

CARTA TRIMESTRAL

Janeiro de 2017

Ainda que a atividade econômica em 2016 tenha sido desanimadora, enxergamos esse como um dos anos mais importantes da nossa história recente. Além dos eventos políticos (e policiais...) emblemáticos, consideramos 2016 como o ano do primeiro passo rumo a uma mudança estrutural de mentalidade na sociedade brasileira. De uma sociedade que estava beirando o descontrole financeiro absoluto para uma sociedade que, em apenas uma tacada, a chamada PEC do Teto dos Gastos, será obrigada, enfim, a discutir e rediscutir todo ano as prioridades na alocação dos recursos da União. Um avanço e tanto de mentalidade! É isso que essa PEC faz na prática. Coisa que não vinha sendo feita desde a homologação da Constituição de 1988. Afinal de contas, se todos nós mortais temos que fazer isso todo mês com as nossas contas pessoais, porque o Governo não teria que fazer o mesmo? Embora essa mudança leve tempo para surtir efeitos tangíveis, o ganho intangível de mentalidade veio para ficar; e deve gerar impactos profundos ao longo do tempo. Esse é só um exemplo dessa mudança.

Olhando pra frente, estamos mais animados agora, embora reconheçamos que há muito a ser feito ainda. Em resumo, o que foi feito nesses primeiros meses de novo Governo foi derivado do diagnóstico de que a crise é de origem fiscal e, portanto, viria do descontrole das contas públicas. Com esse diagnóstico em mente, foca-se então todos os esforços na aprovação de medidas para tratar esse problema. Mas são medidas que impactam nossas vidas somente no médio e longo prazo, como a PEC do Teto dos Gastos e o início da discussão sobre a tão necessária Reforma da Previdência. Estão certos em priorizar esse tema, até porque janelas de oportunidade para aprovarem projetos estruturantes são raras. Porém, como escrevemos em cartas anteriores, essa crise é de alta complexidade porque é composta de “várias crises”. A fiscal é somente uma delas.

Com um pouco de atraso, as autoridades estão começando a incorporar ao seu cenário base o diagnóstico de que estamos passando também por uma “crise de balanço” (balance sheet recession). Estamos falando de uma crise de balanço pelo fato de todos os participantes da economia (governos, empresas e famílias) estarem muito mais endividados que no passado. E o que acontece em crises de balanço é que o instinto de sobrevivência das pessoas é ativado, forçando-as a focar exclusivamente em diminuir suas dívidas, que são especialmente onerosas no Brasil. Investir e crescer passam a ser assuntos secundários. Esse tipo de crise é de difícil e demorada resolução.

Nesse ambiente de grave recessão econômica, crise política, alto endividamento dos participantes, custo altíssimo (possivelmente o mais alto do mundo) do dinheiro e baixa perspectiva de crescimento, o risco maior é o de se criar uma espiral que se retroalimenta, diminuindo ainda mais o crescimento potencial da economia brasileira. Essa talvez seja a principal razão pela qual a recuperação da economia está mais lenta do que muitos imaginavam.

Portanto, se a economia não reagir ao que o Governo está fazendo e não mostrar sinais vigorosos de recuperação em breve, aumentarão as pressões para a criação de algum incentivo ao crescimento do PIB no curto prazo. Esse será um grande teste para o presidente e sua equipe. Não cair em armadilhas populistas ao mesmo tempo em que precisa reanimar o motor do crescimento econômico o mais rápido possível.

Com o recente alívio da inflação e a ainda fraca atividade econômica, espera-se uma queda vertiginosa dos juros básicos (Selic) para 2017. Isso será um importante impulso para a retomada do crescimento. Precisamos, porém, de mais que isso.

Acreditamos que as autoridades em Brasília estão finalmente migrando para o diagnóstico correto da situação, o que diminui o risco de estarmos discutindo o remédio errado para a crise. Com isso, aumentam as chances de termos boas notícias nos próximos meses.

TEOREMA FIA

Com a visão descrita acima, voltamos a aumentar a alocação nos casos que mais gostamos. Empresas vencedoras, líderes em seus segmentos, com gestão competente e alinhada e majoritariamente com baixa ou inexistente alavancagem financeira.

No 4T16, o Ibovespa subiu 3,2%, completando uma alta de 38,9% em 2016. Essa alta foi bastante influenciada por forte valorização das ações de empresas menos previsíveis e/ou estatais, como Vale (+53% no trimestre e +132% no ano), Banco do Brasil (+24% no trimestre e +99% no ano) e Petrobras (+10% no trimestre e +122% no ano). O Teorema FIA caiu 2,1% no 4T16 e encerrou o ano subindo 28%. Estamos satisfeitos com esse desempenho frente aos riscos que enxergávamos ao longo do ano. É simples analisar o desempenho de qualquer fundo, basta olhar a cota. É muito complexo mensurar o risco incorrido.

Conforme antecipamos na carta do 1T16, fizemos mudanças importantes no portfolio ao longo de 2016, optando, em sua maioria, por empresas das quais gostaríamos de ser sócios em qualquer cenário econômico. Além da escolha de companhias com risco empresarial menor, também optamos por manter uma posição dolarizada importante (8-10% do fundo) em Berkshire Hathaway e Johnson&Johnson, uma vez que ainda enxergamos alguns “riscos de cauda” na economia brasileira. Também optamos por manter uma posição relativamente mais alta em caixa por boa parte do ano, que rendeu por volta de 14%. Ex-post, é possível observar que teria sido melhor não ser tão conservador ao manter essas posições (caixa e ações dolarizadas), mas o fato é que nunca temos certeza dos rumos dos mercados. Principalmente no curto prazo. Ter uma parte da carteira “protegida” em momentos de incerteza nos permite ser mais frios e independentes para julgar os acontecimentos. Segue trecho da carta do 1T16, que trata do assunto:

“Com essa abordagem, devemos esperar que em anos bons da Bolsa tenhamos um desempenho equivalente ou menor ao do índice, porém em anos ruins a expectativa é de que nosso desempenho seja melhor que o do índice.”

Um pedaço dessa equação aconteceu conforme antecipamos. Mas, para que a estratégia seja vencedora no longo prazo, precisamos manter a disciplina de alocação para que em anos ruins a queda seja muito limitada. Ou melhor, inexistente. Executando essa estratégia, aumentamos a probabilidade de entregarmos retornos excelentes no médio e longo prazo.

Fizemos alguns pequenos ajustes de portfolio ao longo do 4T16. As principais posições continuam sendo Itaú Unibanco, BM&F Bovespa, as duas posições dolarizadas somadas (Berkshire Hathaway e Johnson&Johnson), seguidas de Guararapes (GUAR3) e Cetip (CTIP3), uma posição mais recente – adjacente à BM&F Bovespa, mas trata-se de uma arbitragem. Destaques:

- **BM&F Bovespa (BVMF3):** parece que os astros finalmente se alinharam para a companhia. Com a conclusão da aquisição da Cetip para acontecer no 1T17 e com uma perspectiva de atividade de mercado de capitais crescente nos próximos anos, existe uma chance alta de vermos a nova companhia negociando a múltiplos mais altos, mais em linha com os peers globais e com a própria Cetip. Com esse cenário, e mesmo após BVMF3 ter dobrado de valor desde que montamos a posição, os retornos esperados ainda são muito interessantes.
- **Cetip (CTIP3):** já que seríamos acionistas da companhia uma vez que BVMF3 a incorpore aproveitamos para comprar um pouco de CTIP3 antes da conclusão da fusão, pois existe uma arbitragem temporal que embute potencialmente até 200% do CDI de retorno até a conclusão da transação. Foi uma maneira que encontramos de “turbinar” nosso caixa num ativo que conhecemos.
- **Energisa (ENGI11):** trata-se de um caso novo para a casa. Energisa (antiga Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina) está na bolsa desde 1907 (3ª sociedade anônima a obter registro na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro), mas que ganhou somente em meados do 2S16 um pouco mais de liquidez graças a uma oferta primária de ações conduzida para ajudar a financiar a aquisição dos ativos de distribuição de energia do antigo Grupo Rede, em recuperação judicial. Hoje a Energisa atende 6,4 milhões de clientes espalhados por 788 municípios em nove estados brasileiros, por meio de 13 distribuidoras de energia. Trata-se de uma tese de investimentos interessante que mescla turn-around, crescimento, possibilidade de reinvestimento a taxas interessantes num ambiente regulatório muito mais atraente ao capital privado.

TEOREMA FLEX

No FLEX, nossa postura foi de nos manter menos alocados ao longo do ano, uma vez que temos defendido que os valuations estão mais caros que o normal no mercado americano.

O principal evento desse trimestre foi, naturalmente, a eleição de Donald Trump para a presidência dos EUA, que chacoalhou os mercados mundo afora, apesar de, curiosamente, o efeito negativo gerado acontecer somente fora dos EUA. Lá, o mercado financeiro interpretou o resultado das eleições com otimismo para a economia interna, já que seus planos são de baixar impostos para empresas e incentivar o investimento em infraestrutura, gerando assim mais atividade econômica. Essa expectativa fortaleceu o dólar e impulsionou as bolsas americanas. No 4T16, o índice S&P 500 subiu 3,7%, fechando o ano com alta de 8,2% em dólar. O Teorema FLEX, em dólar, subiu 5,1% no 4T16 e 7,8% em 2016. Já em R\$, o fundo subiu 5,14% no 4T16, mas fechou o ano caindo 12,0% por conta da valorização de 16,5% (R\$ 3,90 para R\$ 3,26) que o R\$ teve frente ao dólar ao longo do ano.

Com mudanças importantes nos preços dos ativos ao longo do 4T16, fizemos algumas alterações no portfólio:

- **Berkshire Hathaway (BRK/B):** teve um ano excepcional no mercado de ações, subindo surpreendentes 21,6% (alto retorno para uma empresa desse porte). Só no 4T16, foi 12,9% de alta, quase toda depois do evento Trump. Aproveitamos essa alta para diminuir um pouco a posição. Continuamos gostando muito do caso; somente colocamos um pouco do lucro no bolso na espera de preços melhores para aumentar a posição novamente.
- **Citi (C):** o setor financeiro foi um dos mais beneficiados com a eleição do Trump. Com os prospectos de inflação maior por conta de maior atividade econômica, os juros subiram consideravelmente desde o resultado da eleição, reprecificando os principais bancos americanos. Citi não foi diferente. No 4T16, Citi subiu 26,1% e, no ano, 13,1%. Optamos por manter a posição, já que ainda enxergamos um potencial de valorização importante para o banco, que continua negociado a múltiplos muito baixos.
- **Johnson&Johnson (JNJ):** teve um comportamento um pouco diferente. Embora em 2016 a ação tenha subido 14,2%, no 4T16 JNJ caiu 1,6%. Depois de alcançar os \$123/ação, JNJ cedeu e negociou perto dos \$110/ação. Nesse caso, aproveitamos essa fraqueza no preço da ação para aumentar a posição. Tínhamos diminuído JNJ ao longo do 3T16, aproveitando essa forte alta que a ação teve nesse período.
- **Nestlé (NSRGY):** nossa posição inicial foi de 5%. No ano, Nestlé teve um desempenho negativo de -2,6%, mas só no 4T16 a ação caiu 9,6%. A principal razão foi o efeito Trump, que impulsionou as bolsas americanas e fortaleceu o USD, enquanto que bolsas mundiais e demais moedas caíram bem com o evento. Acreditamos que esse fato tem pouco impacto no longo prazo para a

Nestlé, que é uma empresa global com alta capacidade de absorção de mudanças macroeconômicas e repasse de preços. Isso nos motivou a aumentar a nossa posição no caso. Temos agora por volta de 8% do fundo em NSRGY.

- **Disney (DIS):** decidimos voltar a investir na empresa. Depois de uma alta muito forte ao longo dos últimos anos, Disney sofreu uma queda importante entre 2015 e 2016 – caindo mais de 20% das máximas. Como acompanhamos o caso há um bom tempo e a enxergamos como uma das melhores empresas de mídia, conteúdo e entretenimento do mundo, analisamos bem os motivos para a queda (ESPN, possíveis aquisições, Shanghai Resort) e achamos que se tratava de uma questão conjuntural, e não estrutural, motivando assim nossa volta às compras.

TEOREMA GAFISA

No 4T16, a ação da Gafisa (GFSA3) caiu 25,3% – e o Ibovespa subiu 3,2%. A razão para tal discrepância foi que o mercado havia colocado no preço que Gafisa faria o IPO de Tenda num determinado valuation. Porém, ao longo do trimestre, o mercado passou a considerar que a transação poderia não sair mais.

No dia 12 de dezembro, a companhia divulgou dois fatos relevantes: o primeiro, anunciando o cancelamento da oferta pública de ações de Tenda (conforme o mercado especulava). E um segundo, detalhando os próximos passos estratégicos para a operação de Tenda.

Foi decidido vender 50% de Tenda a R\$ 8,13 por ação, o equivalente a R\$ 539 milhões (0,48x Preço / Valor Patrimonial). Estes termos são da proposta de compra de participação feita pela Jaguar Growth Asset Management (“Jaguar”). Porém, os atuais acionistas de Gafisa terão direito de preferência na transação. Portanto, se os atuais acionistas de Gafisa não exercerem 100% de seus direitos, sobrarão participação para a Jaguar, que se comprometeu a comprar entre 20% e 30% dos 50% ofertados do capital de Tenda.

Essa transação tem duas condições precedentes: Tenda terá que pagar R\$ 100 milhões em dividendos à Gafisa (corrigidos à taxa Selic) até dezembro de 2019. E Gafisa terá que distribuir os outros 50% restantes do capital social de Tenda aos atuais acionistas de Gafisa. Ou seja, após esta operação, Tenda será uma empresa independente e será negociada na bolsa de valores, conforme o planejamento estratégico de Gafisa anunciado em 2015.

A nossa tese de investimento continua firme: as duas companhias deverão valer mais na bolsa separadas do que juntas, o que abre espaço para a valorização de ambas as empresas. Em janeiro de 2017, o mercado voltou a se animar com o caso. GFSA3 sobe por volta de 34% no ano (data-base: 20-jan-17).

TEOREMA ITAÚ

No 4T16, a ação do Itaú (ITUB4) teve alta de 6,5%, contra 3,2% do Ibovespa. No ano, a ação valorizou-se 49,%, contra 38,9% do índice. Dados de inadimplência do Banco Central e dados da carteira de crédito do Itaú mostram que a inadimplência cresceu menos do que vinha crescendo, o que pode indicar que poderíamos estar caminhando para uma estabilização deste indicador. Isto é importante, pois pode indicar uma reversão de tendência de queda nos lucros do banco.

Continuamos atentos a todos os indicadores relevantes do negócio, pois sabemos que a alavancagem financeira das famílias e empresas ainda é um problema. Acreditamos, aliás, que a inadimplência aumentará mais um pouco ao longo de 2017. Porém, achamos importante destacar o quanto apreciamos o modelo de negócio do banco, que mesmo na maior crise econômica que o país já viveu, ainda consegue manter lucros e retornos saudáveis.

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