



## CARTA TRIMESTRAL – 3T17

### Otimistas, porém alertas

Enquanto o segundo trimestre de 2017 ficou marcado negativamente pela divulgação dos "áudios do Joesley", neste terceiro trimestre assistimos a volta do otimismo com o Brasil. A crise política, que, a rigor, continua não dando trégua, passou para segundo plano e a recuperação cíclica da economia começou a ganhar destaque. Indicadores de atividade mostrando uma recuperação mais disseminada da economia, combinados com baixíssimo nível de inflação e taxa de juros rumo a níveis inéditos (para os nossos padrões) foram mais fortes que os sinais controversos emitidos por Brasília. As bolsas mundo afora também continuam desempenhando muito bem, resultando assim em um fluxo crescente para investimentos em ações e fazendo com que a bolsa brasileira tivesse um dos melhores trimestres em muitos anos. O índice Ibovespa subiu 18,1% no período e 23,4% no acumulado do ano.

É inegável que a atividade econômica começou a "engrenar", mas o ciclo de recuperação desta crise é diferente dos demais. Esta crise foi mais longa, mais profunda e com mais desemprego que as anteriores. Os dados de atividade de agosto e setembro ainda oscilam entre a expansão e a recessão, mas tudo indica que o pior já passou e que estamos sim a caminho de uma recuperação (embora lenta).

O que poderia acelerar essa recuperação? O que transformaria essa recuperação cíclica em duradoura/estrutural? A única maneira que enxergamos é por meio de investimentos maciços de longa maturação (educação, infraestrutura, tecnologia, máquinas, etc). Para que isso aconteça, as incertezas precisam se dissipar o mais rápido possível. Duas das principais - crise política e sustentabilidade das finanças públicas - precisam ter um desfecho. Tudo indica que estes assuntos serão levados para as eleições de 2018. Enquanto isso não se resolver, os horizontes não se dilatarão. Sem reformas, o voo será mais uma vez de "galinha". Portanto, de qualquer ângulo que se olhe, continuamos operando em um cenário de curtíssimo prazo para o país. Arriscar qualquer visão de longo prazo seria imprudente.

Como temos agido nesse ambiente? A pergunta mais importante que temos tentado responder é: quais premissas estão embutidas nos preços atuais dos ativos de risco? Não é trivial responder a essa questão, mas nos parece que os preços, de maneira geral, começam a refletir um crescimento bem mais robusto da economia de 2018 em diante. Além disso, nos parece também que os preços indicam que a probabilidade de um candidato com agenda populista vencer as eleições do ano que vem é praticamente nula, o que indiretamente implica que todas as demais alternativas de candidatos são positivas para o mercado/economia. Achamos muito cedo para "cravar" essas duas premissas (crescimento e eleições) com veemência.

Reconhecemos, por outro lado, que saídas de crise costumam surpreender positivamente. Mesmo com dificuldades no Congresso, atualmente em "survival mode", o Governo tem tido algum sucesso na implantação de sua agenda econômica. Além disso, as empresas foram forçadas a reduzir fortemente seus custos e despesas nos últimos 3 anos para se adaptar à nova realidade de demanda. Houve ainda um afrouxamento monetário (queda da Selic) importante nos últimos meses. Tudo isso ajudará os lucros das empresas saudáveis e bem posicionadas, mas, para que as ações dessas empresas continuem se valorizando, seus resultados terão que crescer ainda mais do que já está embutido nos valuations atuais.

Quanto à gestão do portfólio, continuamos seguindo rigidamente nosso processo de investimento na construção das posições, dando bastante ênfase ao downside risk, tentando avaliar com clareza quais riscos estamos correndo, se estamos sendo remunerados por isso e se há margem de segurança sem



relaxar critérios de investimento para "capturar" oportunidades do momento. Continuamos acreditando que não sofrer grandes perdas é tão (ou mais) importante quanto ter grandes acertos e que sermos sócios de empresas líderes, bem geridas e com saúde financeira é o melhor que podemos fazer com o seu dinheiro.

## **MOS GLOBAL**

No terceiro trimestre de 2017, o Teorema FLEX teve retorno de -2,7% em reais e 1,6% em dólares, enquanto o S&P 500 teve retorno de -0,45% em reais e 4,0% em dólares. O real se apreciou em 4,4% no período. No ano, o Teorema FLEX sobe 5,5% em reais e 8,6% em dólares, enquanto o S&P 500 sobe 9,4% em reais e 12,5% em dólares. O real se apreciou em 2,9% 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 segue alocado em bonds de empresas brasileiras (B3, Caixa Econômica Federal e Itaú). Ou seja, temos optado por manter o fundo o menos alocado possível em ações.

O principal destaque do trimestre foi Citi, cujas ações continuam passando pelo tão esperado processo de reprecificação, depois de anos para trás do resto da bolsa. Citi sobe 9,3% no trimestre e 23,7% no ano. Dado o momento atual do banco, de solidez operacional e aumento do capital retornado aos acionistas, acreditamos que pelos próximos anos este continuará sendo um bom investimento.

Neste terceiro trimestre, decidimos desinvestir de Nestlé, depois de uma forte alta de suas ações (+21,3% no ano) e por não conseguirmos enxergar retornos atrativos para o caso nos próximos anos. Embora mais recentemente a companhia tenha contratado um novo CEO e fundos ativistas norte-americanos tenham começado a pressionar a gestão por mudanças, o crescimento consolidado do negócio vem minguando e, na outra ponta, o valuation vem ficando cada vez mais caro. Parte dos recursos da venda de Nestlé foi alocada em Disney, cujas ações têm sofrido por conta principalmente da perda de assinantes do seu canal de esportes, ESPN, um de seus principais negócios. Acreditamos, porém, que a força da "franquia Disney" não diminuiu e que as iniciativas recentes de streaming (um aplicativo para ESPN e outro para o conteúdo Disney) se mostrarão eficientes na manutenção/captura de espectadores.

De maneira geral, continuamos com a mesma visão manifestada na carta anterior. 2017 tem sido o ano em que os astros globais se alinham. As principais economias do mundo desenvolvido têm tido um crescimento forte e sincronizado, com inflação sob controle, o que os economistas chamam de "goldilocks". A liquidez global em moeda forte continua a todo vapor, elevando preços de qualquer ativo mundo afora, derrubando volatilidade para níveis jamais vistos e potencialmente "enganando" muita gente – que pode acreditar que calma significa risco baixo. Alguns começam a dizer que estamos no meio de um "everything bubble". Só para ilustrar o tema, os 11 principais bancos centrais do mundo estão atualmente impondo taxas de juros reais negativas às suas economias. Sim, os Bancos Centrais da Suíça, Suécia, Dinamarca, Noruega, Canadá, Austrália, Polônia e, claro, Japão, Inglaterra, Banco Central Europeu e o FED estão atualmente praticando taxas de juros reais negativas. Já há até um país "emergente" entrando nessa lista: Coréia do Sul também tem praticado taxas de juros reais negativas atualmente.

Um dos efeitos indireto dessa liquidez "exagerada" é que os títulos corporativos especulativos da Europa (European Corporate Junk Bonds) pagam atualmente um retorno muito próximo ao retorno do título público americano de prazo similar. Isto é claramente uma distorção, numa classe inteira de ativos!



São tantos os exemplos para ilustrar o assunto... Enfim, o momento dos mercados globais demanda uma contínua disciplina de alocação. Tanto no fundo estrangeiro quanto no local. Correr menos risco é melhor que correr mais risco neste momento e nestes níveis de preço. Podemos perder alguns minutos a mais da festa, mas tudo nos indica que a relação risco retorno está assimétrica. Controlar o FOMO (Fear Of Missing Out)<sup>1</sup> é muito importante neste momento. E no eterno dilema do value investor, entre o risco de perder dinheiro e o risco de perder a oportunidade, ficamos com o segundo.

Concluimos com uma frase de um famoso investidor americano, Peter Bernstein:

*"The market is not an accommodating machine; it won't give you high returns just because you need them."*

---

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

Obrigado pela confiança,

### **MOS Capital**

+55 11 3085-1522

[ri@moscapital.com.br](mailto:ri@moscapital.com.br)

[www.moscapital.com.br](http://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.

---

<sup>1</sup> FOMO or Fear of missing out is a pervasive apprehension that others might be having rewarding experiences from which one is absent. This social anxiety is characterized by a desire to stay continually connected with what others are doing.