

CARTA TRIMESTRAL

Outubro de 2016

O terceiro trimestre de 2016 foi marcado pela tão esperada votação do impeachment no Senado. No dia 31 de agosto de 2016, com 61 votos a favor, a presidente Dilma Rousseff foi afastada definitivamente da Presidência da República. Assim, Michel Temer assumiu em definitivo e juntamente com sua equipe econômica e o Congresso pôde começar as tratativas para a implantação de uma agenda de reformas para o país.

Reformas como a PEC dos gastos, da Previdência, Fiscal e Trabalhista são essenciais para que o país recupere sua credibilidade, diminua os juros sustentavelmente e atraia novos investimentos – fatores essenciais para voltarmos a uma rota de crescimento. Esses próximos meses serão cruciais para avaliarmos o poder de fogo dessa nova coalizão governamental e quão responsáveis e compreensíveis serão os nossos deputados e senadores por esta agenda. A monitorar.

Além disso, outro aspecto macroeconômico que continua influenciando as bolsas de valores é a política de juros zero (ou negativos, em alguns casos) que muitos países desenvolvidos têm adotado. Hoje há uma enormidade de dinheiro - nunca vista na história - circulando pelo mundo em busca de ativos com mais *rentabilidade* (“*search for yield*”). Isso ajudou a inflar o preço de muitas bolsas mundo a fora – inclusive a brasileira. A pergunta que fica é: até quando isso vai durar? E qual seria o efeito de uma normalização da política de juros no mundo? O fato é que esse fenômeno dos juros negativos foi muito pouco explorado na literatura econômica (porque é inédito, nessa intensidade), portanto podemos dizer que o mundo está navegando em águas pouco testadas.

Outros assuntos que rondam o mercado são, principalmente, (i) uma potencial nova crise financeira na Europa (problemas com o maior banco alemão, o *Deutsche Bank*, começam a surgir no radar) e (ii) questionamentos sobre a saúde da economia chinesa: conseguirá ela se manter o motor de crescimento do mundo? Há ou não uma bolha de crédito no país?

Mas por que esses assuntos macroeconômicos acabam entrando em nossa pauta de preocupações, já que somos investidores fundamentalistas de empresas?

Isso acontece porque eles acabam influenciando os preços dos ativos na Bolsa e o fato é que temos nenhum controle sobre estas variáveis. O nosso trabalho é identificar os sinais dentro do ruído, ou seja, verificar se esses temas macroeconômicos (juntamente com uma infinidade de temas microeconômicos) são fontes temporárias de volatilidade ou se são fontes de alterações permanentes no valor intrínseco dos negócios que investimos e acompanhamos. Assim, testamos constantemente nossas premissas, monitoramos os riscos e as virtudes de nossas investidas, comparamos seus preços de mercado com seu valor intrínseco e, com isso, buscamos uma alocação de portfólio com o melhor risco-retorno possível.

Nosso objetivo é gerar riqueza ao longo do tempo acima do custo de oportunidade de nossos cotistas. Então, olhamos sim para o que temos a ganhar em nossos investimentos, mas também temos que nos preocupar com o que podemos perder. Esse equilíbrio é, em nossa visão, a melhor forma para sermos bem-sucedidos na realização do nosso objetivo.

TEOREMA FIA

Na maior parte do portfólio do FIA, temos buscado empresas das quais gostaríamos de ser sócios em qualquer cenário, seja ele de bom ou mau humor com mercados emergentes – e especialmente com Brasil. Ou seja, as teses de investimento nessas empresas podem se concretizar (em maior ou menor grau) independentemente do humor dos investidores com as bolsas mundiais.

Dito isso, nossa carteira continua ancorada em dois grandes negócios brasileiros (Itaú e BM&F Bovespa, que somam 36%) e em dois grandes negócios globais (Berkshire Hathaway e Johnson & Johnson), que somam 9%. Outros 25% do fundo estão alocados em empresas que julgamos baratas, e por estarem passando por alguma dificuldade conjuntural, nos deram oportunidade de montarmos posição (são elas Guararapes, Gafisa, Valid e T4F). O restante do portfólio, cerca de 13%, está alocado em empresas em que estamos iniciando o processo de investimento (BRF e Energisa) e naquelas em que a tese de investimento já aconteceu em boa parte (e por isso diminuimos consideravelmente seu tamanho no fundo), mas que ainda julgamos interessante as carregarmos por serem negócios de qualidade. São elas Fleury, CCR e M Dias Branco.

TEOREMA FIEX

No FIEX, a grande novidade no trimestre foi que aumentamos nossa exposição a *bonds* de empresas brasileiras (títulos de dívidas emitidos no exterior). O racional por trás destes investimentos foi o de manter alocação remunerada em USD, com prazos razoavelmente curtos (vencimentos abaixo de 4 anos), em títulos de empresas sólidas e/ou com baixos riscos (Itaú, Bradesco, Caixa Econômica Federal e BM&F Bovespa) e que na esteira da crise brasileira passaram a ser negociados com descontos atrativos. Também vai ao encontro da ideia de proteção de capital dos nossos cotistas, dada nossa percepção de que as bolsas norte-americanas e europeias estão relativamente caras. Deslocamos parte da nossa exposição de bolsa e do caixa para esses títulos. Hoje eles representam algo como 30% do portfólio.

O restante da carteira segue alocado em grandes negócios globais, como a Berkshire Hathaway (20%), Citi (12%), Johnson & Johnson (12%) e Nestlé (7%). Por fim, ainda temos uma posição relevante em S&P 500 (19%).

TEOREMA GAFISA

A notícia que fez a ação de Gafisa desempenhar bem no trimestre (alta de 21,5% versus 13,3% do Ibovespa) foi que a companhia contratou o banco de investimentos Rothschild & Co para avaliar as opções estratégicas disponíveis para o grupo. O mercado entendeu o recado: o processo de separação de Tenda está avançando.

Dentre as opções citadas no Fato Relevante de 16/Ago/16 estão desde uma oferta pública de ações (IPO) da Tenda, um eventual *spin-off*¹ a até a venda de participação a um investidor estratégico.

Já argumentamos aqui que achamos que um *spin-off* destravaria valor para os acionistas de Gafisa. Tenda e Gafisa, analisadas separadamente, devem valer mais do que juntas, como estão hoje.

Acreditamos que o mercado em geral coloca Tenda e Gafisa num mesmo saco e, assim, não dá o devido valor à Tenda (isso vale também para a participação que Gafisa tem em Alphaville). Uma vez separadas, o mercado deve precificar melhor as duas companhias.

¹*Spin-off* é a criação de uma empresa independente através da venda ou distribuição de ações que uma empresa mãe tem em uma subsidiária. No caso, a Gafisa tem 100% das ações de emissão da Tenda e distribuiria até 100% de suas ações para os acionistas atuais de Gafisa. O intuito é que a entidade que será “spun-off” seria melhor avaliada pelo mercado como uma empresa independente, assim destravando valor para os acionistas atuais de Gafisa.

TEOREMA ITAÚ

A ação do Itaú foi outro investimento de bom desempenho no trimestre (alta de 18,7% contra 13,3% do Ibovespa). Fatores macroeconômicos como o *impeachment*, maior confiança de que o Governo conseguirá passar uma agenda de reformas no Congresso e inflação desacelerando (o que abre possibilidade para uma queda nos juros no curto prazo) foram alguns dos fatores que ajudaram a ação.

Porém também houve fatores mais específicos da indústria. A divulgação dos dados do Banco Central de Ago/16 sobre o sistema financeiro mostrou que a inadimplência do sistema está desacelerando. Inadimplência mais controlada pode indicar que estamos nos aproximando de uma reversão de tendência nos resultados do banco e de que o pior pode já ter ficado para trás.

Porém, independentemente do que está para ocorrer com a inadimplência (acreditamos que ela ainda subirá mais um pouco), sempre achamos que o risco-retorno de investir no banco valia pena.

Em um dos anos da pior recessão que o Brasil já viveu (queda de 3,5% do PIB), com inadimplência aumentando e carteira de crédito diminuindo, o banco conseguirá entregar um retorno sobre patrimônio (ROE) da ordem de 18%, nível muito saudável dadas as circunstâncias vividas. Num ano de inadimplência mais controlada e carteira de crédito crescente, acreditamos que o banco voltará a apresentar ROE superior a 20%.

Mais recentemente, o mercado passou a aceitar esta nossa tese de que o risco-retorno do investimento no Banco continua atrativo e reprecificou a ação. Ela (ITUB4), que chegou a ser negociada a 1,3x Patrimônio Líquido em Jan/16, agora está acima de 2,0x, já bem mais próxima de sua mediana histórica de 2,2x.

Mais uma vez agradecemos a confiança depositada e nos colocamos inteiramente a disposição para discutir qualquer assunto dessa carta ou outro de seu interesse.