

CARTA TRIMESTRAL – 4T17

O quarto trimestre de 2017 confirmou que finalmente o Brasil saiu da maior recessão de sua história. É para se comemorar, afinal foram 11 trimestres consecutivos de retração econômica. A recuperação da atividade está mais disseminada, o desemprego começou a recuar, a taxa básica de juros alcançou níveis inéditos para os nossos padrões, a arrecadação federal surpreendeu positivamente e, com isso, as projeções do mercado para 2018 e 2019 ganharam tons mais otimistas.

2018 nasce como um ano de importância histórica para o Brasil, e seu ponto crucial são as eleições de outubro¹. O ano começou agitado com a definição de dois temas determinantes para o início da ordenação política das eleições: (i) no fim de janeiro, o julgamento em segunda instância do ex-presidente Lula e (ii) em fevereiro, a definição de que a reforma da previdência ficará para o próximo presidente, após a triste, porém necessária, intervenção federal no estado do Rio de Janeiro. Embora Lula tenha sido condenado pela justiça, ele ainda continua, surpreendentemente, com alguma chance de poder participar do pleito, mas com bem menos força política do que no passado. Eleição com Lula é uma; sem ele, é outra completamente diferente. E eleição com assunto central sendo “as reformas estruturais” (incluindo agora também a reforma da previdência) é uma; sem isso, é outra bem diferente.

Diante desse cenário político ainda revolto, seguimos relativamente otimistas com a atividade e com o momento econômico. Parece haver um descolamento entre o desempenho econômico de curto prazo e os problemas políticos do país, permitindo assim alcançarmos, talvez, um crescimento anual entre 2,0% e 3,0% ao ano nos próximos 12 a 24 meses. Ainda um número tímido quando comparado ao crescimento mundial² mas é um importante avanço. Mérito para a equipe econômica que, dadas as conhecidas limitações políticas, tem conseguido entregar uma agenda de micro-reformas animadora. Para vermos continuidade razoável nesses avanços, o primeiro passo é termos eleições maduras, com um debate intelectualmente honesto.

Ressaltamos com frequência que nosso horizonte de investimento é de **longo prazo**. Portanto, estamos mais preocupados com as perspectivas de crescimento econômico de **longo prazo**. Embora o Brasil não devesse ter muita dificuldade para crescer – na saída de uma crise – entre 2,0% ou 3,0% ao ano em 2018/2019, esse número é pouco determinante para o crescimento real de longo prazo do país. De onde estávamos há dois anos, esse crescimento, naturalmente, é um resultado espetacular. Entretanto, se comparado ao que deveríamos estar crescendo ao sair de uma crise dessa magnitude e, mais do que isso, se comparado ao crescimento do PIB global, esses números são muito tímidos, principalmente para uma economia com inúmeras demandas reprimidas como a nossa. O Brasil empobrece relativamente ao mundo ano após ano com esse crescimento medíocre – e, no momento, estamos só empobrecendo menos. Infelizmente, esse nos parece um problema crônico.

Destacamos na última carta que enxergamos somente uma saída para o problema de baixo crescimento crônico: investir pesadamente em formação de capital físico, educação e tecnologia. Só para ilustrar o tamanho do desafio (ou da oportunidade), para o país crescer 3,0% todo ano – ainda abaixo da atual média mundial – de forma sustentável (isto é, sem criar desarranjos estruturais entre oferta e demanda), precisaremos investir, no mínimo, 25,0% do PIB *todo ano*. Em 2017, o Brasil terá investido cerca de 15,8%³ do PIB, a pior taxa dos últimos 20 anos. Esses mais de 9 pontos percentuais “faltantes” significam aproximadamente R\$ 700 bilhões de novos investimentos por ano. **Sim, por ano! De incremento.** Temos pensado bastante sobre o que isso pode significar para o desenvolvimento do país no longo prazo.

Apesar de observarmos alguns esforços importantes do Governo Temer para destravar o investimento, ainda estamos por ver se essa pauta será prioritária para os candidatos à presidência. Até o momento não conhecemos as agendas.

¹ Em 2018 serão eleitos o novo Presidente da República, os vinte e sete Governadores, dois terços dos membros do Senado e a totalidade dos deputados Federais e Estaduais.

² O Fundo Monetário Internacional (FMI) projeta crescimento econômico para o PIB Global de 3,7% em 2017 e de 3,9% para 2018 e 2019.

³ O mundo investiu em média cerca de 25,0% do PIB nos últimos 50 anos. A China vem investindo, na média, cerca de 42,0% do PIB nos últimos 20 anos. Fonte: The World Bank Data (<https://goo.gl/UdyJjY>).

Hoje, nosso cenário base para as eleições não é de ruptura, mas sim um cenário de continuidade das reformas. Tampouco acreditamos em renovação maciça do Congresso Nacional, embora seja encorajadora a participação crescente de novos setores da sociedade na política. Um governo mais honesto, sensato, pacificador, comunicador e com visão de futuro é o que o país precisa.

Portanto, o ano no Brasil se inicia como um avião que decola sabendo que vai cruzar uma tempestade grande pela frente. Nossa visão, até o momento, é de que o voo será turbulento, mas que chegaremos sãos e salvos ao destino. Enquanto a situação econômica brasileira de longo prazo (problema fiscal agudo e baixo crescimento potencial crônico) não é tratada, a calma nos mercados internacionais e a farta liquidez global permanecem, dando ao país a opção de continuar postergando a decisão sobre as necessárias medidas dolorosas. A situação confortável das nossas contas externas é a grande âncora disso tudo (aliás, um diferencial importante dessa crise), o que reduz os riscos de ruptura no curto prazo, mas, ao mesmo tempo, tira o senso de urgência dos tomadores de decisão em Brasília. Não podemos nos esquecer de que os mercados operam em ciclos. E, quando o ciclo virar (principalmente lá fora), os problemas locais voltarão à tona.

Encerramos com algumas frases que ilustram bem o atual momento dos mercados:

“In the short run, the market is a voting machine but in the long run, it is a weighing machine.”⁴ (Benjamin Graham)
“As pessoas lá atrás pareciam preocupadas com muita coisa. Hoje elas não parecem preocupadas com nada.” (Autor desconhecido)

“Bull markets are born on pessimism, grown on skepticism, mature on optimism, and die on euphoria.” (John Templeton)

“In bull markets, who needs analysts? In bear markets, who needs stocks? (Frases famosas em Wall Street)”

TEOREMA FIA

Encerramos o ano de 2017 com um retorno de 40,0% no Teorema FIA, desempenho superior tanto ao do CDI (9,9%) quanto ao do Ibovespa (26,9%) no período.

Como escrevemos em outras ocasiões, nosso estilo de investir resulta em um portfólio cujo desempenho tende a ser inferior ao dos índices de ações em momentos de alta, mas potencialmente superior em períodos de queda. Com essa estratégia, estamos realmente satisfeitos com o desempenho alcançado em 2017, pois não nos propomos a tentar acertar os movimentos de curto prazo. Nosso tempo é dedicado essencialmente a encontrar boas oportunidades de investimento que tragam retornos atrativos em um horizonte de 3 a 5 anos. Procuramos ser sócios de boas empresas para o longo prazo, ou seja, pelos resultados que produzirão ano após ano.

As perspectivas para o ano de 2018 são, de maneira geral, positivas para o mercado acionário brasileiro. Retomada de crescimento econômico com inflação sob controle e juros baixos traz suporte para um ambiente favorável para as empresas. Soma-se a isso a elevada capacidade ociosa da maioria das empresas, que permitirá que elas aumentem suas vendas sem aumentar significativamente seus investimentos, custos e despesas, o que por sua vez trará a elas um significativo aumento de rentabilidade. Esse movimento pode estar só no começo, mas o mercado já colocou boa parte disso nos preços, fazendo com que os *valuations* de muitas empresas embutam muitas premissas positivas e poucos (ou quase nenhum) contratemplos. Este é um ponto de atenção.

Os principais destaques positivos do ano de 2017 foram: Guararapes (+149,7% no ano para GUAR3 e contribuição de 9,7% para o fundo), Itaú (+30,6% no ano para ITUB4 e contribuição de 5,6%), Iochpe-Maxion (+101,7% no ano e contribuição de 5,1%), B3 (+41,0% no ano e contribuição de 4,7%), Energisa (+50,5% no ano para ENGI11 e contribuição de 3,8%) e Rumo (+111,2% no ano e contribuição de 3,3%).

Do lado negativo, apenas uma posição perdedora: Valid, que caiu 15,6% no ano e contribuiu negativamente para o fundo com -0,7%. A ação da BRF, conforme falamos na carta anterior, teve um desempenho negativo em 2017 de -24,1%, mas a contribuição para o fundo foi muito próxima de zero. Tivemos uma pequena perda (5%) nesse investimento, que se iniciou em 2016 e foi encerrado no terceiro trimestre de 2017.

⁴ Essa frase resume bem o espírito de mercados líquidos. No curto prazo, trata-se de uma urna eleitoral (cada um dá seu “voto” sobre o valor dos ativos), mas, no longo prazo, o mercado é uma balança, ou seja, cada ativo vale o quanto pesa.

No quarto trimestre, fizemos algumas alocações: voltamos a aumentar nossas posições em Energisa, Rumo e Fleury. E vendemos um pouco de Guararapes, B3, T4F e Iochpe-Maxion depois de fortes altas. Além dessas movimentações táticas, iniciamos duas novas posições nesse trimestre, uma no setor de geração de energia e outra no setor de vestuário e calçados.

Em mercados de alta, como este que estamos vivenciando agora, o desafio é decidir vender as boas empresas porque ficaram “caras”. Como muitos defendem, as empresas realmente boas e rentáveis costumam surpreender positivamente. Como foi o caso do Unibanco aqui na casa e tantos outros exemplos.

Resumo das principais posições do Teorema FIA:

Itaú – em 2017, o banco conseguiu reduzir consideravelmente o nível de provisões para devedores duvidosos, ao mesmo tempo em que aumentou seus índices de cobertura. Isso mais do que compensou a dificuldade que tem tido para crescer receita, principalmente a relacionada a concessão de crédito. O banco estimou no começo do ano que sua carteira de crédito agregada cresceria entre 0 e 4% nominal, mas entregou uma *queda* de mais de 3%. Esse foi o desafio de 2017 e continuará sendo o de 2018. Além disso, estamos em um período de taxa de juros mais baixas, o que deve exercer alguma compressão nos resultados do banco. Adicione a isso a pressão que a sociedade vem colocando para tratar estruturalmente da questão da redução do *spread* bancário. Tudo isso deveria ser compensado por um crescimento maior da carteira de crédito, mas não tem sido essa a mensagem que o banco vem passando. Mesmo com essas dificuldades, o Itaú continua entregando resultados bastante sólidos. Esta continua sendo a nossa maior posição, metade alocada nas ações ordinárias e metade nas preferências.

Energisa – ano de promessas cumpridas. Desde o seu “Re-IPO⁵”, a companhia vem entregando consistentemente o que havia prometido durante a oferta. Custos operacionais em contínua melhoria, aumentos de capital em condições favoráveis nas suas subsidiárias do Mato Grosso (EMT) e Tocantins (ETO), consolidação de suas cinco menores distribuidoras em uma só (Energisa Sul Sudeste), aprovação de um investimento atrativo no setor de transmissão, revisões tarifárias favoráveis junto à Aneel, entrega de crescimento de energia distribuída acima da média nacional e reestruturação de passivo financeiro em ótimas condições. Para 2018, esperamos mais um ano promissor, sendo os dois principais eventos (i) as revisões tarifárias das subsidiárias de Mato Grosso, Mato Grosso do Sul e Sergipe e (ii) o fechamento de capital de Mato Grosso. Continuamos muito animados com o caso. É a nossa segunda maior posição.

B3 – o ano de 2017 marcou a conclusão da importante fusão da BM&F Bovespa com a Cetip. Em março, a nova diretoria assumiu a companhia e deu início ao processo de integração. Enquanto a gestão anterior se dedicou a montar a companhia com as características que ela tem hoje – maior empresa de infraestrutura de mercados financeiros da América Latina – a gestão que assume tem a missão de estreitar o relacionamento com todos os participantes do mercado e desenvolver novos produtos. Enxergamos muitas oportunidades de crescimento. Continuamos muito animados com as perspectivas para o negócio também.

Rumo – iniciamos este investimento no segundo trimestre e aumentamos a posição consideravelmente ao longo do terceiro trimestre, quando o mercado (inicialmente) reagiu mal a uma proposta de aumento de capital. Nossa leitura foi de que o aumento seria muito benéfico para a companhia. Além disso, o fato de o controlador anunciar que participaria integralmente da oferta também nos deu bastante conforto para aumentar a posição. Ainda existem alguns pontos de atenção: a renovação da concessão da Malha Paulista, a aprovação da linha de financiamento de longo prazo junto ao BNDES e o desenvolvimento do projeto de extensão da linha de Rondonópolis até Sorriso. Estamos monitorando de perto esses eventos, mas as perspectivas continuam muito boas para o caso.

Guararapes – a companhia mostrou importante evolução operacional ao longo do ano (o segundo e o terceiro trimestres confirmaram isso). As perspectivas para o quarto trimestre são de continuidade dessa melhoria, tanto no desempenho das lojas quanto no desempenho de sua carteira de financiamento das vendas. Acreditamos que suas ações ainda negociam com um desconto excessivo (mais de 35%) em relação às Lojas Renner, mesmo tendo um avanço significativo nas suas operações. Algum desconto por liquidez, governança e *track record* é justificado, mas não do tamanho atual.

⁵ IPO, Initial Public Offering, é a listagem inicial de ações de uma empresa em Bolsa. No caso da Energisa, trata-se de um “Re-IPO”, pois suas ações eram muito ilíquidas, quase não negociadas – e a companhia optou por levantar recursos para financiar seu crescimento, o que, em paralelo, aumentou a liquidez de suas ações.

Valid – esse é o caso que nos decepcionou ao longo de 2017. Nossas estimativas iniciais indicavam que a companhia recuperaria volumes mais rapidamente do que a realidade nos mostrou. Erramos nas premissas. A ação sofreu, conseqüentemente. A boa notícia é que, embora os resultados ainda não estejam no nível que esperamos, a estrutura de capital da companhia não se deteriorou. A diretoria tem feito importantes ajustes de custos e despesas nos últimos dois anos, de forma que, quando as vendas melhorarem, deveremos ver uma significativa expansão dos lucros. Não fizemos movimentações na posição durante o quarto trimestre. Estando nossas premissas somente atrasadas (e não incorretas), esperamos retornos muito interessantes para o investimento a partir dos níveis atuais de preço.

TEOREMA FIEX

No quarto trimestre de 2017, o Teorema FIEX teve retorno de 7,5% em reais e 3,0% em dólares, enquanto o S&P 500 teve retorno de 10,8% em reais e 6,1% em dólares. O real se apreciou 4,4% no período. No ano, o Teorema FIEX subiu 13,4% em reais e 11,8% em dólares, enquanto o S&P 500 subiu 21,2% em reais e 19,5% em dólares. O real se apreciou em 1,5% no período.

As principais posições do fundo continuam sendo ETF de S&P 500 (21,3%), Citigroup (14,2%), Johnson & Johnson (12,9%), Berkshire Hathaway (12,9%), e Disney (7,6%). O restante da carteira (31,1%) segue alocado em títulos de dívida (*bonds*) de empresas brasileiras (B3 e Itaú).

Conforme escrevemos ao longo de 2017, passamos o ano com uma postura bastante cautelosa em relação ao mercado americano. Essa cautela foi manifestada no fundo por meio de uma posição elevada em títulos de dívida (*bonds*) e por meio de posições compradas em proteções de S&P 500. Olhando para o retrovisor, obviamente essa cautela se mostrou desnecessária. Acertar o *timing* de movimentos de mercado é algo que não nos propomos a fazer, mas, na construção *bottom-up* do portfólio, optamos por nos manter cautelosos *vis-à-vis* os pouco atraentes retornos esperados que enxergávamos (e continuamos enxergando) nas ações das empresas. O que nos deixa contentes é que ao menos a carteira de ações teve desempenho superior ao índice – mesmo sendo, na nossa visão, uma carteira mais defensiva. No agregado, o portfólio de ações subiu 20,5% vs 19,5% do índice.

Nossa visão pouco mudou. O cenário para as economias desenvolvidas continua positivo, com aceleração do crescimento econômico, inflação até o momento sob controle e liquidez abundante. Para os EUA especificamente, ainda há um importante impulso de curto prazo que é a reforma tributária aprovada pelo Congresso no fim de 2017. Os mais céticos começam a apontar para o risco de um potencial sobreaquecimento da economia americana, com impactos potenciais não desprezíveis em inflação e taxa de juros. Mas o mercado não está interpretando dessa maneira.

Esse otimismo, e “mais um pouco”, na nossa opinião, está incorporado nos preços dos ativos. Tudo isso em um ambiente de baixíssima volatilidade⁶ e – como já manifestamos anteriormente – a volatilidade nesses níveis nos preocupa. A sensação é que a estabilidade está germinando a instabilidade. Temos aproveitado esses níveis para comprar mais algumas proteções para o fundo.

Não utilizamos volatilidade para medir risco, justamente porque seria um despropósito argumentar que as bolsas globais, que estão próximas dos níveis mais altos de *valuation* de suas histórias e indo para o 10º ano consecutivo de alta, se encontram nos menores níveis de risco. Acreditamos, na verdade, no oposto.

Nosso portfólio de empresas não é frágil, portanto não enxergamos risco de perda permanente de capital à medida que os mercados se tornem mais voláteis. Pelo contrário. Temos na carteira empresas líderes, com endividamento adequado e todas geridas por experientes administradores e alocadores de capital. Se houver uma correção acentuada dos mercados, seremos compradores dessas mesmas empresas.

O destaque do trimestre ficou com a Disney, que anunciou a compra da melhor parte da 21st Century Fox por US\$ 52,4 bilhões, a maior aquisição de sua história. 21st Century Fox é uma das maiores empresas de mídia do mundo, com produções como Avatar, X-Men e The Simpsons, além de canais de televisão como Fox Sports, FX e National Geographic, dentre outros. A empresa detém ainda participação de 30% no Hulu⁷, um serviço de *streaming* que concorre com a Netflix. Uma aquisição desse tamanho deveria nos preocupar, mas confiamos na capacidade que a

⁶ O índice S&P 500 caiu 1% ou mais somente em 4 ocasiões em 2017. Esse número se compara com 22 dias na média dos últimos 5 anos e 36 dias na média dos últimos 10 anos. Não se tem registro de ano tão calmo quanto o de 2017.

⁷ A própria Disney também detém 30% da Hulu. Com essa aquisição, a Disney passará a controlar a Hulu, com 60%.

Disney tem de integrar companhias de conteúdo (exemplos do passado são Pixar, Marvel e Lucasfilm) com sucesso. Estamos muito animados com a tese de investimentos e enxergamos um potencial de retorno muito atrativo nos preços atuais.

TEOREMA GAFISA

No fim de dezembro, decidimos liquidar esse fundo. O retorno obtido durante os 2,4 anos de investimento foi de 44,6% (versus 32,6% do CDI e 55,4% do Ibovespa). Gafisa subiu impressionantes 49,1% no 4T17 e, no ano, teve alta de 20,8%. Já as ações da Tenda subiram 21,8% no 4T17 e 146,0% desde que voltaram a ser negociadas, no início de maio de 2017.

A decisão de liquidar o fundo se deu por duas razões:

- (1) Tenda, depois do *spin-off*, se tornou um ativo muito bem precificado pelo mercado, de forma que os retornos esperados a partir dos R\$ 21,00 por ação nos parecem muito pequenos perante os riscos do negócio (totalmente dependente do programa Minha Casa Minha Vida). Sendo assim, não fazia mais sentido carregar as ações de Tenda a partir desse nível. Estamos satisfeitos com esse investimento. Foi um caso clássico de reprecificação de *spin-off*;
- (2) Gafisa também passou por uma reprecificação importante ao longo do quarto trimestre, fazendo com que seus preços, ao final de dezembro, refletissem um cenário muito otimista para a companhia, cenário com o qual não concordamos. Com essa alta expressiva, decidimos nos desfazer de toda a posição em Gafisa.

Portanto, os dois ativos que o fundo poderia ter chegaram a sua maturidade e, com isso, o fundo perdeu a razão de existir.

TEOREMA ITAÚ

No trimestre, as ações ordinárias do Itaú (ITUB3) tiveram uma pequena queda de 1,9%, enquanto as preferenciais (ITUB4) caíram 1,8%. No ano, ITUB3 subiu 31,1% e, ITUB4, 30,6%.

Não temos outros destaques para o Teorema Itaú além do que foi escrito sobre o banco na seção do Teorema FIA.

Caso tenha alguma dúvida, não hesite em nos contatar.



As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Caso o índice comparativo de rentabilidade utilizado neste material, não seja o parâmetro objetivo do fundo (benchmark oficial), tal indicador é meramente utilizado como referência econômica. Para obter informações sobre o uso de derivativos, conversão de cotas, objetivo e público alvo, consulte o prospecto e o regulamento de cada fundo. Verifique a data de início das atividades destes fundos. Para avaliação da performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses.