

CARTA TRIMESTRAL

Julho de 2017

Este segundo trimestre de 2017 foi marcado pelo fatídico evento da divulgação do áudio do encontro do presidente Michel Temer com um dos controladores da JBS, Joesley Batista. Antes desse evento, o mercado começava a engatar uma marcha de otimismo e a economia parecia caminhar finalmente para estabilização, com o Ibovespa e o câmbio se valorizando e a inflação e os juros em queda livre. Para muitos, as tão esperadas reformas trabalhista e previdenciária passavam a ser só uma questão de tempo. Mas, depois do evento, o que se viu foi um *stress* intenso no mercado financeiro local – equivalente ao da crise financeira de 2008 – com acionamento de *circuit-break* (mecanismo de proteção às variações exacerbadas dos preços em momentos atípicos de mercado) em todos os principais ativos de risco (bolsa, câmbio e juros). Com isso, uma forte reversão de expectativas se desencadeou. Principalmente em relação à reforma da previdência, que é a mais importante de todas.

Esse evento tão emblemático nos lembrou de um trecho de uma carta aos cotistas (“*What Does The Market Know?*”) do famoso investidor americano *Howard Marks*, da *Oaktree Capital*, escrita em janeiro de 2016, logo após uma queda acentuada no mercado americano:

“My buddy Sandy was an airline pilot. When asked to describe his job, he always answers, “hours of boredom punctuated by moments of terror”. The same can be true for investment managers, for whom the last few weeks have been an example of the latter...”

Esta passagem relata precisamente como funciona o dia-a-dia da gestão de investimentos: horas e horas de estudos e aprofundamento nos temas que julgamos relevantes intercaladas por alguns momentos de *stress* acentuado.

O aprendizado aqui é que não podemos esquecer-nos do ambiente em que estamos inseridos. Investimos em ativos de risco em um país complexo, cíclico, em transição e que está tentando se passar a limpo. Portanto, estaremos sempre suscetíveis a grandes oscilações de humor e expectativas, algo que necessariamente afeta os preços e, às vezes, também o valor dos ativos.

Como enxergamos a situação? Muitas incertezas e poucas certezas

Com todos esses acontecimentos, o cenário, que começava a clarear, volta a se anuviar. A boa notícia é que parece que a sociedade brasileira entendeu que a agenda de reformas é uma agenda de Estado. Ou se faz reforma ou o país ficará insolvente. A má notícia é que, provavelmente, a reforma da previdência, que é justamente a mais importante de todas para a continuidade da solvência do país, deverá ser postergada para 2019, quando um novo grupo de pessoas estará no poder. Em 2019, essa reforma inevitavelmente terá que ser mais severa.

Essa eventual postergação nos incomoda por duas razões: (1) a situação fiscal brasileira é delicadíssima e nada no curto prazo indica que isso vá mudar estruturalmente e (2) o mercado financeiro, de maneira geral, a julgar pelo preço dos ativos de risco, não acredita que esse assunto seja um problema. Ou melhor, acredita que esse problema se resolverá logo.

Não compramos essa tese do mercado integralmente. Acreditamos que essa complacência é explicada em grande parte pela tremenda liquidez global corrente, que tem inflado ativos financeiros mundo afora

e influenciado diretamente a formação de preços e a percepção de riscos. Esse ambiente benigno continua direcionando recursos para mercados emergentes, permitindo assim que países sigam com suas contas públicas em frangalhos e que empresas mantenham níveis de alavancagem maiores que os prudentes. Qualquer reversão mais aguda nesse ambiente pode trazer consequências seríssimas para aqueles em situação mais frágil.

O Brasil, infelizmente, é um dos que está em situação mais frágil. Em nossa opinião, e isso foi dito na carta do quarto trimestre de 2016, o país passa por uma crise de balanço (*balance sheet recession*) severa. Nesse tipo de crise, todos os entes geradores de demanda (governos, empresas e famílias) se encontram altamente endividados e passam a direcionar suas energias para redução do endividamento ao invés de investir ou consumir, causando assim uma desaceleração no crescimento econômico.

O que nos preocupa é que o tempo está passando e essa situação não tem melhorado. Tampouco o país cresce. Parar de cair tem sido a notícia comemorada. Nesse contexto, as instituições financeiras privadas estão com baixíssimo apetite para conceder crédito. Compreensível e esperado. Nas públicas, o dinheiro simplesmente acabou. Compreensível e esperado também. Só que tudo isso acontece em um momento muito delicado para os devedores, que precisam reduzir suas dívidas em um ambiente de perspectiva de baixo crescimento econômico e escassez de crédito. Sabemos que essa situação não pode perdurar por muito tempo. O crédito precisa voltar a fluir logo. O prolongamento dessa situação pode estar congestionando em definitivo o canal do crédito. Isso normalmente não acaba bem.

O que é mais surpreendente é que, desde o “evento Joesley”, a economia aparenta não ter sido tão impactada pelo ambiente político. Os dados divulgados desde então mostram algumas pioras, mas também mostram algumas melhoras. A expectativa de inflação continuou caindo, o governo mostrou certa força política ao aprovar a reforma trabalhista e o câmbio continuou estável com leve viés de apreciação, o que deve permitir que o Banco Central prossiga com o processo de afrouxamento monetário.

E, por último, com o presidente Temer caindo ou não, o assunto que vai dominar os noticiários em breve são as eleições de 2018. Serão eleitos o novo presidente, os vinte e sete governadores, dois terços dos membros do Senado, a totalidade dos membros da Câmara dos Deputados e os representantes dos poderes legislativos estaduais. Oportunidade única para o país virar a página. Torcemos para que apareçam nomes que tenham a capacidade de interpretar o mundo atual e com isso criarem uma agenda de longo prazo para o Brasil.

TEOREMA FIA

No segundo trimestre de 2017, o Teorema FIA teve um desempenho positivo de 2,4% contra um desempenho negativo de 3,2% do Ibovespa. No ano, o fundo sobe 14,6%, contra 4,4% de alta do Ibovespa.

Por virtude e um pouco de sorte, o Teorema FIA não sofreu as mesmas consequências que o Ibovespa no “evento Joesley”. Seguindo nossa disciplina de *valuation* – depois de um primeiro trimestre muito forte na bolsa como um todo – vínhamos reduzindo algumas de nossas posições conforme seus preços iam subindo. Isso fez com que chegássemos ao evento menos alocados em ações. Com isso, enquanto o Ibovespa caiu 8,8% no “*day after*” Joesley, o Teorema FIA caiu quase 2,5 pontos percentuais a menos, 6,4%. Pode parecer pouca diferença, mas essas “pequenas vitórias” certamente nos ajudarão a entregar retornos maiores e mais consistentes ao longo do tempo.

Neste segundo trimestre, tivemos poucas movimentações relevantes na carteira. Aproveitamos quedas mais acentuadas no período para comprar marginalmente B3, Energisa, lochpe, Valid e Tenda. Também na esteira dessa queda da bolsa, aproveitamos para iniciar um investimento novo no setor de logística. Falaremos do caso em uma próxima carta.

O destaque positivo do trimestre foram as ações da Guararapes, que tiveram um ótimo desempenho no período, subindo 26,8%. No ano, a alta atinge 57,1%. Reduzimos marginalmente a posição, mas continuamos enxergando retornos interessantes nos preços atuais.

Repetindo exatamente o que foi escrito na última carta: continuamos acreditando que estar majoritariamente alocados em 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.

TEOREMA FIEIX

No segundo trimestre de 2017, o Teorema FIEIX teve retorno de 8,6% em reais e 4,0% em dólares, enquanto o S&P 500 teve retorno de 6,9% em reais e 2,4% em dólares. O real se depreciou em 4,7% no período. No ano, o Teorema FIEIX sobe 8,4% em reais e 6,8% em dólares, enquanto o S&P 500 sobe 9,9% em reais e 8,2% em dólares. O real se deprecia em 1,5% no período.

Não fizemos grandes movimentações na carteira nesse trimestre. As nossas principais posições continuam sendo Johnson & Johnson (15%), ETF de S&P 500 (14,5%), Citigroup (13,6%), Berkshire Hathaway (12,9%), Nestlé (8,4%) e Disney (4,8%). O restante da carteira continua alocado em *bonds* de empresas brasileiras (B3, Caixa Econômica Federal e Itaú).

Os principais destaques positivos do trimestre foram a impressionante alta de 16,5% em Johnson & Johnson e a forte apreciação de Citi, de 10,8%.

Conforme falamos brevemente na introdução desta carta, o *bull market* nos mercados desenvolvidos continua a todo vapor. Estamos caminhando para o nono ano consecutivo de altas no mercado americano. Um desempenho e tanto que levou o índice S&P500 para patamares de *valuation* muito altos: o indicador Preço / Lucro (com base no lucro dos últimos 12 meses) do índice está em torno de 21,0x atualmente quando a mediana dos últimos 10 anos é de 17,0x. Olhando uma janela mais longa, 25 anos, que inclui tanto *bear* quanto *bull markets*, esse número se encontra em 18,0x. Nesses níveis atuais de preço é quase certo que o retorno esperado tende a ser baixo por uns bons anos pela frente. Mas dentro do S&P500 há um seleto grupo de empresas que destoa ainda mais: seis grandes companhias de tecnologia (Apple, Amazon, Facebook, Alphabet/Google, Microsoft e Netflix). Enquanto o S&P500 sobe 8,2% no ano, esse grupo (FAAMNG) sobe 22,0%! Para esse grupo de empresas no agregado, o indicador Preço / Lucro é ainda mais impressionante: 56,8x!

Esse é só mais um exemplo de como o mercado vem operando mais para o lado da euforia que da normalidade. Acreditamos que um pedaço importante desse forte desempenho dos últimos anos está ancorado na imensa liquidez sobre a qual falamos anteriormente. Vide a expansão de múltiplos que esse ambiente propiciou. Além disso, essa liquidez tem forçado para baixo a volatilidade dos principais mercados na Europa, Ásia e EUA. E isso, mais uma vez, pode estar camuflando diversos riscos nos ativos. Para nós, volatilidade baixa não é nem de longe sinônimo de risco baixo. Na verdade, costuma ser o exato oposto.

Correlacionado a esse tema, o mês de junho foi marcado por sinalizações de retirada de estímulos monetários por parte de alguns dos principais Bancos Centrais do mundo. O FED, que durante a crise de 2008 catapultou seu balanço de aproximadamente US\$ 1 trilhão para aproximadamente US\$ 5 trilhões atualmente, começou a indicar que está prestes a iniciar a redução dos seus ativos em algum momento do segundo semestre. Além do FED, o Banco Central Europeu também vem sinalizando a intenção de reduzir suas compras mensais de ativos financeiros. O Banco Central da Inglaterra reforçou que daqui em diante tomará uma postura mais na linha do aperto monetário. Acreditamos que esse processo será gradual e de alguma maneira coordenado, mas não podemos deixar de nos atentar a esses movimentos importantes, principalmente depois desse que foi talvez o mais longo e mais intenso período de flexibilização monetária já visto na história. Essa contração poderá trazer consequências importantes para muitos mercados.

Mantendo nosso viés “*contrarian*”, estamos aproveitando esses níveis baixíssimos de volatilidade (os mais baixos dos últimos 25 anos) para comprar algumas proteções (*puts*) para o fundo, em níveis de preço que podem se provar muito interessantes.

TEOREMA ITAÚ

O principal destaque do trimestre para o Itaú foi a compra de 49,9% do capital total (sendo 30,1% das ações ordinárias) da XP Investimentos. O preço foi de R\$ 5,7 bilhões, mais uma injeção de capital na companhia de R\$ 600 milhões. Essa transação avaliou a maior corretora do Brasil em R\$ 12 bilhões (antes da injeção de capital), 20x o lucro esperado de 2018 – de aproximadamente R\$ 600 milhões, conforme projeções do próprio Itaú.

Em um primeiro momento, pode parecer que o Itaú pagou caro (20x P/E 2018 vs 9x P/E 2018 para o próprio Itaú), mas tudo indica que foi uma transação vencedora para os dois lados. Na leitura de alguns, foi um movimento defensivo do banco, que vem perdendo parte do dinheiro investido de seus clientes para “supermercados financeiros”, em especial a XP.

Para o Itaú, a transação permite (i) participar de um novo modelo de negócios vencedor com uma avenida enorme de crescimento, (ii) se aliar a uma empresa que tinha potencial “disruptivo” para alguns produtos vendidos pelo banco, como captação e gestão de recursos de terceiros. Para a XP, o benefício se dá em: (i) se juntar com o seu maior competidor potencial (Itaú anunciou recentemente a criação do Itaú 360 – plataforma para distribuição de produtos de terceiros que guarda similaridades com o modelo da XP) e (ii) acessar toda a rede de distribuição do Itaú e sua vasta base de clientes.

O grande desafio dessa aquisição será manter a XP Investimentos independente e, com isso, evitar os eventuais conflitos de interesse que surgirão com uma potencial canibalização da base de clientes do Itaú, acostumada a pagar taxas maiores.

TEOREMA GAFISA

O segundo trimestre foi marcado pela separação em definitivo da Tenda da sua então controladora Gafisa. No dia 4 de maio, as ações de Tenda (TEND3) começaram a ser negociadas no mercado. Ao final do processo, os acionistas de Gafisa receberam a outra metade de Tenda (como dividendo em ações) a que tinham direito. As ações de Tenda fecharam o trimestre cotadas a R\$ 14,70 (valor de mercado de ~R\$

800 milhões), uma apreciação de 22,7% frente ao valor de R\$ 11,98/ação (R\$ 650 milhões) que o mercado tinha inicialmente atribuído à companhia.

Os dados operacionais de Tenda continuam com forte tendência de melhora. Acreditamos que ela tem grandes chances de ter pelo menos dois ótimos anos pela frente uma vez que a companhia terminou todo o processo de reestruturação e o novo modelo de negócios começa a dar frutos. Com isso, esperamos uma apreciação importante ainda por vir, na medida em que o mercado comece a enxergar mais claramente essa melhoria operacional nos resultados financeiros da companhia.

No caso da Gafisa, a situação é um pouco diferente. A companhia continua tendo dificuldades para monetizar um pedaço do estoque acabado, principalmente em algumas unidades comerciais no Rio de Janeiro. Por conta dessas dificuldades, o foco da companhia não tem sido novos lançamentos e sim a diminuição desse estoque, o que tem prejudicado consideravelmente os resultados da companhia. Outro aspecto que tem prejudicado a Gafisa são os distratos, que continuam em patamares elevados. Acreditamos, por outro lado, que em algum momento o cenário para o segmento de média-alta renda voltará a ser atrativo, e que Gafisa será uma das empresas mais bem posicionadas para essa retomada.

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