

CARTA TRIMESTRAL

Abril de 2017

No primeiro trimestre de 2017, o Teorema FIA teve retorno de +11,9%, enquanto o Ibovespa subiu +7,9%.

Esse foi um período mais calmo nos mercados, de maneira geral. Nos EUA, o mercado continua animado com a possível implementação da agenda “pró-negócios” de Donald Trump – corte de impostos, investimentos em infraestrutura e desregulamentação do setor financeiro, principalmente – que vem dando suporte ao desempenho positivo do índice S&P 500 (alta de 5,8% no trimestre). Além disso, o Banco Central Americano (FED) continua se esforçando para sinalizar ao mercado seus próximos movimentos de alta de juros. Já são esperadas ao menos três altas de 0,25% ao longo deste ano.

No Brasil, na esteira do ambiente global mais benéfico, a Bolsa também apresentou um bom desempenho nesse período. O Ibovespa subiu 7,9% e, o Índice Small Cap, 15,3%. A soma de expectativas positivas em torno da aprovação da reforma da previdência (talvez o assunto político-econômico mais relevante do Governo Temer), com uma “calmaria temporária” no cenário político nesse primeiro trimestre, ajudou a valorizar os ativos de risco locais.

Do nosso lado, estamos mais animados com as perspectivas para o país, mas não subestimamos a profundidade da atual crise brasileira – conforme já comentamos em cartas anteriores. Se é que dá para definir nosso estado de espírito, estamos “cautelosamente otimistas”. Continuar céticos e diligentes em nossas interpretações sobre o ambiente econômico-político brasileiro se faz mandatório. Aceitar a notícia nua e crua não ajuda em nada em nosso negócio. Buscar a segunda ou a terceira derivada do assunto talvez nunca tenha sido tão importante. Mas por quê?

Porque o noticiário está recheado de notícias ambíguas e estamos passando por um “movimento de placas tectônicas”, tanto no campo econômico quanto no campo político. Atribuir probabilidades aos possíveis cenários não tem sido uma tarefa trivial.

Em primeira análise, a expectativa de inflação em queda acentuada é uma ótima notícia. Porém, disso derivam várias perguntas: a inflação tem sido menor que a esperada por conta dessa grande recessão? Aliás, depois da queda do PIB de mais de 8% em dois anos, não deveríamos estar falando em deflação? Quando a recessão acabar (pois uma hora vai acabar!), a inflação voltará a subir?

A queda nas expectativas de inflação vem permitindo que o Banco Central do Brasil reduza a taxa básica de juros da economia (SELIC). Novamente, a partir desta outra boa notícia, nos fazemos mais algumas perguntas: em que nível ficarão os juros no Brasil nesse cenário de inflação em queda e provável aprovação de reformas? Estamos nos aproximando do fim da “mamata” do maior juro do mundo? Por falar nisso, por que os poupadores brasileiros são “abençoados” com a maior taxa de juros do mundo incorrendo apenas em baixíssimo risco de crédito, prazo e liquidez? Depois de extenso debate – inclusive nos jornais – sobre esses temas, ficamos ainda com a sensação de que faltam respostas mais profundas e contundentes para essas perguntas. A “primeira derivada” claramente não é suficiente.

Embora tenham sido colocadas mais perguntas do que respostas nesta introdução, nos parece que estamos a caminho, por mais irregular que seja, de um país com “riscos” mais civilizados. Portanto, é razoável esperar juros estruturais mais baixos no Brasil no curto/médio prazo. Muita gente vai sentir falta do famoso “1% ao mês”, mas o país como um todo estará bem melhor se realmente conseguirmos atacar esse problema. E isso também impactará positivamente os preços dos ativos de risco locais – dentre eles, ações.

Continuamos acreditando, portanto, que estar majoritariamente alocados nas ações de empresas líderes em seus segmentos, que são bem administradas e que estão “vendendo saúde” financeira é o melhor que podemos fazer com seu dinheiro. Essas empresas sairão mais fortes da crise. Disso temos certeza.

SIZING

Decidimos trazer um assunto muito importante que permeia todas as decisões de investimento, com o intuito de dividir com todos como pensamos sobre o tema. Que tamanho cada investimento deve ter dentro do fundo?

Sizing da posição é o dimensionamento relativo e absoluto de um ativo dentro de uma carteira de investimento. Em qualquer estratégia de alocação de ativos, esse assunto é dos mais complexos e envolve mais arte do que ciência. Naturalmente, portanto, é um tema sobre o qual cada um tem sua própria opinião.

Respeitando a complexidade do assunto, e tentando aborda-lo com alguma métrica quantitativa – apesar do alto grau de subjetividade – criamos uma mecânica que nos força a dar notas para cinco quesitos que julgamos ser muito importantes para evitar perdas permanentes de capital. São eles: ciclicidade do negócio, alavancagem financeira, estrutura da indústria (poder de barganha juntos aos clientes, altas barreiras de entrada etc), histórico de criação de valor dos administradores e, por último, mas não menos importante, alinhamento de interesses. Toda empresa de nossa cobertura tem que ter a sua nota em cada umas dessas categorias. Com isso, chegamos a uma média que indica o tamanho máximo que a empresa “merece” ter no fundo. Merecer não significa que a posição terá esse tamanho. Para uma empresa ter sizing máximo, temos ainda que responder se, nos preços correntes, suas ações podem se provar um bom investimento. Seth Klarman, do Baupost Group, define bem o assunto:

“Todo ativo é uma “compra” num preço, “manutenção” num preço maior e uma “venda” num preço ainda maior”.

Além dessas cinco notas, ainda levamos em conta a liquidez da ação e também nosso nível interno agregado de conhecimento do caso, com o intuito de trazer mais disciplina ainda para o processo decisório.

Essa ferramenta tem ajudado bastante na alocação do fundo e na calibragem dos riscos que optamos por incorrer. Com isso, nos forçamos a melhorar constantemente nossas habilidades em um tema que parece simples, mas é bastante complexo na atividade de gestão de investimentos.

TEOREMA FIA

O destaque de alocação do trimestre foi ter aproveitado a alta da Bolsa americana para vender integralmente nossas posições em Berkshire Hathaway e Johnson & Johnson. Decidimos por esse desinvestimento muito mais pelos preços das ações em dólar do que pelo câmbio. Concluímos que, como enxergamos melhores perspectivas para o mercado brasileiro, não fazia mais muito sentido carregar essa posição dolarizada, que custa caro versus o CDI.

Também optamos por vender integralmente nossa posição de Cetip nos dias seguintes à aprovação pelo CADE e pela CVM da venda da companhia para a BM&F Bovespa (agora B3 – Brasil Bolsa Balcão). Tivemos um retorno de mais de 200% do CDI nessa arbitragem – e, caso o negócio não fosse aprovado, estaríamos confortáveis em sermos sócios de Cetip nos preços correntes.

Por fim, pós-aumento de capital, vendemos quase totalmente a posição de CCR, por entendermos que a relação risco-retorno do investimento já não era interessante (retornos reais esperados menores que as NTNBS de prazo similar emitidas pelo Tesouro Nacional). Embora por pouco tempo (um ano e meio), este foi um bom investimento para o fundo.

Fizemos, por outro lado, alguns aumentos pontuais em casos menores, como BRF, Valid e Fras-Le.

TEOREMA FIEIX

No primeiro trimestre de 2017, o Teorema FIEIX teve retorno de -0,2% em R\$ e +2,7% em US\$, enquanto o S&P 500 teve retorno de 2,4% em R\$ e 5,8% em US\$. O real se apreciou 3,3% no período.

Nossa visão praticamente não mudou nos últimos meses. Acreditamos que os riscos estão ficando assimétricos no mercado americano: pouco para subir e nem tão pouco para cair. Temos a sensação de que, passados sete anos, esse mercado de alta está na prorrogação. Por isso, o posicionamento do FIEIX continua cauteloso: “apenas” 70% em ações e 30% em títulos de dívida corporativa em US\$ de empresas brasileiras que conhecemos bem.

Essa combinação de bolsa americana mais cara do que a mediana histórica, com juro real negativo em vários países desenvolvidos, pode se tornar tóxica a qualquer momento. Afinal de contas, taxas de juros são usadas para precificar risco e, no atual ambiente econômico, essa mecânica de precificação de risco está quebrada, já que mais de 1/3 de toda a dívida soberana do mundo hoje negocia a taxas de juros negativas. É isso mesmo: você dá dinheiro emprestado e, ao invés de receber juros, tem que “pagá-los” para quem você emprestou esse dinheiro. Naturalmente a lógica está invertida. E o prolongamento dessa situação não é nada saudável para as economias. Isso pode estar criando pontos importantes de estresse no sistema financeiro global.

Acreditamos que estar posicionado nas melhores empresas de cada setor e carregar uma parte importante do fundo em ativos menos arriscados é a melhor maneira de se preparar para situações como essa.

TEOREMA ITAÚ

As ações do banco subiram bem no trimestre (ITUB4 +14,3% e ITUB3 +15,2%). Na reunião anual com investidores, Roberto Setúbal (CEO) disse que espera que 2017 seja marcado por queda nos níveis de inadimplência, principalmente no segmento de pessoas físicas e também no segmento de pequenas e médias empresas. Já a linha de grandes empresas tende a ser um pouco mais volátil, dado que grandes grupos econômicos continuam tendo dificuldades.

Pelo tamanho do banco relativo ao PIB brasileiro, este sinal é muito importante, pois pode indicar uma melhora da economia. Além disso, a queda dos juros ajudará as famílias e empresas no processo de desalavancagem. Mais uma vez, reconhecemos a força do modelo de negócios do banco, com várias frentes além da tradicional operação de crédito, o que proporciona uma travessia mais tranquila pela complexa crise que vivemos. Entretanto, como sabemos, a crise ainda não acabou, por isso continuamos acompanhando muito de perto o nível de endividamento geral da economia brasileira.

TEOREMA GAFISA

Neste primeiro trimestre de 2017, a Gafisa deu mais um passo importante rumo à separação de Tenda (operação de baixa renda do grupo). Em março, foram distribuídos aos acionistas os direitos de preferência para a compra de 50% da Tenda. Esses títulos – que dão o direito ao seu detentor de adquirir ações da Tenda a R\$ 8,13 cada – foram negociados no mercado durante algumas semanas e terminaram valendo R\$ 3,85. Portanto, o mercado precificou a empresa a R\$ 11,98 / ação (R\$ 3,85 do direito + R\$ 8,13 por ação), o que atribui um valor à companhia de aproximadamente R\$ 650 milhões.

A etapa final da separação entre Tenda e Gafisa ocorrerá no final de abril. Nesse período, os acionistas de Gafisa receberão mais uma ação de Tenda para cada ação que detiverem de GFSA3. Feito isso, Tenda estará totalmente separada de Gafisa e qualquer investidor poderá comprar exclusivamente as ações de Tenda no mercado.

Isso marcará a conclusão de um plano traçado há alguns anos pelo conselho de administração da companhia. A tese era a de que as empresas valeriam mais separadas que juntas. Há que se ressaltar, também, o bom desempenho da equipe de Tenda. No início, a operação de baixa renda era vista como destruidora de valor dentro do grupo, devido aos seguidos prejuízos e erros cometidos pela companhia no passado. Após quase quatro anos de intenso trabalho – que incluiu a reestruturação total da empresa e a criação de um novo modelo de negócios – esta se tornou a melhor operação dentro do grupo. Acreditamos que Tenda pode valer ainda mais, e por isso continuamos posicionados tanto em Gafisa quanto em Tenda.

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