percepção sobre os obstáculos a serem enfrentados estão cada vez mais presentes.

Os comentários sobre o resultado da Exxon Mobil – principal investidora do *shale* nos EUA – apontam que

a empresa enfrentará dificuldades para entregar os resultados esperados, em especial se o preço da *commodity* permanecer nos patamares atuais:

“Results through 4Q confirms that the company would have needed pretty close to \$100/b oil to organically cover capex and dividend.”

- Citibank sobre Exxon Mobil

A queda de 20% do XOP - ETF das empresas de *shale* – no mês de janeiro é um indício de que a Exxon não está sozinha e reforça que a viabilidade das reservas do maior produtor atual requer um preço de petróleo acima do atual.

O cenário ruim é ainda piorado pelo colapso no preço do gás natural. A produção de *shale oil* gera grande quantidade de gás associado, que não podendo ser totalmente reinserido ou queimado, chega a ser vendido a preços negativos, aumentando os prejuízos de empresas já combatidas.

Nosso investimento concede especial atenção à dinâmica da oferta, onde existe satisfatória capacidade de compreensão e projeção. Quanto à demanda, limitamo-nos a correlacioná-la à atividade global e montar *hedges* em outros ativos com exposição semelhante.

Durante o mês de janeiro, os choques de demanda – até agora, de curto prazo (ex. corona vírus, temperaturas mais altas que esperada e solução de

¹ Internamente são denominados de *posições core* do portfólio.

problemas geopolíticos no Irã e Líbia) – levaram a queda no preço do petróleo, que não foi acompanhada por outros ativos.

O *duration* curto das *commodities* torna a balança de equilíbrio sensível a mudanças e os impactos em preços rápidos e relevantes, diferentemente dos ativos utilizados para hedge, cujos *durations* são mais longos. Em outras palavras, nossos hedges se limitavam a proteger a posição de mudanças estruturais, como uma possível recessão.

Frente a esse cenário e mesmo reticentes com alterações relevantes da posição, fizemos mudanças de tamanho e instrumento: (i) reduzimos a posição; e (ii) trocamos o remanescente pelo petróleo longo, de 1 e 2 anos, que não deveria ser (ou deveria ser menos) afetado por um choque de demanda de curto prazo.

Renda variável Brasil

A principal mudança foi o encerramento da posição comprada em ações domésticas brasileira, que representou parte relevante do risco do fundo por mais de 2 anos, e começou a ser reduzida em dezembro. O *book* também reverteu em janeiro parte dos ganhos acumulados no mês anterior.

A redução é motivada pela percepção de uma alteração expressiva nos *dois pratos* da balança de riscos.

De um lado, a reprecificação atual das empresas domésticas reduziu substancialmente a margem de segurança.

De outro, os dados econômicos mais recentes seguem decepcionando as nossas previsões mais otimistas e mostrando uma recuperação “estimulada” e, mesmo assim, ainda tímida. Não à toa, agentes de mercado começaram a revisar suas projeções de PIB em 2020 para baixo.

Também colabora com o cenário de piora da assimetria, a percepção crescente de que falta ao governo – e ao Congresso – senso de urgência.

O desaparecimento do ímpeto do Planalto na sustentação de novas reformas denota certa paralisia e implicitamente transmite a mensagem de que a retomada cíclica é suficiente e o barco já está ajustado e pronto para zarpar.

Os próximos episódios – a volta do Congresso e formação da pauta do semestre – foram marcados por ruídos nas temporadas anteriores e não esperamos nada diferente para 2020. Na agenda do governo supostamente se destacam as reformas administrativa e tributária.

A dúvida é sobre a real vontade de enfrentar os obstáculos que sempre aparecem, bem como se ainda poderão contar com a pressão popular que foi tão útil na reforma da previdência. Lembramos que a reforma administrativa foi adiada, primeiro, para não mais incluir servidores na ativa e depois, com medo

dos protestos no Chile. Lembramos também, que nosso congresso trabalhará apenas 4 meses esse ano, com o argumento das eleições municipais.

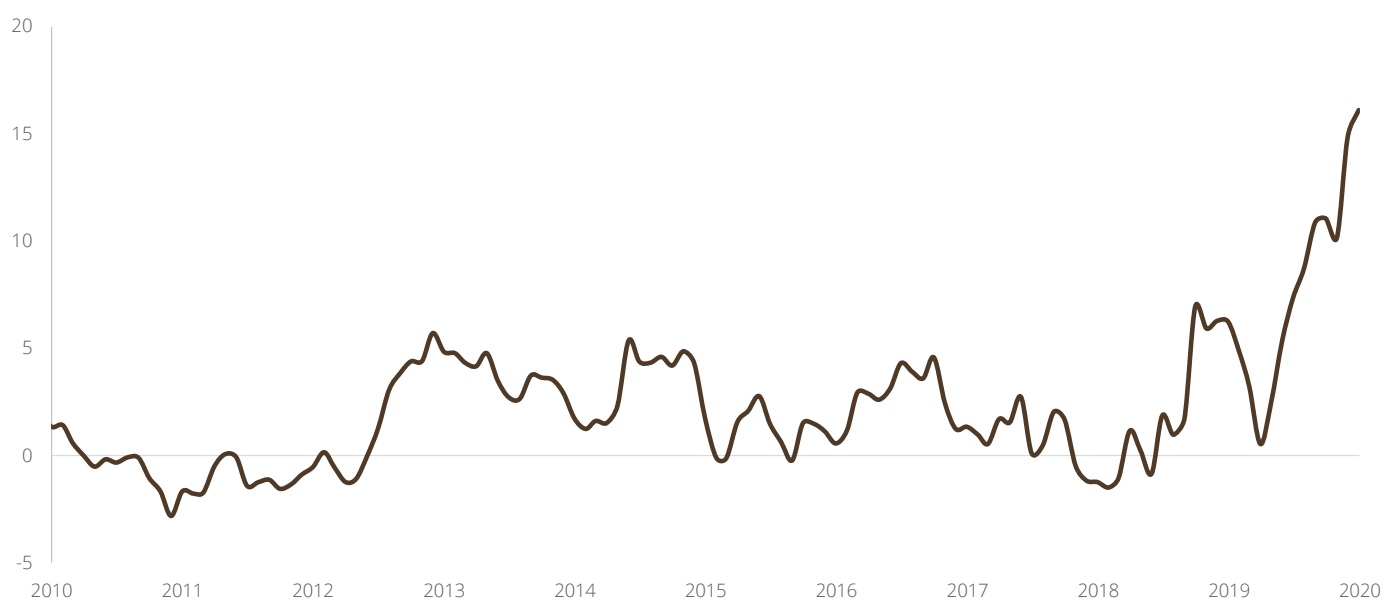
A continuidade das reformas é essencial para o alongamento dos horizontes de investimento no país. Um crescimento próximo a 2% nos próximos anos nos parece estar mais que no preço das ações domésticas, deixando pouca margem para erro.

Da política monetária, também não há mais muitos estímulos para se esperar. Estamos chegando – *ou já chegamos, para o BC* – ao final do ciclo de corte de juros e próximos, dados os efeitos defasados, do fim da segunda derivada de crescimento.

Por fim, o *valuation* relativo, que ajudou o fluxo para o Brasil em 2016, atualmente leva os investidores estrangeiros a reduzirem suas posições na bolsa brasileira. Naquela época, éramos o emergente cujas ações negociavam com múltiplos abaixo da média. Hoje, nossas ações domésticas possivelmente são aquelas com os múltiplos mais elevados dentro do portfólio de alocadores de países emergentes, quando comparada a países como Chile, Argentina, China, outros asiáticos e emergentes.

A redução de ações domésticas no book de renda variável foi parcialmente compensada por um aumento relevante da posição em Petrobras – atualmente o principal risco do fundo - e pela adição de ações de bancos e commodities ao portfólio.

MSCI Brazil Consumer Discretionary - MSCI EM Consumer Discretionary
Forward PE



Internacional

* * *

Além do petróleo, no *book* de moedas, o fundo está comprado na Libra esterlina e vendido no *Rand* sul africano e na Lira turca; no *book* de ações, está comprado em ações gregas.

O novo governo de Boris Johnson foi eleito com maioria histórica para um mandato de 5 anos, que inclui entregar o *Brexit*. Mais importante do que os termos da saída é a redução da incerteza. Em meio às confusões em que vive o mundo, o Reino Unido parece ter, ao menos, encontrado um direcionamento político claro.

A estrutura de relação comercial com o restante da Europa deverá convergir para um modelo de *trade deal* EU-Canadá ou para as condições genéricas da WTO. Os riscos são conhecidos e, com a saída da UE, as portas para acordos bilaterais com os EUA e outros países se abrem aos ingleses.

Na política monetária, os dados fortes em janeiro, levaram o *BoE* a não cortar juros. A expectativa é que o choque de confiança gerado pela eleição e uma política fiscal mais frouxa levem a uma melhora continuada dos dados econômicos e rapidamente fechem o pequeno *slack* da economia. A concretização da melhora permitirá a manutenção ou elevação dos juros, fortalecendo a moeda e reforçando seus status de reserva de valor.

Em ano eleitoral nos Estados Unidos, o mundo parece ter Dólares demais e Libras de menos.

Em geral, o portfólio está equilibrado para uma posição mais defensiva.

Conforme seguidamente explicitado nas cartas do ano passado, consideramos a alteração no patamar de juros reais neutro muito relevante para a dinâmica de preços de ativos de risco.

Apesar disso, alguns pontos chamam nossa atenção e devem ficar no radar nos próximos meses, por isso a postura levemente mais defensiva: (i) não entendemos o suficiente sobre o *Corona Vírus*, mas a forte reação do governo chinês, construindo hospitais de urgência, colocando regiões inteiras em *lockdown*, não nos permite ignorar o tema. Fosse uma gripe “normal”, não precisávamos construir hospitais de forma urgente e *anormal*; (ii) a relação Turquia x Rússia se deteriorou. Com acirramento dos conflitos na Líbia e, recentemente, com fatalidades na batalha por *Idlib*, as principais forças mediadoras no Oriente Médio não parecem mais consoantes; e (iii) a última preocupação é Argentina, embora não tenhamos posição. A tentativa de rolar os *dual bonds* fracassou e a solução encontrada foi o calote (nas palavras do governo argentino, um “reperfilamento”). Um movimento forte nos vizinhos pode trazer alguma instabilidade por aqui.

“Este gobierno no va a aceptar que la sociedad argentina quede rehén de los mercados financieros internacionales, ni va a favorecer la especulación por sobre el bienestar de la gente.”

- Passagem do comunicado do Ministério da Fazenda sobre o reperfilamento de dívida argentino.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital