

Os fundos Vista Multiestratégia FIM e Vista Hedge FIM registraram rentabilidades de -7,2% e -2,7% em setembro de 2020, acumulando no ano rentabilidades de 14,8% e 5,8%, respectivamente.

* * *

No início do mês, encerramos a posição comprada em bolsa americana, com a expectativa de que a incerteza eleitoral nos Estados Unidos e os *valuations* já bem menos atrativos pudessem impulsionar uma correção de preços. Tal movimento de fato aconteceu, mas foi acompanhado por uma queda importante em várias classes de ativos. As perdas do mês foram concentradas nas posições de ouro, petróleo e Petrobras.

No atual momento, de acordo com as nossas regras de gerenciamento de risco, utilizamos um nível mais reduzido do limite de *stress* em ambos os fundos.

*

A nossa principal tese de investimento foi recorrente nas últimas cartas. Entendemos que o ambiente persistente de juros reais negativos e a expansão dos balanços dos bancos centrais globais requerem uma alocação estrutural em ativos reais.

A tese está refletida no portfólio *core* por meio de posições compradas em ações de companhias mineradoras de ouro (*risco ouro*), da Petrobras e em petróleo.

O desafio de encontrar *hedges* se intensifica a cada dia, conforme o mundo migra para um novo regime de volatilidade, impactado pela nova correlação negativa entre a taxa de desconto real e o crescimento de lucros.

Não enxergamos na eleição americana – importante risco de curto prazo para o comportamento dos mercados – um *driver* relevante para as atuais posições do portfólio, o que nos faz permanecer com o foco no longo prazo, apesar da volatilidade acima da média no curto prazo.

* * *

A tese otimista com o petróleo é normalmente antagonizada pela expectativa de aceleração da adoção de energia limpa ao redor do mundo, em especial após a provável vitória dos democratas nos EUA.

Não enxergamos o fracasso do movimento de energia limpa como fundamental para *performance* positiva do petróleo. Somos entusiastas do sucesso da *economia verde* e endossamos a necessidade de mudanças na condução da política ambiental.

No entanto, algumas informações ajudam a explicar como tais percepções podem coexistir.

A produção de carros elétricos americanos tem mostrado dificuldade de escalar, mesmo com todo o estímulo governamental. De acordo com o *US Office of Energy Efficiency & Renewable Energy*, a penetração de carros elétricos está parada ao redor de 2% desde 2018.

Os Estados Unidos consomem vinte e dois barris de petróleo per capita por ano, enquanto a China consome pouco mais de três. Espera-se que a convergência gradual da renda média do chinês com a observada nas economias mais ricas continue, com implicações sobre o consumo de combustíveis. Em 2020, mesmo com os impactos do COVID, a demanda chinesa foi superior à de 2019.

O que acontecerá se a estratégia de acelerar o rebalanceamento da economia chinesa na direção da demanda doméstica, objetivo explícito do governo, for bem sucedida?

A realidade da demanda ainda desafia as expectativas de uma revolução verde nos próximos anos.

Do lado da oferta, o mercado de petróleo exige investimentos elevados apenas para manter a produção nos patamares atuais.

Caso os países cumpram a ambiciosa meta de redução de carbono do Acordo de Paris, a demanda de petróleo cairá menos do que o *depletion* de produção global, em média 8% ao ano.

No *Vista Day*, em dezembro de 2019, apresentamos nossa visão sobre o futuro desafiador reservado ao *shale* americano.

Os ganhos de tecnologia estavam exauridos, as empresas queimavam caixa com o petróleo acima de USD 60/barril, o custo de capital aumentava e as melhores bacias perdiam a sua produtividade.

Considerando a capacidade ociosa da OPEC de 2,5 milhões de barris, as projeções de demanda da EIA e ausência de crescimento adicional da produção do *shale*, esperávamos falta de petróleo no mundo.

A surpresa do COVID e o choque de demanda dele resultante tornaram inócua a discussão sobre a oferta no curto prazo. No entanto, o cenário estrutural atual é mais positivo do que o vigente antes da pandemia.

Primeiro, a tática adotada pela OPEC e a Rússia nos parece apropriada. A lembrança de que o cartel pode deixar de controlar preço em um ambiente de excesso de oferta gera um efeito em cascata: altera a percepção do risco associado aos investimentos em produção; eleva o custo de capital dos projetos; e aumenta o valor de *breakeven* da produção.

Segundo, a produção americana está mais fraca que o esperado. O declínio deve se acentuar ao longo dos próximos meses com a redução na perfuração de novos poços, jogando a produção americana para mais de quatro milhões de barris abaixo do que estimávamos no final de 2019.

Por último, talvez o ponto mais importante. O novo cenário para o setor é de escassez de capital, necessidade de retornos maiores e, possivelmente, maior regulação.

Em resumo, o equilíbrio de oferta e demanda, que já nos parecia frágil no final de 2019, quando o barril era cotado a USD 60, está ainda mais complicado e sensível.

A queda da produção americana em volume superior à capacidade ociosa da OPEC combinada à recuperação da demanda para níveis de 2019 coloca o mercado novamente em déficit e faz a OPEC novamente ter um poder monopolista.

Nesse cenário, os preços devem reagir a dois pontos importantes:

i) *A partir de qual preço por barril a produção de shale é retomada?* Em 2019, as empresas queimavam caixa com petróleo a USD60 /barril. Entendemos que o mercado de capitais terá um escrutínio muito maior sobre a lucratividade do setor. Além disso, a questão geológica coloca desafios adicionais a essa volta da produção.

ii) *Qual o preço-alvo da OPEC?* Historicamente o cartel buscou colocar o nível de estoques de acordo com a média de cinco anos, o que normalmente se refletia em um preço bem acima do preço corrente. Ao alcançar esse rebalanceamento, o cartel evitava cortes mais fortes para não estimular o crescimento

do *shale*. O discurso recente da OPEC nos chamou atenção pelo objetivo de balancear o mercado no primeiro trimestre de 2021 e depois mantê-lo em déficit. Isso revela uma confiança na falta de reação do *shale* não observada nos últimos anos, o que coincide com a nossa avaliação.

A tese otimista também é em parte refletida na posição comprada em Petrobras. Com poucas mudanças nos fundamentos, o prêmio de *risco-país* e o *de-rating* das ações de empresas de petróleo ao redor do mundo tem tido mais peso no preço da ação no curto prazo.

A recente autorização do STF para a venda das refinarias é mais um degrau relevante na trajetória de redução do *risco político*. A disciplina na alocação de capital segue rígida e a companhia reafirmou que direcionará investimentos apenas a projetos resilientes, ou com baixo *breakeven*. Por fim, o aumento do *share* de exportação também colabora para reduzir os impactos de uma aventura intervencionista.

*

Salvo por Petrobras, seguimos com baixa exposição ao Brasil no nosso portfólio. A elevação recente dos prêmios torna mais complexa a busca por *hedges* na renda fixa e no mercado de câmbio, mas não estamos convencidos que os prêmios atuais são suficientes robustos vis-à-vis os riscos nos campos macroeconômico e político. Mantemos, portanto, uma posição cautelosa.

Em particular, a manutenção do teto de gastos, principal âncora fiscal dos últimos anos, tem esbarrado em várias restrições de ordem política, econômica e social.

O chamado *Auxílio Emergencial a Pessoas em Situação de Vulnerabilidade*, que tem mitigado de forma decisiva os custos sociais da pandemia ainda em curso, explicita de forma clara tais restrições. O programa, que pecou pelo excesso de abrangência e pelo custo extremamente alto em um país já bastante endividado, tem sido fundamental para o aumento de popularidade do atual governo, que busca transformá-lo em um projeto de transferência de renda permanente. Apesar de reconhecermos a relevância de termos programas de renda mais abrangentes em um país tão desigual, entendemos que a fragilidade do quadro fiscal não nos dá espaço para acomodar tais despesas sem uma revisão estrutural dos gastos de natureza obrigatória.

Ademais, um término abrupto do Auxílio Emergencial pode ter efeitos bastante negativos sobre a popularidade do governo e trazer fantasmas

eleitorais que nos remetam, por exemplo, ao que aconteceu recentemente nas eleições da Argentina. Se o mercado, como costumeiramente faz, descontar de forma relevante esse risco, os graus de liberdade da política econômica ficarão cada vez mais escassos.

A resolução dessa equação política e fiscal não é trivial e exige uma capacidade política e negocial de todos os agentes envolvidos, o que não temos visto de forma clara em Brasília.

* * *

Quanto à posição comprada em companhias mineradoras de ouro (*risco ouro*), o risco que observamos é a ocorrência de inflação em níveis bastante acima do esperado. Nesse caso, os bancos centrais seriam obrigados a subir de forma relevante as taxas de juros reais.

Historicamente, o petróleo foi um *hedge* contra surtos inflacionários. O inverso também nos parece verdadeiro. Uma queda adicional do petróleo provavelmente abriria espaço para os bancos centrais serem ainda mais expansionistas, com efeitos potencialmente positivos para o preço do ouro.

No final do dia, temos visões otimistas sobre as duas posições que também podem funcionar como um *hedge* entre si. Ao longo de 2020, os desempenhos bastante díspares do petróleo e do ouro são consistentes com essa tese, ainda que a correlação das duas *commodities* tenha sido positiva na correção dos mercados ocorrida em setembro.

Para expressar essa visão, acreditamos que o melhor veículo de investimento é a exposição em mineradoras de ouro, com *free cash flow yield* entre 13 e 20%, e na Petrobras, com *free cash flow yield* acima de 20%.

Tais estimativas assumem os atuais níveis de preços; naturalmente, se os preços do ouro e do petróleo subirem, a assimetria que enxergamos nesses investimentos ficará ainda mais evidente.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital