

CARTA SEMESTRAL – 1S18

O primeiro semestre de 2018 foi um período que nos lembrou com clareza da figura do Mr. Market¹, a consagrada parábola criada na década de 40 pelo investidor e professor Ben Graham para descrever as flutuações do mercado financeiro. Na visão de Graham, Mr. Market é um investidor hipotético que tem problemas emocionais incuráveis e administra seus investimentos com euforia, pânico e apatia, dependendo do dia. Em alguns momentos esse investidor fica eufórico e só consegue enxergar as virtudes de um negócio e com isso aceita negociar suas ações somente a preços altíssimos. Em outros momentos, esse investidor está depressivo e não consegue enxergar nada além de problemas e assim negocia suas ações em preços muito baixos. Típico comportamento de um sujeito bipolar, como a psicologia moderna o definiria. Vimos isso acontecer nesse primeiro semestre.

*“The market is there to serve you. Not guide you.”
Benjamin Graham*

No início do ano, o mercado financeiro brasileiro operou no lado da euforia, puxado pela condenação (esperada) do ex-presidente Lula, pela divulgação de dados encorajadores da atividade econômica do 4T17 (o que poderia indicar uma retomada mais pujante à frente) e por um mercado global aquecido. Com essa animação toda, o Ibovespa chegou a negociar a 88.300 pontos no fim de fevereiro, uma alta de 16,0% no ano até aquele momento.

Já em maio, o mercado “deu um cavalo-de-pau”. Conforme o ano avançava e indicadores econômicos do 1T18 começavam a mostrar uma desaceleração da economia (ao contrário do que muitos imaginavam somente um trimestre antes), o mercado começou a ficar cético com o crescimento esperado de 2,5-3,0% para 2018 e passou a ajustar gradualmente suas expectativas. Mas foi nas últimas semanas de maio que a situação se deteriorou mesmo. A greve dos caminhoneiros jogou um balde de água fria no ânimo geral. Não somente expôs novamente as fragilidades da situação como foi resolvida da pior maneira possível - com o Governo tendo que entregar R\$ 14 bilhões em subsídios (sempre eles) para acabar com a paralisação. Esse evento foi a gota d’água para o mercado, que passou a reverter as expectativas positivas que haviam sido criadas no início do ano acerca da recuperação econômica. O mercado migrou para o lado da depressão. Versus a máxima alcançada no final de fevereiro, o Ibovespa caiu 18,5% e fechou o semestre com queda de 4,8% no ano. O índice Small Cap Bovespa fechou com queda de 9,0% no semestre.

Mas qual sentimento faz mais sentido atualmente – pânico ou euforia? Como temos defendido carta após carta, não acreditamos em grandes taxas de crescimento econômico para o Brasil enquanto não encararmos de frente todos os nossos já conhecidos gargalos. Mas, o que mais nos surpreendeu – mesmo considerando nossa avaliação cautelosa da situação – foi a rapidez com que essa recuperação (ou ensaio de recuperação) se dissipou. E isso depois que o Banco Central reduziu a Selic de 14,25% para 6,50%, nível mais baixo da nossa história.

É consenso que, enquanto não acontecerem as reformas, o **PIB potencial** (de médio/longo prazo) continuará em níveis baixíssimos; no entanto, esperávamos uma **recuperação cíclica** mais robusta e duradoura. Essa frágil retomada só reforça a visão de que os nossos problemas não são invenções e que essas eleições são de extrema importância. A sensação que temos é que o motor da economia brasileira está rodando com gasolina “batizada”. O cenário até as eleições é de interregno na economia real e volatilidade nos mercados.

Porém, tudo tem um lado positivo: dada essa situação, a pauta econômica volta para o centro do debate nas eleições. Nos parecia até pouco tempo que segurança e corrupção dominariam as conversas, e a economia seria “deixada de lado” – pois já mostrava alguns sinais de melhora. Mas não. Vamos ser obrigados a, felizmente e finalmente, discutir tamanho e funções do Estado, reformas constitucionais, privilégios para grupos organizados, funcionalismo público e tantos outros assuntos que engessam a economia brasileira. Enfim, será um debate que tratará do inevitável: quem vai pagar tudo isso e que tipo de país queremos ser daqui para a frente.

¹ Caso tenha interesse em se aprofundar no tema, recomendamos a leitura dessa reportagem: <https://goo.gl/VQHHUf>. Não acreditamos que o mercado opere desse jeito o tempo todo. Pelo contrário, na maioria dos dias esse tal de Mr. Market está calmo e precifica os ativos com razoabilidade. Mas de tempos em tempos ele migra para os extremos, operando ou na euforia ou na depressão. Na verdade, precisamos desses dois mundos para achar boas oportunidades de investimento.

Embora ainda não tenhamos identificado o candidato forte de voto e de Congresso para tocar essa agenda, nosso cenário base continua sendo o de que teremos nas eleições um resultado “minimamente razoável” e de que o novo grupo no poder terá que atacar as principais travas do crescimento econômico. Sabemos dos riscos que o cenário de “não-reforma” traz ao país, mas, por ora, seguimos com a premissa de que haverá alguma racionalidade (por vontade ou por necessidade) no próximo Governo.

TEOREMA FIA

No primeiro semestre de 2018, o fundo teve um desempenho negativo de 6,5%, contra uma queda de 4,8% do Ibovespa. Como falamos na introdução desta carta, esse semestre foi de muita volatilidade em todos os mercados. Durante esse período nossa estratégia permaneceu inalterada. Continuamos investidos nas mesmas companhias por acreditarmos que todas elas têm trajetórias empresariais sustentáveis. O que muda é o tamanho relativo que cada caso tem na carteira, conforme os retornos esperados aumentam ou diminuem

Com essa abordagem na gestão do portfólio, encerramos o mês de março com aproximadamente 22% do fundo em caixa, pois não enxergávamos naquele momento retornos esperados tão atraentes, dada a forte alta da bolsa no início do ano.

1S18	Desempenho	Contribuição
Ibovespa	-4,8%	
Índice Small Caps	-9,0%	
Teorema FIA	-6,5%	-6,5%
Energisa	7,1%	0,8%
Rumo	8,7%	0,8%
Itaú	-5,3%	0,7%
Camil	-15,7%	-0,8%
B3	-10,2%	-0,9%
Eneva	-14,4%	-0,9%
M Dias	-28,2%	-1,0%
Outros		-1,0%
Alpargatas	-30,7%	-1,4%
Guararapes	-37,1%	-2,8%

Fonte: Teorema e Bloomberg

Essa redução tática de exposição à bolsa nos permitiu suavizar as quedas sofridas ao longo de Abril e Maio. Na verdade, mais que isso. Nos permitiu ter “munição” (e paz de espírito) para aumentar a exposição a empresas das quais gostamos a preços mais atrativos. Foi isso que fizemos – alocamos em torno de 17% do fundo durante esses dois meses.

E por que fizemos isso diante de tantos riscos percebidos no horizonte? Primeiro porque estamos seguindo estritamente nosso processo de investimento. Segundo porque, conforme os preços caíam, começamos a enxergar retornos esperados muito interessantes. Em alguns casos, enxergamos TIRs de médio prazo acima de 25% ao ano, nível que julgamos já muito atrativo para remunerar bem o capital pelos riscos empresariais que escolhemos correr. Evidentemente que estamos passando ainda por um período de grande indefinição política, mas acreditamos que as empresas em que investimos tendem a desempenhar razoavelmente bem em muitos cenários que traçamos. Nossas teses de investimento são, em sua maioria, de empresas líderes e relevantes em seus setores, que têm baixa ciclicidade em seus negócios, incontestável saúde financeira (muitas de nossas empresas estão atualmente com caixa líquido), alinhamento de interesses muito claro e comprovada capacidade de alocação de capital humano e financeiro da equipe executiva.

Além desses aspectos qualitativos, sempre pautamos nossas projeções no conservadorismo, tanto nas premissas embutidas quanto na taxa de desconto (e/ou múltiplo de venda). Com boas empresas escolhidas e projeções conservadoras, o que faltava para alocarmos mais era um preço atrativo de compra, algo que o mercado nos deu ao longo de Abril e Maio deste ano. Com essa equação fechada, decidimos por alocar boa parte do caixa nesse momento de indefinição. Afinal de contas, acreditamos numa máxima do mercado que diz que “não existe preço bom de compra e notícia boa ao mesmo tempo”.

Quanto às movimentações da carteira, mais no início do ano fizemos uma redução importante na posição de Itaú e zeramos a posição em Tenda. Em contrapartida, fizemos aumentos marginais em Valid, Rumo, Eneva, Alpargatas e Camil. Já entre Abril e Maio, com essa forte queda da bolsa, partimos para as compras (nessa ordem) de M Dias, B3, Fleury, Guararapes, Alpargatas, Rumo, Itaú, Valid e Camil.

Continuamos acreditando que o momento operacional e financeiro das empresas é de melhora, mesmo com todo esse ambiente conturbado que estamos vivenciando. O que o mercado ajustou nesses últimos meses foi a velocidade e a intensidade com que essa melhora deverá acontecer. Nossas premissas já embutiam velocidade e intensidade de recuperação mais baixas.

Como exemplo, citamos a Energisa, que no início do ano divulgou ótimos resultados operacionais e financeiros relativos a 2017 e 1T18. A companhia também passou, nesse primeiro semestre, por revisão tarifária em três das suas principais distribuidoras que superaram as expectativas do mercado, com aumentos substanciais na base de remuneração dos ativos, dos custos operacionais e da remuneração regulatória. Outro destaque foi a aquisição de uma participação adicional na sua controlada Energisa Mato Grosso em condições muito favoráveis. Com isso, as *units* da Energisa (ENGI11) se valorizaram em 7,1% no primeiro semestre.

Itaú também se destacou nesse período. Com bons resultados do 4T17 e 1T18 e divulgação das expectativas (*guidance*) para 2018 apontando para um crescimento de lucro líquido acima das expectativas de mercado, ITUB4 subiu 26,0% só em janeiro. Aproveitamos essa forte alta e diminuimos bastante nossa posição no banco. Trata-se de um dos melhores ativos empresariais do Brasil, mas, negociado a quase 3x seu valor patrimonial, nos parecia um caso de excesso de otimismo. Nos meses seguintes, ITUB4 recuou consideravelmente e seu desempenho no semestre ficou negativo em 5,3%. Da máxima alcançada em janeiro, ITUB4 recuou mais de 24% no fechamento do semestre.

Rumo foi outro destaque positivo, tendo fechado o semestre com alta de 8,7%. Esse é outro caso empresarial que está sendo muito bem executado e os resultados do 1T18 começam a mostrar isso: crescimento de 18% (YoY) no volume transportado, de 16% na receita e de 32% no EBITDA. A companhia continua investindo bastante para melhorar sua eficiência e capacidade de transporte de carga e estamos confiantes que veremos volumes consideravelmente maiores sendo transportados nos próximos anos, em linha com a nossa tese de investimento. Do lado negativo, destacamos a Guararapes. Suas ações caíram 37,1% no semestre, por dois motivos principais, na nossa visão: primeiro, por se tratar de uma companhia totalmente dependente do mercado interno, ligada ao consumo discricionário (isto é, compra facilmente postergável) e, segundo, por se tratar de uma ação de baixa liquidez, com pouca cobertura de analistas. Para nós essa queda foi um exagero. Dado que as perspectivas para o negócio continuam muito animadoras (inclusive não sentimos necessidade de alterar nossas projeções), aproveitamos para aumentar a posição.

TEOREMA FIEX

No primeiro semestre de 2018, o Teorema FIEX teve retorno de 13,3% em reais e queda de 2,8% em dólares, enquanto o S&P 500 teve alta de 1,7% em dólares e 18,5% em reais. No ano, o real se desvalorizou 16,6% frente ao dólar americano, terminando o semestre a R\$ 3,88.

As principais posições do fundo continuam sendo ETF de S&P 500 (21,0%), Berkshire Hathaway (11,9%), Citigroup (11,8%), Johnson & Johnson (11,2%) e Disney (10,8%). O restante da carteira (29,9%) segue alocado em títulos de dívida (*bonds*) de empresas brasileiras (B3 e Itaú).

O principal fator que impactou os mercados desenvolvidos no primeiro semestre desse ano foi o anúncio de medidas protecionistas impostas pelo Estados Unidos contra alguns parceiros comerciais, sendo a China o principal alvo. Trata-se de um tema que pode crescer para uma guerra comercial global, trazendo efeitos potencialmente negativos para os mercados. Outro destaque é que os dados de atividade econômica divulgados nesse período continuam vindo muito fortes, apontando para um crescimento global da ordem de 3,8% em 2018 e 2019.

Os mercados estão monitorando esses assuntos de perto e já começam a refletir no preço dos títulos do governo americano um cenário menos benigno para a inflação. Sendo assim, continuamos esperando um processo de normalização monetária nos EUA.

De maneira geral, as companhias estão apresentando resultados financeiros sólidos. A maior preocupação dos agentes do mercado se virou para os múltiplos de negociação implícitos, pois, após anos de taxas de juros extremamente baixas, estamos começando a entrar numa fase de juros mais altos, o que – tudo o mais constante – deveria implicar em múltiplos menores.

As principais contribuições positivas no semestre foram: ETF de S&P 500 (0,45% de impacto positivo), e Kraft Heinz (nova posição) com impacto positivo de 0,41%.

As principais contribuições negativas vieram de Johnson & Johnson e Citi. As ações do Citi tiveram uma queda de 10,9% no período, impactando negativamente a cota em -1,3%. Já as ações da JNJ tiveram um desempenho negativo de 13,7%, impactando o fundo em -1,7% nesse período. Nos dois casos, a principal razão para a queda foi um ajuste



de expectativas do mercado depois de fortes altas. Ambas entregaram resultados muito bons no 4T17 e 1T18, mas o mercado esperava mais.

Quanto às movimentações na carteira, foi um semestre de pouca atividade. Fizemos aumentos marginais em Disney e a rolagem da proteção comprada de S&P 500 para janeiro de 2019.

Caso tenha alguma dúvida, por favor 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.