

O Vista Hedge e o Vista Multiestratégia registraram rentabilidades de 3,87% e 11,78% no mês de fevereiro, respectivamente. Em 2021, os fundos acumulam rentabilidades de 2,55% e 7,56%.

Esse mês, os fundos incorreram em perdas relevantes com o investimento em Petrobras. As demais linhas trouxeram resultados positivos, com destaque para os resultados em *commodities*, ações internacionais e renda fixa local e internacional.

Discutida recorrentemente nesse fórum, a alocação em Petrobras é uma posição relevante dos fundos e parte da alocação de risco ao tema petróleo. Nossa tese passa pelo entendimento de que os ativos da empresa são subvalorizados, apesar do ceticismo com a suposta orientação liberal do atual governo desde o seu início.

O pré-sal brasileiro, junto com os poços em terra no Oriente Médio, se consolida como o *play* mais prolífico do mundo. O poço 7-BUZ-10-RJS, situado no campo de Búzios, produziu incríveis setenta mil barris ao dia no final de 2020 e alcançou um novo recorde na indústria. À título de comparação, um poço normal de *shale* produz de quinhentos a setecentos barris ao dia.

A produção no pré-sal avança e representa agora 70% do volume de petróleo produzido pela empresa contra 30% no início de 2016. Apenas os campos de Tupi e Búzios são responsáveis por mais de metade desse total.

Com alta vazão por poço, elevada qualidade de óleo e, consequentemente, *breakevens* baixíssimos, a continuação do desenvolvimento do campo de Búzios – que, apesar de já relevante, tem apenas quatro dos doze módulos esperados nessa década – agregará ainda mais valor à companhia.

Evidenciando a sua competitividade e a qualidade dos seus ativos, a Petrobras apresentou resultados robustos no desafiador ano de 2020. Apesar da derrocada dos preços da *commodity*, a empresa gerou US\$ 20 bilhões com suas operações¹ e reduziu a dívida líquida em quase US\$16 bilhões, passando de US\$ 79 bilhões para US\$ 63 bilhões entre o fechamento de 2019 e 2020.

A relevante mudança na qualidade dos seus ativos e a redução considerável de dívida não são as únicas diferenças para a Petrobras de 2015/16. Os desmandos de políticos na empresa geraram efeitos internos e externos. De um lado, a nova lei das estatais criou fortes amarras jurídicas para os controladores. De outro, um novo estatuto social impôs obstáculos à execução de políticas públicas através do resultado da Petrobras. Também não devem ser subestimados os efeitos políticos de minar a maior empresa do país, uma das importantes marcas negativas do governo Dilma.

Em termos operacionais, a condição de importadora líquida da companhia foi revertida desde o episódio de intervenção na metade da última década. A situação atual de exportadora líquida faz com que o resultado da

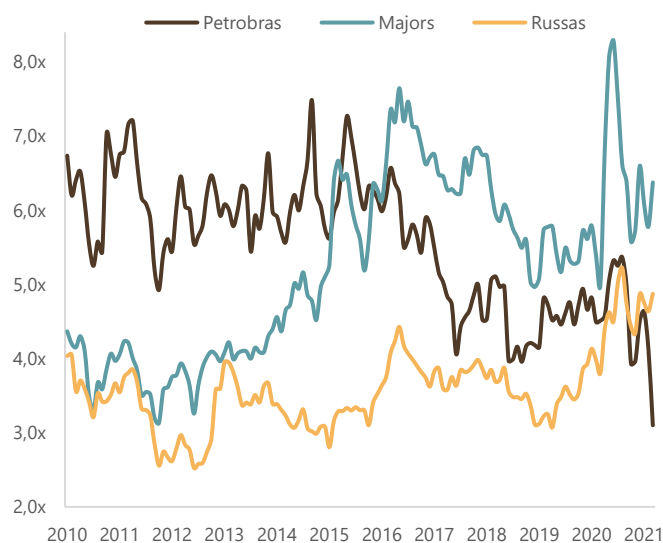
¹ recursos gerados pelas atividades operacionais menos juros e *leasing*

empresa continue se beneficiando da alta do preço do petróleo, mesmo no cenário em que se pratique subsídios. Ou seja, ainda que os novos gestores resolvam enfrentar os riscos jurídicos de congelar o preço de derivados por tempo indeterminado, o resultado da empresa ainda estará exposto positivamente ao aumento do preço do petróleo.

A evolução dos ativos, a melhoria de perfil de dívida, os efeitos da Lava-Jato e o fortalecimento da governança tornam a Petrobras mais resiliente a aventuras heterodoxas, ainda que não imune.

Essa melhora significativa da empresa não se traduziu em valorização da ação. Após a correção gerada pela materialização do conhecido risco de governança, o *valuation* atual embute um desconto para o *valuation* da Petrobras observado durante os piores momentos do governo petista e para o *valuation* até mesmo de petroleiras russas. Nos patamares da *commodity* e do câmbio atual, assumindo que o *equity* não se valoriza e que a empresa não distribui dividendos adicionais, o múltiplo EV/EBITDA da companhia rumaria em direção a 2 vezes no final de 2022, com patamar de alavancagem razoavelmente confortável. Nos piores momentos de tensão geopolítica, as empresas petroleiras russas², de qualidade inferior, chegaram a negociar a 2,3x.

EV/EBITDA
(EBITDA 12 meses forward)



Essa condição rara nos parece embutir boa parte do risco percebido pelo mercado de potenciais intervenções governamentais na companhia. Qualquer mudança sequencial no valor da empresa não deveria acontecer mais por compressão de múltiplo, mas sim por efetiva queda de resultado.

Enxergamos hoje quatro cenários para a condução do atual impasse no preço doméstico dos combustíveis: **(i)** manutenção da atual política de alinhamento com o preço de paridade de importação, através do uso de fundo de estabilização ou alguma forma de incentivo fiscal, que se submete ao aumento de arrecadação de alguma outra fonte; **(ii)** aumento do espaçamento e da quantidade de reajustes para diminuir o desgaste político da adesão ao preço internacional; **(iii)** fixação do preço do diesel, mesmo que o preço da *commodity* em

² Majors: ExxonMobil, Chevron, Royal Dutch Shell, Total e BP
Russas: Lukoil, Gazprom e Rosneft

reais continue avançando; ou (iv) redução efetiva no preço do diesel.

Em que pese a falta de clareza sobre caminho escolhido, entendemos que apenas o último cenário seria efetivamente negativo para a geração de caixa operacional da empresa no médio prazo. Soluções que envolvem a expansão do parque de refino brasileiro não aliviam a perturbação da atual crise, dado que tal capacidade apenas seria entregue no meio do mandato do próximo presidente.

Ainda que não seja um cenário extremo frente aos acontecimentos recentes, não nos parece que o resto dos ativos do país negocie nessa linha. Interferências efetivas precisam de um caminho regimental longo, passando por indicações de conselheiros, novos diretores e presidente dispostos a correr “no CPF” o risco jurídico de enfrentar o novo estatuto e a Lei das Estatais, ou de submeter pedido público para a alteração de tais dispositivos. Qualquer troca de marcha nessa direção, que poderia passar pela revogação legal do aparato institucional, deverá ter efeitos ainda mais devastadores sobre a já frágil percepção de risco do país.

Teríamos também problemas práticos do controle de preços de combustíveis, como um possível desabastecimento pela incapacidade pontual da Petrobras de refinar o necessário, contrabandos ou até exportações oficiais a outros países que vendem combustíveis em linha com os preços internacionais.

Vale lembrar que o ICMS sobre combustíveis e os *royalties* são uma importante fonte de arrecadação de

alguns estados. Além disso, o setor de petróleo é um dos poucos em que somos competitivos internacionalmente. Uma derrocada da Petrobras, maior pagadora de impostos do país, teria repercussões fiscais e econômicas muito importantes.

Apesar da decepção com a ingerência da União na excelente gestão da empresa e da frustração por não monetizarmos nossa tese otimista com o preço do petróleo, os fundos mantêm a visão de longo prazo sobre o valor da empresa e seguem com posição inalterada.

Boa parte dos *hedges* que ajudaram ao longo do mês se mantêm presentes, especialmente nesse cenário onde identificamos distorções de valor relativo entre ativos. O risco de intervenção estatal na empresa é conhecido e precificado, ao contrário de uma guinada populista mais generalizada pelo governo.

* * *

Na última carta, comentamos que existia uma potencial janela de otimismo com a agenda capitaneada por Arthur Lira. Entendíamos também que era possível um cenário onde a combinação de juros reais baixos e câmbio desvalorizado produziria um crescimento acima do esperado.

Esses dois desenvolvimentos, somados ao desenrolar do processo de vacinação e da velocidade de transmissão do vírus, nos faziam utilizar mais risco nos mercados internacionais e observar o desenrolar dos fatos.

Desde então, a agenda de reformas no Congresso não nos parece promissora, apesar da aprovação recente da PEC Emergencial no Senado. A piora do Covid gera um senso de prioridade para mais gastos públicos e a vacinação ainda engatinha, razões pelas quais não descartamos a decretação de um estado de calamidade nos próximos meses. A janela começa a se fechar, principalmente quando a nossa lupa vai mirando as eleições de 2022.

Entre 2016 e 2019, os fundos mantiveram posição em Argentina e acompanhamos de perto o desenrolar dos ciclos político e econômico. O filme brasileiro atual nos preocupa por ter alguma semelhança com o drama argentino.

O governo Macri adiou reformas para a segunda metade do seu mandato esperando o controle do Congresso. Choques externos e erros na condução da política econômica jogaram os mercados em crise em um momento temporal parecido com o nosso.

Sob a benção do pacote do FMI, o governo argentino recorreu em grande parte ao caminho ortodoxo. Subiu juros de forma relevante, apertou a política fiscal e acelerou algumas reformas, o que teve um custo político relevante sobre sua popularidade. Isto, por sua vez, aumentou a expectativa de populismo na eleição seguinte e acelerou a piora dos ativos, alimentando um círculo vicioso.

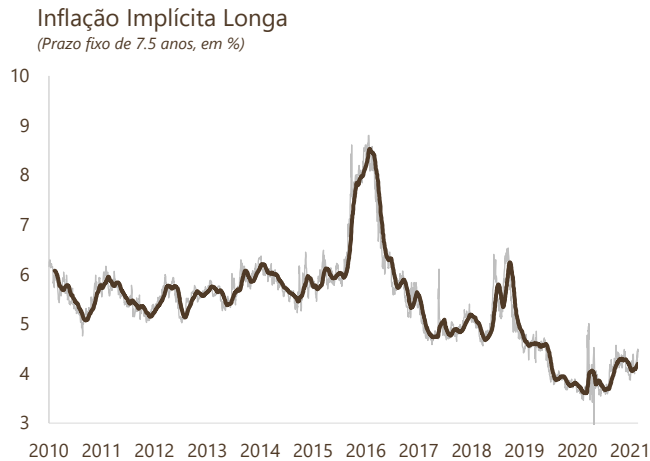
Temos nos perguntado se o Brasil pode ir para um caminho parecido. O excesso de estímulos de 2020 e o erro na condução microeconômica da crise, pontos

discutidos em cartas anteriores, cobram o seu preço. Isto é bastante evidente na alta da inflação e no aumento do prêmio de risco-país. *Como conciliar a necessidade de ajustes na política econômica com o ciclo político que se avizinha? Como vamos ter segurança nos marcos institucionais e no arcabouço da política econômica após 2022, se nem mesmo o atual governo mostra convicção sobre qual caminho seguir?*

Mais ainda, é improvável que o capital estrangeiro se entusiasme com uma tímida agenda de reformas e com promessas de privatizações. Afinal, o Brasil não consegue oferecer crescimento, segurança política e o mínimo de alinhamento com pautas internacionais relativamente consensuais. Somos um país com enorme custo para produzir e importar, continuamos presos na armadilha dos subsídios que prolongam ineficiências, não avançamos na corrida tecnológica e as nossas políticas públicas nos setores de educação e saúde tem sido desastrosas. *Onde receberemos investimentos internacionais? No setor de petróleo?*

Além do debate que temos sobre a baixa inserção da economia brasileira na nova função de produção global, também temos nos perguntado se não há uma ênfase excessiva dos mercados ao nosso risco fiscal. *Por que não discutimos a nossa persistente baixa produtividade e o limitado grau de abertura da nossa economia?* Ainda que as respostas não sejam claras, os atuais níveis de inflação implícita de prazo mais longo não nos parecem

embutir uma maior preocupação, tanto sob a ótica do risco fiscal como do controle de preços.



Uma pergunta importante é em que medida podemos revisitar o cenário de 2002, onde os agentes econômicos, percebendo a fragilidade inicial dos fundamentos e o risco político, promovem uma fuga da moeda local e desencadeiam uma crise financeira. As dúvidas sobre a lisura das eleições, como um *replay* tupiniquim do que aconteceu nos EUA, podem ser um combustível adicional para esse combo de incertezas. Lembramos que, ao contrário de vários outros países emergentes, a poupança doméstica em reais é enorme³, depois de tantos anos de juros reais positivos. *Com qual percentual do seu patrimônio em reais os agentes observarão uma eleição tão incerta?*

Dentre os resultados potencialmente positivos para os mercados, enxergamos dois cenários possíveis: *(i)* o governo atual consegue reverter a forte perda de credibilidade com a intervenção na Petrobras,

recuperando a confiança na agenda de reformas e na sua reeleição; e *(ii)* uma terceira via política mostra-se eleitoralmente viável.

Apesar da distância para se discutir o segundo cenário, caso o primeiro não se materialize, a janela continuará se fechando e a popularidade em baixa incomodará o mercado e, acima de tudo, o próprio Presidente da República.

* * *

Por último, cabe destacar brevemente que seguimos confortáveis com o nosso cenário externo. Na carta anterior, destacamos tanto o progresso das vacinações, bastante evidente nos EUA e na Inglaterra, quanto os avanços políticos em torno do ambicioso plano fiscal do Governo Biden, temas que se consolidaram nas últimas semanas.

A reprecificação recente da curva de juros nos EUA respondeu em boa parte ao entendimento de que teremos combustíveis cíclicos muito poderosos para a economia americana. Mais adiante, o plano de infraestrutura, cujo financiamento e montante ainda estão em aberto, será um tema relevante para os mercados e que deve adicionar ainda impulsos para a atividade econômica a partir de 2022.

Ainda acreditamos que o mercado subestima o comprometimento do FED com o novo framework de política monetária. Ou seja, não acreditamos em altas de juros antes de termos, simultaneamente, condições

³ nos últimos 15 anos, a razão M4/PIB saiu de 60% para 113%

muito claras de sobreaquecimento do mercado de trabalho e inflação realizada e projetada confortavelmente acima de 2%.

No lado do petróleo, a evolução da vacinação continua a trazer notícias positivas para a demanda. Do lado da oferta, a inação da produção de *shale* diante dos 60 dólares “mágicos” do mercado nos deixa confortáveis com nossa tese. Recentemente, a Arábia Saudita manteve os cortes de produção reforçando sua intenção de retomar o papel de *monopolista* desse mercado, o que tem efeitos relevantes sobre os preços.

Pretendemos nos estender nesses pontos nas próximas comunicações. A exposição dos fundos continua concentrada em *commodities* e ações, pelos motivos discutidos seguidamente ao longo de 2020 e 2021. Além disso, há uma posição vendida em moedas de emergentes e a manutenção de *hedges* na renda fixa local.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital