

Excepcionalmente, a carta desse mês fará referência aos meses de fevereiro e março de 2020.

Os fundos Vista Hedge FIM e Vista Multiestratégia FIM registraram rentabilidades de 0,37% e 0,66% em fevereiro e 1,29% e 3,17% em março, respectivamente.

* * *

Características de gestão

Antes de comentar resultado e posicionamento, aproveitaremos a atual crise global e importantes desdobramentos nos mercados para destacar alguns pontos importantes sobre nosso modelo de gestão.

Não é a primeira vez que fazemos uma análise dessa natureza e, certamente, não será a última.

Esse exercício é para nós uma oportunidade de revisar nosso funcionamento, aprimorar o formato e nos aproximar ainda mais de nossos clientes. O *passivo alinhado* de nossos cotistas-parceiros é essencial para a obtenção de bons retornos de longo prazo e requer um profundo conhecimento do produto.

A família de fundos multimercado (ou *macro*, ou *multiestratégia*, como preferem alguns) da Vista Capital adota um modelo de gestão um pouco diferente da média do mercado de fundos brasileiro, o que dificulta sua alocação a uma das “prateleiras” mais comuns.

Não há certo ou errado na gestão de recursos. Coexistem no mercado vários modelos distintos e vencedores. No entanto, é imprescindível estar confortável com o seu modelo, seja na qualidade de gestor ou investidor (ou ambas, que é nosso caso), em especial durante momentos de *stress*.

Retorno absoluto e nenhum track de *benchmarks* tradicionais. Alocação doméstica e internacional. Posições de longo prazo. Utilização constante de *hedges* para posições direcionais. *Stress* como principal medida de risco, tendo volatilidade como “*sub-produto*”. Baixa correlação com demais fundos multimercados, com a bolsa e, em especial, com os juros no Brasil.

Essas são algumas das principais características de nosso modelo de gestão. Após mais de 5 (intensos) anos de *track record*, possuímos hoje observações para julgar e corrigir, quando necessário, os erros e acertos da estratégia e sua implementação.

Passamos pelo *stress* da revisão de meta fiscal em 2015, o *impeachment* em 2016, o áudio do Temer/Joesley em 2017, a greve dos caminhoneiros, o endurecimento do FED e as eleições brasileiras em 2018, as eleições argentinas em 2019, e agora estamos passando pela crise do coronavírus. A Tabela 1 expõe o comportamento de nossas posições nos respectivos meses:

Evento	Período	Performance
Estresse da meta fiscal	jun/15 - jul/15	7,6%
Impeachment Dilma	abr/16	8,6%
Joesley Day	mai/17	0,5%
Greve dos caminhoneiros	mai/18	9,1%
Eleição Brasil 2018	ago/18 - out/18	9,5%
Tightening do FED	dez/18	0,2%
Eleição Argentina	ago/19	-3,1%
COVID-19	fev/20 - mar/20	3,9%

Tabela 1: Performance em tempos de stress

A exaustiva adoção de *hedges* foi fundamental para a proteção obtida e os bons resultados, em especial em situações onde fomos bastante malsucedidos em nossas posições direcionais de longo prazo.

Os *hedges*, contudo, não vem livres de riscos. Embora costumem funcionar mais do que falhar, há momentos em que investimentos que supostamente seriam proteções adicionam perdas à posição direcional, conforme observado em fevereiro de 2019 e novembro de 2017.

Os eventos destacados também demonstram algo que costumamos repetir sobre gestão de risco: a volatilidade mais elevada do fundo não representa um elevado *stress*, verdadeira medida de risco, a nosso ver.

* * *

Em 2020 – ano que transforma em tranquilos todos os 5 duros anos anteriores –, o comportamento não tem sido diferente, pelo menos até aqui.

Nossa carteira no período de crise reforça a característica de longo prazo, já apresentada outras vezes, fundada em posições que se sustentam por

até 3 ou 4 anos, com pouca alteração, apesar de mudanças no cenário de curto prazo.

Começamos o ano com as mesmas posições que possuímos agora, praticamente no mesmo tamanho dentro do portfólio: comprados em ações da Petrobras, ações na Grécia, Libra Esterlina e vendidos nas moedas de África do Sul e Turquia. Sem qualquer expectativa de performance sobre o curto prazo, a manutenção das posições nesse período exige a utilização de *hedges* e paciência (que, por sua vez, requer a correta escolha do passivo que mencionamos acima).

Durante a queda expressiva e acelerada do mercado nos últimos 2 meses, o fundo registrou rentabilidade positiva, embora mantivesse posição relevante em Petrobras, um dos ativos de pior performance no período.

As perdas acumuladas nesse investimento foram compensadas, conforme a Tabela 2 abaixo, pela utilização de todo o expediente de *hedges* possível: venda de bolsa americana e francesa; compra de CDS da Turquia e África do Sul; venda de moedas emergentes; posição tomada em juros franceses e italianos contra posição aplicada em juros alemães; venda de títulos de crédito nos EUA (a fim de proteger o portfólio no caso de uma desvalorização do petróleo com efeito nas empresas produtoras de *shale oil*); posição tomada em juros brasileiros e vendida no Real.

Performance Fev-Mar	
Estratégia	% Cota
EUA	5,3%
França	3,6%
Renda Variável	8,9%
CDS Turquia	0,7%
Crédito	2,8%
Juros Europa	1,6%
Juros Brasil	4,6%
Renda Fixa	9,7%
USDZAR	3,7%
USDTRY	2,3%
USDBRL	1,4%
Moedas	7,4%
Principais Ganhos	26,0%
Petrobras	-22,7%
Outros	0,5%
Total	3,8%

Tabela 2: Principais ganhos e perdas

O resultado é, mais uma vez, um comportamento de portfólio descorrelacionado e independente de qualquer índice ou *benchmark* (vide histórico de correlação de retornos mensais com o IBOVESPA no Gráfico 1 abaixo).

Infelizmente, o choque duplo do petróleo (COVID-19 e OPEC) impossibilitou a obtenção de resultados melhores, diante de nosso antecipado pessimismo com o mercado.

* * *

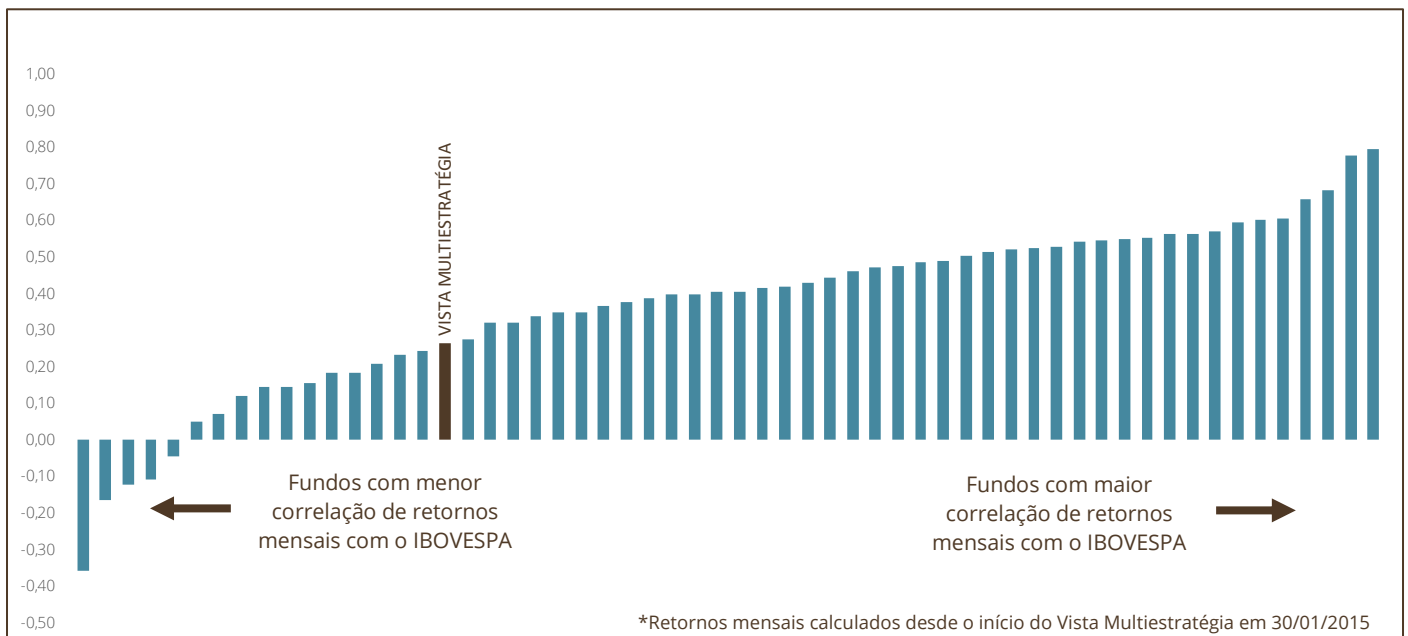


Gráfico 1: Correlação de retorno mensais do Vista Multiestratégia e Fundos Concorrentes vs. IBOVESPA

Posicionamento atual

Em nossa comunicação sobre o mês de janeiro apresentamos nosso posicionamento mais defensivo e reconhecemos a dificuldade de apurar adequadamente o risco que o coronavírus apresentava à sociedade:

"(...) Em geral, o portfólio está equilibrado para uma posição mais defensiva. 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 coronavírus, 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; (...)"

O elevado volume de informações a que tivemos acesso desde que a mensagem acima foi escrita pouco alterou nossa capacidade de emitir uma opinião assertiva sobre a agressividade do vírus, de modo que mantemos o conservadorismo.

Dentro do nosso círculo de competência, as consequências econômicas se desdobram rapidamente e começamos a enxergar os potenciais efeitos.

Em momentos como o atual, é comum olhar no retrovisor e buscar identificar semelhanças com episódios do passado.

Muitos paralelos são traçados com a *Crise de 2008* e, especialmente, com a *Grande Crise de 1929*. Em ambos os casos, houve uma pronunciada crise de crédito, seguida por erros dos formuladores de política econômica.

Em 2008, não seria injusto afirmar que os EUA deram a sorte de ter Ben Bernanke¹ na cadeira de presidente do FED. Um dos maiores estudiosos da *Grande Crise de 29*, Bernanke aprendeu com os erros cometidos e que diferenciam a atual crise com esta: contração de quase 30% da base monetária; falta do FED como *emprestador de última instância*; utilização do padrão ouro, que impediu maiores estímulos monetários; e a alta dos juros reais, tanto pelo aumento de taxa, quanto pela grande deflação que atingiu os preços dos ativos.

De um lado, a reticência do governo americano no pacote de salvamento levou à falência do Lehman Brothers, que congelou o mercado de crédito. De outro, o FED reagiu ao relevante risco deflacionário iniciando um processo que moldaria a política monetária nos anos seguintes. O *quantitative easing* – ou a expansão de liquidez – impôs à crise um fim mais curto, menos doloroso e sem rebote (como acontecera na década de 30).

¹ Ben Shalom Bernanke foi presidente do FED entre 2006 e 2014.

O instrumento foi utilizado inúmeras outras vezes enquanto o banco esteve sob seu comando.

Liquidez, liquidez e liquidez. A direção da liquidez global foi sempre um fundamento relevante para o posicionamento do fundo. Mais recentemente, nos posicionamos vendidos na bolsa americana em 2018, diante da redução de liquidez promovida pelo FED; e comprados em ativos de risco em 2019, quando a guerra comercial impôs riscos de recessão e forçou a queda de juros, apesar dos riscos implícitos de desaceleração econômica e do consenso do mercado.

Durante 12 anos o mercado se apoiou em alta liquidez e procurou incessantemente por *yield*. Qualquer mudança de cenário é sensível para os ativos.

Os efeitos do coronavírus sobre o arranjo social e econômico trouxeram o Federal Reserve de volta ao centro do palco.

Bernanke repetiu por anos que para evitar a catástrofe econômica deveria-se pecar pelo excesso, evitando a todo custo um processo de deflação, o pai de todos os males para a economia. A desorganização econômica provocada por ativos que amanhã ficam mais baratos e dívidas que amanhã ficam mais caras é de árdua reversão.

Em 2020, a reação do FED deixou poucas dúvidas sobre sua vontade e foi como deve ser: grande e rápida. O *toolkit*, que em outras situações levou

meses para ser utilizado, foi posto no jogo em dias. Compra de crédito, expansão de balanço, redução de juros e execução de medidas microeconômicas.

O acerto da política monetária foi acompanhado da política fiscal. O governo e o Congresso colocaram na mesa um pacote de 2 trilhões de dólares, reconhecendo que a crise atual não é um problema monetário. Trata-se de uma crise econômica, comparada por alguns a um desastre natural, que cause um choque de demanda sem precedentes, cuja liquidez disponibilizada pelo banco central não é capaz de resolver sozinha.

A agressão ao fluxo de caixa de empresas e famílias não tem precedentes históricos e, além da política monetária expansionista, requer uma *ponte fiscal* sólida, que sustente a recomposição dos balanços (que foram ou serão) destruídos, bem como o funcionamento dos mercados de crédito.

A receita parece ter sido absorvida e bem executada nos EUA. Os pares do FED ao redor do mundo – UK, Europa, Austrália, Nova Zelândia e outros – também aumentaram a quantidade de moeda em circulação, evitando o colapso do balanço dos agentes econômicos e, no limite do possível, mantendo as expectativas de inflação. Podemos dizer que o processo de *debasement* discutido em nossa carta de novembro foi acelerado.

E o futuro?

A aceleração do processo de debasement nos leva a buscar o que classificamos como ativos reais.

A definição de ativos reais é pouca óbvia, especialmente para quem está denominado em Reais brasileiros, moeda que não pode ser considerada reserva de valor.

Julgamos que ouro, imóveis, commodities e empresas com capacidade de repassar preço cumprem o requisito de serem ativos “finitos”.

Todos fazem parte do portfólio atual, desde uma pequena posição em uma empresa de *real estate* na Alemanha até uma exposição relevante à ouro e ao petróleo. Empresas com capacidade de repassar preço e com pouca, ou nenhuma, dívida, também estão dentro desse escopo.

Outros três pontos estão em nosso radar, embora ainda incipientes.

- i. um sentimento anti-China parece crescente na população, sendo incentivado por seus líderes políticos;
- ii. a “guerra do COVID-19” mostrou que a União Europeia não cumpriu seus objetivos iniciais. Fronteiras foram fechadas, ajudas foram negadas e incentivos fiscais estão gerando grande atrito (vide eventos recentes entre Holanda e Itália). Assim como em 2011 assistimos uma crise europeia como resultado da crise de 2008, parece-nos que o

“contrato social e econômico” europeu será rediscutido em algum momento mais à frente;

- iii. em recente discurso, Boris Johnson chamou seu mandato de um “governo de guerra”, dada a necessidade de implementar medidas “sem precedentes desde a Segunda Guerra”. Em uma delas, o Estado britânico decidiu bancar a maior parte dos salários dos desempregados, assim como ocorre em grande parte do mundo. Em 1940, John Maynard Keynes escreveu “*How to Pay for the War*”, que se tornaria uma das melhores discussões sobre finanças em tempos de guerra. Keynes discutia: o esforço de guerra e o déficit fiscal permitiram à população que, em meio ao conflito, vivesse em pleno emprego, com elevada renda disponível. Como a produção nacional era predominantemente destinada a armamentos, havia uma restrição natural da oferta dos demais produtos. A forte demanda sem contrapartida de oferta tornaria necessário algumas soluções/sugestões, como por exemplo, um imposto de renda de até 97%. Assim você poderia financiar a dívida e evitar uma corrida por itens escassos. *Trazendo a discussão para nossa guerra atual, caso o objetivo seja atingido e a expansão fiscal sustente a demanda agregada, será que um choque de oferta – seja de logística, produção, capital de giro etc. – pode desarrumar o maior de todos consensos, que a crise é deflacionária?* Já lembramos outras vezes do desastre das previsões acerca dos efeitos da expansão monetária em 2009. Há 10 anos era tudo novo e incerto.

Dessa vez, estamos em águas mais conhecidas, com enorme expansão fiscal, mas há muito tempo não navegadas. Continuaremos acompanhando.

Brasil

Antes da crise do COVID-19 se espalhar pelo Ocidente, reportamos em nossa comunicação de janeiro a redução das posições em empresas cujas operações são associadas à atividade doméstica, em vista de uma expressiva alteração da balança de riscos e retornos.

De um lado, a reprecificação das ações havia reduzido substancialmente as margens de segurança. De outro, os dados de atividade decepcionavam seguidamente as previsões, motivando revisões negativas de PIB; e era crescente a percepção de que governo e congresso não mantinham o adequado senso de urgência sobre as reformas estruturantes, fosse por falta de convicção ou por intrigas políticas. A economia patinava e o ímpeto reformista perdia fôlego.

Chegamos à crise atual *mal parados* e nos deparamos com um governo pouquíssimo coeso e organizado, que não é sequer capaz de emitir uma mensagem uníssona sobre as medidas restritivas de circulação.

Destacamos a importância do esforço realizado pelo FED e pelo governo e o Congresso americano para evitar uma crise de crédito, colocando rapidamente em prática uma política expansionista no banco central e acelerando o dispêndio fiscal.

O Brasil segue modelo semelhante de políticas econômicas, no entanto, além do seu ritmo mais lento, o Ministro da Economia reconheceu no final de semana que a liquidez não parece – ainda – ter chegado à ponta da economia. Nunca imaginaríamos que o governo teria dificuldades em distribuir dinheiro grátis a população, como é o caso dos 600 reais por pessoa.

Ação tardia é bastante semelhante à inação. Mais um ensinamento que Bernanke expôs após os resultados das últimas crises.

Preocupa-nos muito que uma crise de crédito se instale – ou já tenha se instalado – no Brasil. O governo precisa evitar a todo custo a morosidade que nos é tradicional. Crise de crédito precisa ser evitada, pois reagir é muito mais complicado.

No lado positivo, o Brasil passou por um grande processo de desalavancagem durante a crise de 2015/2016 e fez uma série de reformas. Nossas bases estão mais sólidas, nosso passivo externo não desperta preocupação e as medidas fiscais parecem ser realmente de curto prazo.

O caminho é longo e incerto, mas o Brasil e seus pares possivelmente assistirão o pelotão da frente avançar mais rápido para fora do buraco.

Uma vez atravessado o período mais grave de *shutdown*, durante o qual todos os países estão usando o arsenal fiscal disponível e indisponível, não acreditamos que a mesma clemência dispensada à salvar vidas em meio a pandemia será oferecida para estimular a economia de países emergentes e europeus que já entraram na crise com condições fiscais deterioradas. É provável que falte a esses países a capacidade de promover o impulso fiscal que terão os desenvolvidos e a educação do povo necessária para evitar a proliferação, dificultando a saída da inércia.

* * *

Após um resultado bastante positivo nos últimos 2 meses, não possuímos mais posições na curva de juros brasileiro. Entendemos que a liquidez do mundo abre espaço para novos cortes da SELIC e até mesmo para uma queda na curva longa. No entanto, desconfiamos que a atual expansão fiscal não será seguida de uma aceleração das reformas necessárias, colocando a trajetória da dívida novamente no pior patamar de risco. De toda forma, não é perfil do fundo ter posições sobre a próxima decisão do COPOM.

Na carteira de renda variável, o período de priorização do que chamávamos de ativos domésticos parece ter se encerrado, ao menos sob a ótica da trajetória macroeconômica, conforme descrito na carta de janeiro.

A queda grande, rápida e, em alguma medida, uniforme dos ativos na bolsa de valores, (i) no geral, tornou os *valuations* mais atrativos *versus* o que enxergávamos em dezembro e janeiro, ainda que exista um longo inverno pela frente; e (ii) para empresas específicas, criou assimetrias e oportunidades anteriormente não disponíveis. Estamos atentos a essas oportunidades, mas lembramos que não é comum a este fundo realizar investimentos em renda variável que não possuam um viés macroeconômico claro.

No portfólio de moedas, obtivemos resultados positivos com a venda de Reais brasileiros, além de outros emergentes, contra o dólar. A forte desvalorização no ano parece-nos sustentada, especialmente diante dos riscos políticos e econômicos que já mencionamos. Nossa tendência ainda é de venda do real.

Na carteira de ações, do ponto de vista macroeconômico, nutrimos especial interesse pelas empresas exportadoras. O patamar cambial favorece as exportadoras de *commodities*, seja petróleo, minério, celulose ou produtos agrícolas. Além de produtoras de ativos considerados reais, essas empresas eram competitivas globalmente em momentos de câmbio sobrevalorizado. Não é preciso exercício complexo para compreender a vantagem que essa grande desvalorização lhes apresenta.

Acima de tudo, podemos estar a frente de um novo modelo econômico, onde finalmente ficaremos competitivos e essas empresas estarão entre as vencedoras.

Esse conjunto de produtos é responsável por uma parte relevante da arrecadação federal, da cadeia de geração de emprego e, especialmente, da balança comercial. Não serão as empresas que se ajustarão ao câmbio, mas sim o câmbio que se ajustará a tais setores. Para fins de exercício, com o petróleo a 20 dólares, o minério a 40 dólares (que parece implícito no *valuation* de Vale) e produtos agrícolas na metade do preço atual, o câmbio de equilíbrio seria acima de R\$ 6,00.

Do ponto de vista microeconômico e fundamentalista, buscamos e encontramos empresas competitivas em quase qualquer cenário de crise; que provavelmente sobreviverão aos tempos difíceis; cujas posições de liquidez são favoráveis; negociando a *valuations* descontados, que precificam seus produtos atravessando um deserto de demanda.

* * *

Na Argentina, Mauricio Macri adiou as reformas para focar nas eleições intermediárias e eventos extraordinários fora de seu controle – a retirada de liquidez pelo FED em 2018 e a quebra de safra (grande seca) – deterioraram de forma definitiva as

sensíveis condições econômicas e financeiras, aniquilando seu governo e suas chances de reeleição.

Torcemos para que a reticência do governo em focar nas reformas em 2019, culpando o “Risco Chile”, não fique marcada como seu grande erro e que a crise do coronavírus seja aproveitada como um lembrete impulsor, e não como a pá de cal.

* * *

Petróleo

No final de 2019, comentamos alguns fundamentos de nossa posição de longo prazo comprada em petróleo. As dificuldades do *shale oil* americano se mostravam como principal fator e objeto de atenção de nossa análise.

A produtividade dos poços – que havia crescido nos anos anteriores com a implementação de novas tecnologias – aparentava exaustão e um processo de declínio em curso, elevando o custo de produção e de reposição de reservas. Em paralelo, o movimento de migração da produção para poços naturalmente mais produtivos, o *high grading*, que colabora para ganhos de produtividade, estava próximo do pico e uma reversão era provável nos anos seguintes.

Devido à característica de alta depleção da produção – mais da metade do reservatório é exaurido nos 2 primeiros anos de produção² –, o *capex* de exploração e desenvolvimento de novas reservas é linha de despesa permanente, tornando a necessidade de captação de recursos uma constante e o ciclo de desenvolvimento e produção altamente dependente do preço de curto prazo.

Não à toa, a ascensão do *shale oil* esteve intimamente ligada à farta oferta de capital – *equity* e dívida – a taxas atraentes. Por esse motivo, existe até uma corrente econômica que afirma que juros zero foram deflacionários nos EUA.

A contração das emissões de *equity* nos últimos anos, que passaram de algumas dezenas de bilhões de dólares por ano para praticamente nenhum recurso adicional no final da década, foram o primeiro sinal a revelar a gradual redução da economicidade do *play* nos preços da época³. Os problemas também se refletiriam em dificuldade para rolar um elevado montante de dívida com alto custo: mais de US\$ 130 bilhões entre amortizações e juros com vencimento no período de 2020-26, de acordo com a Rystad Energy.

Ao acúmulo de dificuldades se contrapunham projeções de crescimento de produção nas bacias de

shale. Desde 2019, parecia-nos que muitas empresas teriam problemas de solvência em caso de estresse no mercado de óleo, ainda que breve⁴. A entrega de crescimento de produção, por sua vez, era um fato ainda mais distante e improvável, apesar das previsões otimistas.

A título de exemplo rápido, de acordo com a EIA, uma redução de apenas 40% no *capex* das empresas provocaria uma queda de 250kbbl/dia todo mês na produção do *shale* americano. Em 1 ano, quase 3 milhões de barris diários fora do jogo. Ainda que houvesse colocação da *spare capacity* dos cartelistas, víamos certa assimetria de médio/longo prazo no equilíbrio de preços do óleo.

2020 e o choque duplo

Em 2020, a crise do coronavírus internou o paciente e a “disputa” entre Arábia Saudita e Rússia cortou o fornecimento de oxigênio.

Enxergamos no movimento dos arábes uma decisão empresarial e política.

Entre 2015 e 2016, a OPEC tentou, pela primeira vez, tirar o *shale* americano do mercado.

² *Depletion* implícito de 50 a 70% da produção no primeiro ano

³ WTI entre 2015 e 2019 passou 70% dos dias entre US\$ 40 e 60 por barril

⁴ As empresas mantêm contratos de *hedge*, com venda futura e *three-way collars* de parte da produção. Este último, bastante comum por reduzir o custo da estrutura, não protege integralmente a receita da queda do preço da *commodity*, expondo a produtora em cenários de *stress* como o atual.

O baixo custo de capital, adoção de tecnologias que elevaram a produtividade dos poços, o *high grading* e a forte demanda das refinarias – que viam as margens de refino na máxima e mantiveram as compras –, fizeram com que a produção se mantivesse praticamente estável.

A queda de demanda provocada pelo *lockdown* global foi enxergada pelo cartel como uma oportunidade para tentar novamente.

O tiro acertaria também um adversário em outro campo de batalha. A disputa entre Árabia Saudita e Irã marcou a geopolítica recente do Oriente Médio. A abrupta queda da cotação do petróleo atinge diretamente a arrecadação iraniana – estima-se 80% de redução.

A combinação do aumento de produção e a redução de demanda geram uma oferta excedente que ultrapassaria os 20 Mmbbl/dia (podendo chegar a 30 Mmbbl/dia).

É sob este cenário de curto prazo que importantes dúvidas sobre o médio e longo prazo se impõem.

Excesso de estoques terão efeitos sobre preços de longo prazo?

A primeira conclusão é que a constituição de estoques fará com que o desequilíbrio de mercado perdure por algum período mesmo após a normalização da demanda.

A consolidação desse cenário, no entanto, não considera (i) que os limites físicos para armazenagem são obviamente finitos e distribuídos entre o *up, mid e downstream*; e (ii) a reação da oferta.

O choque de demanda derrubou o consumo de derivados e comprimiu as margens de refino. A reação das refinarias tem sido comprar nenhum óleo adicional ao mínimo contratual, evitando custos extraordinários de estocagem. Dessa forma, a responsabilidade pelo armazenamento passa às mãos dos produtores, onde é muito mais limitada.

Nossa expectativa é que os estoques lotem de maneira não-uniforme, exigindo que cortes de produção aconteçam antes de um *tank top global*, gerando uma expressiva e rara diferenciação entre os diversos tipos de petróleo. Dessa forma, o estoque formado seria menor, assim como suas consequências sobre o preço.

Em que preço a produção seria reduzida?

Antes do choque duplo desse ano e da derrocada dos preços, estimávamos que um pedaço da produção global – com destaque para o *shale oil* americano – não era sustentável no médio prazo com o petróleo perto dos US\$ 50 por barril. No último trimestre do ano, o petróleo se encontrava acima desse patamar, ainda assim houve forte queda das ações, das dívidas e, no agregado, consumo de caixa pelas empresas.

*"I previously commented that thinking one was making money at \$50 per barrel was dreaming and public company accounting. However, it did not and does not work. **At \$40 per barrel, you're in the hole; at \$30, it is hard to even keep producing existing wells. Nothing can be drilled at \$30 per barrel. If Russia and Saudi Arabia hold the line for nine months to a year, they can reassess and then sell oil for \$80 per barrel with no competition from the United States shale.**"*

Dallas Fed Energy Survey 1T20

Em pesquisa recente com mais de 100 companhias americanas de E&P e *oil field services*, o Dallas Fed reportou que 40% afirmaram que não são solventes com o WTI⁵ a US\$ 40/barril e que novos poços só seriam economicamente viáveis em torno de US\$ 45-50/barril (mais de 30% acima do preço atual).

Nossos estudos, que consideram os custos de extração, exploração e desenvolvimento, bem como os custos de capital próprio e dívida⁶, requerem um preço por barril de WTI superior a US\$ 70/barril para *players* menos eficientes operacional e financeiramente.

É indubitável, portanto, que o *duration* curto do *shale* e o preço atual do óleo formam uma combinação explosiva. Os *spreads* do *high yield energy* americano estão em níveis superiores aos atingidos em 2016.

⁵ O petróleo possui dois principais *benchmarks*: Brent e WTI. Em momentos de estresse, os preços se diferenciam, devido à localização, capacidade de estoque, qualidade e produtividade do óleo. O óleo produzido ao redor do mundo é costumeiramente negociado a prêmios e descontos ao redor dos *benchmarks*.

⁶ Custo de capital estimado em 10% em dólares.

No final de março, mais de 95% dos emissores do *ETF High Yield Energy* do *Bank of America* negociavam em níveis de stress (OAS maior que 1.000 bps). A capacidade de acessar capital – seja *equity* ou dívida – foi deteriorada.

Scott Sheffield (CEO Pioneer Resources) em entrevista para CNBC em 26/03/2020

*"We've asked POTUS to put significant pressure on Saudi to stop this price war. [...] **If we don't, we're going to be importing 60% of our crude again from the Middle East.**" [...]*

That's why Pioneer and several independents are seeking a global settlement, to really reduce productions with all States, OPEC, OPEC+ until the virus has ended. [...]

*We've run into opposition from Exxon [...], they prefer all of the independents go bankrupt and they can pick up the scraps. **We have other companies like Marathon and Orintiv who are opposed to it because they're so financially stressed they cannot even cut production because they'll go bankrupt.**" [...]*

There's about 74 public independents. There's only going to be about 10 left at the end of 2021 that have decent balance sheets. The rest will become ghosts or zombies. Consolidation won't happen because too many companies will have too much debt."

Dessa vez, a contínua necessidade de *capex* para manter níveis de produção corre um risco ainda mais elevado de morrer de inanição.

Não conforta os produtores americanos, mas com o barril em torno dos US\$ 30, eles não estão sozinhos: quase todos os produtores estão hoje com a cabeça abaixo da linha d'água.

À título de exemplo, o petróleo canadense (WCS) negocia, na data dessa carta, a 4,65 dólares por barril. Acrescendo os custos de logísticos, alguns vendedores possivelmente terão prejuízo na operação.

No Oriente Médio, onde o custo marginal de produção é baixo e está na base da curva, os países enfrentam dificuldades com seus orçamentos fiscais. A região é um barril de pólvora e a falta de dinheiro pode ser a fagulha indesejada (ou desejada...).

Quando e quanto da produção seria retomada?

É natural que a recuperação dos preços traga de volta parte da oferta que eventualmente será suspensa.

Capital mais seletivo e com custo mais elevado globalmente. Viabilidade dos investimentos para retomada de produção em poços maduros, como os *stripper wells* americanos. Fatores geológicos, como a danificação dos reservatórios dos *oil sands* canadenses. São apenas alguns dos desafios que serão impostos à retomada de parte da produção.

Assunto pra discussão futura, 30-40 dólares por barril acima do preço atual.

Nas empresas que decidirem não interromper a produção, difícil imaginar que não haverá impacto em investimento.

Sobre esse ponto, vale notar que (i) a produção *offshore* tem período de desenvolvimento de aproximadamente 4 anos. Os últimos 3 anos foram de baixo investimento no segmento e assim deve permanecer; e (ii) a produção de *shale*, como já dito, sem novos investimentos declina entre 50-70% já no primeiro ano. A oferta dificilmente se manterá estável nos próximos anos.

É factível imaginar uma recuperação de demanda em que não haja capacidade de oferta. Em nossa carta de novembro, no cenário que julgávamos otimista para o petróleo, estimávamos que o crescimento da produção americana seria de 400 kbb/d e, ainda assim, prevíamos falta de oferta. Ainda para fins de comparação, a capacidade de produção *extra* no mundo era, na virada do ano, de 2,5 Mmbbl/d e, apenas na última semana, a produção americana recuou 600 kbb/d.

"Paradoxically, this will ultimately create an inflationary oil supply shock of historic proportions because so much oil production will be forced to shut in."

Goldman Sachs, 30 de março

Os vencedores dessa história serão os que conseguirem sobreviver à travessia do deserto, mantendo custos baixos e margens positivas em um ambiente de preços pressionados.

A Arábia Saudita e Rússia, suspeitos usuais, estarão lá e o Brasil também.

Petrobras

O investimento em Petrobras é aderente ao cenário de médio-longo prazo para o petróleo, com deslocamento da curva para acomodar apenas *players* de baixo custo.

A companhia tem liquidez que garante margem de manobra no curto prazo. Desconsiderando qualquer desinvestimento adicional, a necessidade de acessar o mercado de crédito só ocorreria daqui a 3 ou 4 anos.

Premissas conservadoras de produção, volumes de derivados e margens de refino, apontam um *breakeven* de geração de caixa pré-amortização de dívidas, sem capex, em torno de US\$12-15 por barril.

A Petrobras, ao contrário de vários competidores, é um *player* verticalizado, o que lhe garante um mercado cativo de consumo. Em meio à atual crise, é possível que derivados sejam vendidos no Brasil com prêmio por algum período. Em primeiro lugar, porque isso é possível, dado que o risco de competição vindo da importação de derivados está reduzido, dada a escassez de capital de giro, alta

volatilidade dos preços e elevação do custo de frete, em função da forte demanda por tancagem. Em segundo lugar, uma redução muito severa dos preços dificultaria mais a vida da já fragilizada indústria de etanol, algo que possivelmente não é desejo do governo.

Os preços atuais oferecem uma oportunidade de exposição ao pré-sal, um dos melhores plays globais com escala do *upstream*. Extensos reservatórios, custos relativamente baixos e bons preços de realização. O aumento da participação dos volumes da *Cessão Onerosa* no mix de produção da companhia, com seu regime fiscal mais lucrativo, contribui para o crescimento rentável de médio prazo.

Os desinvestimentos já realizados e, em especial, a expectativa de venda das refinarias reduzirão substancialmente o risco de intervenção política na companhia. A transformação em *net* exportadora, por sua vez, também evita que situações vividas durante o Dilma Rousseff se repitam. Ainda que haja controle de preços dos derivativos, não há mais a necessidade de importar petróleo e vendê-lo com prejuízo

Quanto aos impactos cambiais, vale lembrar que a Petrobras é impactada pelo petróleo em reais. Como já dito, a desvalorização do câmbio brasileiro tende a tornar as empresas locais mais competitivas globalmente.

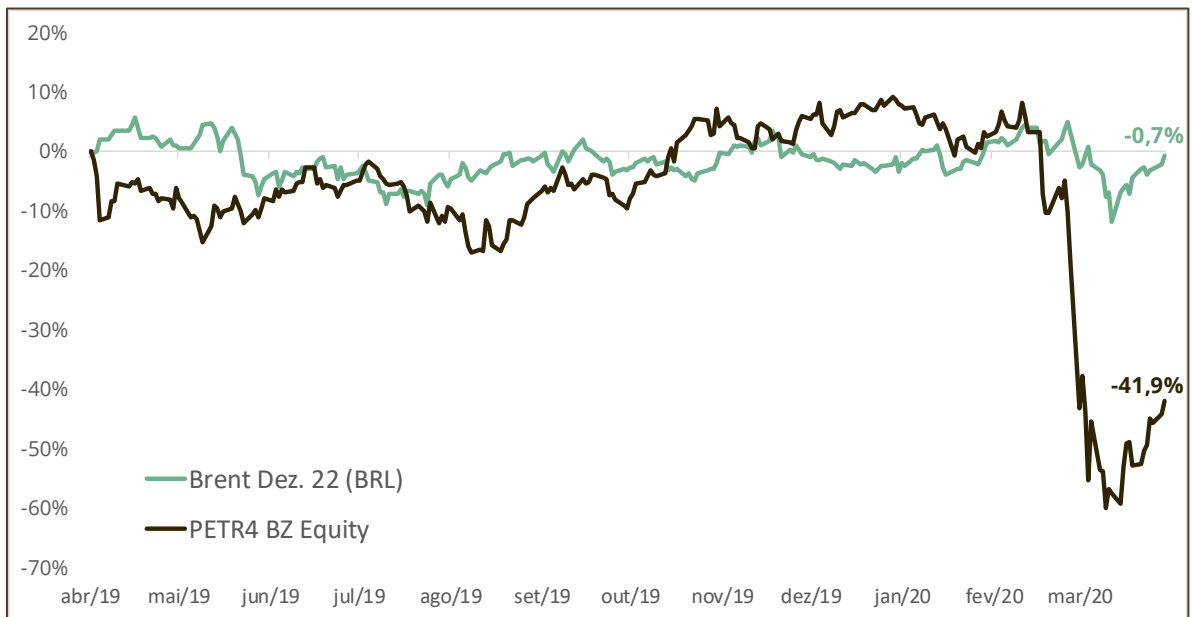


Gráfico 2: Futuro de Brent Dez. 22 em Reais x PETRA - 12m normalizado

Em termos de prazo, em função do *duration* de sua produção e reservas, o valor da companhia deveria ser mais aderente ao o petróleo de longo prazo em reais, que, ao contrário do *spot* foi bem menos impactado pela crise.

Alongando o prazo de investimento, enxergamos um retorno elevado. Diante da redução estrutural de oferta, quanto mais baixo for o petróleo de curto prazo, maior o potencial da Petrobras no longo prazo.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital