



CARTA TRIMESTRAL – 1T17

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 mandatário. 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.

MOS GLOBAL

No primeiro trimestre de 2017, o Teorema FLEX 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 FLEX 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.

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

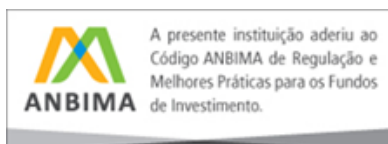
Obrigado pela confiança,

MOS Capital

+55 11 3085-1522

ri@moscapital.com.br

www.moscapital.com.br



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.