

Carta Semestral - 2S18

No segundo semestre de 2018, o assunto eleição dominou a agenda do país e conseqüentemente dos mercados, como era esperado. Foi um pleito inédito em muitas dimensões: pela intensidade de participação da população no processo eleitoral, pela substituição da mídia centralizada tradicional pelas descentralizadas redes sociais, pela disseminação de *fake news*, pela superficial discussão dos graves problemas do país e, claro, pelo atentado sofrido pelo então candidato Jair Bolsonaro.

Conforme a vitória de Bolsonaro se consolidava, os mercados começaram a relaxar e os preços dos principais ativos de risco voltaram a subir. Não houve euforia, mas eliminou-se do cenário o risco de extremo estresse que poderia significar a eleição de Fernando Haddad e a volta de um projeto econômico considerado por boa parte da população a causa da histórica recessão que o Brasil enfrenta.

Bolsonaro foi eleito por um país bastante dividido. Muitos dos seus votos foram de um movimento de protesto contra o PT. Mas o pedido geral das urnas foi bem claro: mudanças e o fim do "sistema dominante" até então. Essa eleição confirma a visão de que as mudanças pelas quais a sociedade está passando (desde os protestos de junho de 2013) são tectônicas tanto na economia quanto na política. E nos valores da sociedade também, arriscamos dizer. São movimentações muito importantes acontecendo simultaneamente. Não podemos subestimá-las.

E o que enxergamos daqui para frente? Como será o novo governo? Que ambiente econômico global teremos para conduzir as esperadas reformas?

Vemos o primeiro semestre de 2019 como determinante, pois será quando conseguiremos analisar a profundidade, o *timing* e o apoio político que o governo Bolsonaro terá de fato para conduzir as necessárias reformas, especialmente a da previdência.

O que vimos até agora dá algumas pistas. Apesar de algumas indicações bastante controversas para certos cargos chave no alto escalão, Bolsonaro conseguiu ganhar novos apoios da sociedade desde que foi eleito. Primeiro, com a indicação do juiz Sergio Moro para a pasta da justiça, Bolsonaro fez um movimento político de impacto e colocou no centro do seu governo o combate à corrupção, cumprindo uma importante promessa de campanha. O segundo grande movimento foi a consolidação de poder em torno do ministro da economia Paulo Guedes, reforçando a visão de que tentará uma guinada liberal na economia, algo também dito na campanha.

Guedes aparentemente tem a liberdade necessária para montar sua equipe. E o ministro não decepcionou. Teve humildade suficiente para enxergar bons quadros no governo Temer, a sensatez para indicar gente com traquejo na máquina pública e a ousadia para apontar novas cabeças para ajudar na oxigenação do pensamento econômico. O resultado é uma equipe que não se via há tempos.

O desafio continua sendo o Congresso Nacional que, mesmo tendo passado por uma renovação razoável, aparentemente ainda continua desconectado da realidade fiscal do país. Aprovar reformas constitucionais sempre foi um drama em toda a nossa história. Não será diferente desta vez. Neste contexto, vemos o novo governo tentando fazer as coisas de forma diferente, postura difícil de avaliar de antemão. Ao negociar com bancadas temáticas ao invés de tratar diretamente com os partidos, uma outra lógica de fazer política começa a tomar forma: um modelo de relacionamento com o Congresso onde o famoso toma-lá-dá-cá é substituído por indicações técnicas vindas das bancadas temáticas e não de indicações políticas dos partidos. Maravilhoso na teoria. A se provar na prática.

Naturalmente, ainda estamos no campo das expectativas. O lado positivo é que o novo governo assume o país com uma economia estabilizada, com retomada do crescimento, inflação abaixo da meta (mesmo com dois grandes choques em 2018 – greve dos caminhoneiros e 15% de depreciação cambial) e Selic no patamar mais baixo da história.

Além destas questões internas, uma outra fonte de incerteza vem da economia mundial, que começa a enviar sinais de exaustão depois de muitos anos de recuperação. Com desaceleração na Europa, guerra comercial potencialmente nociva entre China e EUA e o Fed retirando liquidez do sistema, os ativos de risco mundo afora começaram a reagir, com fortes quedas generalizadas nos principais mercados. A torcida é para que isso não se traduza em elevada volatilidade, principalmente na moeda brasileira, o que poderia dificultar os ajustes tão necessários.

Torcemos para que o pragmatismo tome conta deste governo. Que escolha as grandes batalhas logo de cara para aproveitar o elevado capital político conquistado nas urnas. Que não se perca em caça a fantasmas ideológicos nem em bate-bocas desnecessários com a oposição sobre temas pouco relevantes. O momento é de foco nos ajustes, aproveitando que a oposição ainda se encontra desorganizada e sem uma liderança clara.

MOS GLOBAL

No segundo semestre de 2018, o MOS Global teve retorno de -2,9% em reais e -3,0% em dólares, enquanto o S&P 500 teve retorno de -7,3% em reais e -7,8% em dólares. O real ficou praticamente estável nesse período, embora tenha sofrido com alta volatilidade. No ano, o MOS Global subiu 10,0% em reais e caiu 6,1% em dólares, enquanto o S&P 500 subiu 9,8% em reais e caiu 6,2% em dólares – a primeira queda anual desde 2008. O real se depreciou em 14,7% no ano.

As posições do fundo ao final de 2018 eram: ETF de S&P 500 20,0%, Berkshire Hathaway 13,0%, Disney 13,0%, Citigroup 12,0%, Johnson & Johnson 8,0% e uma pequena nova posição em Kraft Heinz de 4,0%. O restante da carteira (30,0%) segue alocado em títulos de dívida (*bonds*) de empresas brasileiras (B3 e Itaú).

O segundo semestre de 2018 foi marcado por um alto nível de volatilidade, algo que há tempos não se via nos mercados. Dezembro, especificamente, foi um mês brutal para ativos de risco pelo mundo todo. Foi o segundo pior dezembro desde a Grande Depressão, com o S&P 500 caindo 9,2% no mês. A explicação passa por vários temas; mas resumidamente, foi uma junção de desaceleração da economia mundial com guerra comercial entre China e EUA e aumento de juros (e/ou retirada de liquidez) na moeda americana. Com isso, o mercado começou a ajustar os preços antecipando uma possível recessão¹ global nos próximos meses.

O ano todo de 2018 acabou sendo muito ruim para ativos de risco em dólares de maneira geral². Bolsas caíram mundo afora. As moedas dos principais países desenvolvidos e emergentes depreciaram contra o dólar. Dos 48 fundos de países³ que acompanhamos, em 2018 somente 3 deles tiveram retornos positivos em dólares: Catar (20,1%), Arábia Saudita (13,1%) e Nova Zelândia (0,4%). Dos piores desempenhos negativos podemos destacar Turquia (-41,5%), Argentina (-33,5%) e Grécia (-32,9%). Outros destaques são: Alemanha (-21,4%), Coreia do Sul (-20,4%), Japão (-14,1%) e China (-13,3%).

Temos defendido uma postura mais cautelosa em relação ao mercado americano há algum tempo. Diferentemente do Brasil, os EUA (e em boa medida a Europa e alguns países da Ásia, inclusive a China) se encontram em um estágio bem mais avançado do ciclo econômico. Frente a esse cenário, e por que os mercados não paravam de subir (diminuindo assim os retornos esperados), optamos por carregar uma posição elevada de caixa/*bonds* ao longo de 2017 e integralmente em 2018. Ainda optamos também por comprar uma proteção para o S&P 500 nesse período todo.

Seguem os principais destaques relacionados às nossas posições:

¹ A definição tradicional de recessão é uma queda significativa na atividade econômica que perdura por alguns meses. O indicador técnico de uma recessão é de duas quedas consecutivas de PIB trimestral.

² Um estudo do Deutsche Bank apontou que 89% dos ativos financeiros do mundo tiveram retornos negativos em USD em 2018, o pior número desde 1901. <https://bloom.bg/2SSZww6>.

³ São ETFs que replicam o principal índice de bolsa desses países, só que em dólares americanos.



Citigroup – foi a surpresa mais negativa de 2018. Com o tema de recessão global tomando conta dos mercados, os bancos de maneira geral sofreram com o medo de que poderiam existir mais perdas de crédito frente a essa eventual recessão. Com o Citi não foi diferente (-22% no 2S18 e -30% em 2018). JP Morgan (-7%), US Bancorp (-12%), Bank of America (-15%), Wells Fargo (-22%), Morgan Stanley (-23%) e Goldman Sachs (-34%) também sofreram quedas importantes no ano. Com retorno sobre patrimônio tangível acima de 11% em 2018, não faz sentido o banco negociar abaixo de valor patrimonial. Essa queda maior nos pareceu exagero de mercado. Portanto, voltamos a comprar ações do Citi no fim de 2018.

Disney – o segundo semestre foi transformador para a companhia. Prestes a concluir a aquisição de boa parte dos ativos da Fox (numa transação multibilionária), a Disney se reposicionou como uma empresa mais global, com muito mais conteúdo de alta qualidade e posição estabelecida no negócio de *streaming*⁴, via controle do Hulu. O segmento de parques e hotéis continua muito bem. Mesmo com aumentos de preços sucessivos nos preços dos *tickets*, o interesse de visitantes continua sendo muito maior que a capacidade dos parques. Não é à toa que a Disney anunciou investimentos maciços nessa unidade. Especula-se que investirão em torno de US\$ 24 bilhões (sim, o equivalente a quase R\$ 90 bilhões) em seus parques de Orlando, Califórnia e Hong Kong nos próximos 5 anos, com atrações novas do *Toy Story* e *Star Wars*; eventualmente construirão até um novo parque. Por outro lado, o negócio da ESPN continua sofrendo por conta dos cancelamentos de assinatura de TV a cabo mundo afora. Com o desenvolvimento do negócio de *streaming*, esperamos que a ESPN retome o seu protagonismo com certa facilidade. Gostamos muito do caso e enxergamos retornos de duplos dígitos em dólares para os próximos anos.

Kraft Heinz – é um investimento iniciado ao longo do segundo trimestre de 2018. A fabricante dos famosos *ketchups* Heinz e queijo Philadelphia é hoje co-controlada pela 3G Capital (dos brasileiros Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Beto Sicupira) e pela Berkshire Hathaway de Warren Buffett. A tese inicial foi baseada em uma companhia muito bem gerida, detentora de importantes marcas globais, com as melhores margens da indústria e com um problema de crescimento de vendas nos EUA, principalmente. Nossa aposta era que a turma do 3G, conhecida pelos feitos do passado na AB Inbev e no Burger King, conseguiria virar esse jogo e, caso conseguisse, o investimento em Kraft Heinz seria muito rentável para os acionistas. Até o momento, essa tese está para se provar. O caso continua pequeno em nosso fundo, pois ainda não ganhamos a necessária convicção de que essa batalha será vencida. Mas, em se tratando de uma empresa do 3G, vale acompanhar os desenvolvimentos. Começamos a montar posição no segundo trimestre, depois de uma forte queda das ações.

Caso tenha alguma dúvida, por favor não hesite em nos contatar.

Obrigado pela confiança,

MOS Capital

+55 11 3085-1522

ri@moscapital.com.br

www.moscapital.com.br

⁴ *Streaming* é uma forma de distribuição digital (especialmente de áudio e vídeo) *on demand* estável e de fluxo contínuo que permite a reprodução da mídia começar antes de todos os dados terem sido baixados. Um exemplo é o Netflix.



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.