

## Carta Trimestral MOS FIA – 2T17

Este segundo trimestre de 2017 foi marcado pelo fatídico evento da divulgação do áudio do encontro do presidente Michel Temer com um dos controladores da JBS, Joesley Batista. Antes desse evento, o mercado começava a engatar uma marcha de otimismo e a economia parecia caminhar finalmente para estabilização, com o Ibovespa e o câmbio se valorizando e a inflação e os juros em queda livre. Para muitos, as tão esperadas reformas trabalhista e previdenciária passavam a ser só uma questão de tempo. Mas, depois do evento, o que se viu foi um *stress* intenso no mercado financeiro local – equivalente ao da crise financeira de 2008 – com acionamento de *circuit-break* (mecanismo de proteção às variações exacerbadas dos preços em momentos atípicos de mercado) em todos os principais ativos de risco (bolsa, câmbio e juros). Com isso, uma forte reversão de expectativas se desencadeou. Principalmente em relação à reforma da previdência, que é a mais importante de todas.

Esse evento tão emblemático nos lembrou de um trecho de uma carta aos cotistas (“*What Does The Market Know?*”) do famoso investidor americano *Howard Marks*, da *Oaktree Capital*, escrita em janeiro de 2016, logo após uma queda acentuada no mercado americano:

*“My buddy Sandy was an airline pilot. When asked to describe his job, he always answers, “hours of boredom punctuated by moments of terror”. The same can be true for investment managers, for whom the last few weeks have been an example of the latter...”*

Esta passagem relata precisamente como funciona o dia-a-dia da gestão de investimentos: horas e horas de estudos e aprofundamento nos temas que julgamos relevantes intercaladas por alguns momentos de *stress* acentuado.

O aprendizado aqui é que não podemos esquecer-nos do ambiente em que estamos inseridos. Investimos em ativos de risco em um país complexo, cíclico, em transição e que está tentando se passar a limpo. Portanto, estaremos sempre suscetíveis a grandes oscilações de humor e expectativas, algo que necessariamente afeta os preços e, às vezes, também o valor dos ativos.

### Como enxergamos a situação? Muitas incertezas e poucas certezas

Com todos esses acontecimentos, o cenário, que começava a clarear, volta a se anuviar. A boa notícia é que parece que a sociedade brasileira entendeu que a agenda de reformas é uma agenda de Estado. Ou se faz reforma ou o país ficará insolvente. A má notícia é que, provavelmente, a reforma da previdência, que é justamente a mais importante de todas para a continuidade da solvência do país, deverá ser postergada para 2019, quando um novo grupo de pessoas estará no poder. Em 2019, essa reforma inevitavelmente terá que ser mais severa.

Essa eventual postergação nos incomoda por duas razões: (1) a situação fiscal brasileira é delicadíssima e nada no curto prazo indica que isso vá mudar estruturalmente e (2) o mercado financeiro, de maneira geral, a julgar pelo preço dos ativos de risco, não acredita que esse assunto seja um problema. Ou melhor, acredita que esse problema se resolverá logo.

Não compramos essa tese do mercado integralmente. Acreditamos que essa complacência é explicada em grande parte pela tremenda liquidez global corrente, que tem inflado ativos financeiros mundo afora e influenciado diretamente a formação de preços e a percepção de riscos. Esse ambiente benigno continua direcionando recursos para mercados emergentes, permitindo assim que países sigam com suas



contas públicas em frangalhos e que empresas mantenham níveis de alavancagem maiores que os prudentes. Qualquer reversão mais aguda nesse ambiente pode trazer consequências seríssimas para aqueles em situação mais frágil.

O Brasil, infelizmente, é um dos que está em situação mais frágil. Em nossa opinião, e isso foi dito na carta do quarto trimestre de 2016, o país passa por uma crise de balanço (*balance sheet recession*) severa. Nesse tipo de crise, todos os entes geradores de demanda (governos, empresas e famílias) se encontram altamente endividados e passam a direcionar suas energias para redução do endividamento ao invés de investir ou consumir, causando assim uma desaceleração no crescimento econômico.

O que nos preocupa é que o tempo está passando e essa situação não tem melhorado. Tampouco o país cresce. Parar de cair tem sido a notícia comemorada. Nesse contexto, as instituições financeiras privadas estão com baixíssimo apetite para conceder crédito. Compreensível e esperado. Nas públicas, o dinheiro simplesmente acabou. Compreensível e esperado também. Só que tudo isso acontece em um momento muito delicado para os devedores, que precisam reduzir suas dívidas em um ambiente de perspectiva de baixo crescimento econômico e escassez de crédito. Sabemos que essa situação não pode perdurar por muito tempo. O crédito precisa voltar a fluir logo. O prolongamento dessa situação pode estar congestionando em definitivo o canal do crédito. Isso normalmente não acaba bem.

O que é mais surpreendente é que, desde o “evento Joesley”, a economia aparenta não ter sido tão impactada pelo ambiente político. Os dados divulgados desde então mostram algumas piores, mas também mostram algumas melhoras. A expectativa de inflação continuou caindo, o governo mostrou certa força política ao aprovar a reforma trabalhista e o câmbio continuou estável com leve viés de apreciação, o que deve permitir que o Banco Central prossiga com o processo de afrouxamento monetário.

E, por último, com o presidente Temer caindo ou não, o assunto que vai dominar os noticiários em breve são as eleições de 2018. Serão eleitos o novo presidente, os vinte e sete governadores, dois terços dos membros do Senado, a totalidade dos membros da Câmara dos Deputados e os representantes dos poderes legislativos estaduais. Oportunidade única para o país virar a página. Torcemos para que apareçam nomes que tenham a capacidade de interpretar o mundo atual e com isso criarem uma agenda de longo prazo para o Brasil.

## **MOS FIA\***

### **\*Anteriormente Teorema FIA**

No segundo trimestre de 2017, o MOS FIA teve um desempenho positivo de 2,4% contra um desempenho negativo de 3,2% do Ibovespa. No ano, o fundo sobe 14,6%, contra 4,4% de alta do Ibovespa.

Por virtude e um pouco de sorte, o MOS FIA não sofreu as mesmas consequências que o Ibovespa no “evento Joesley”. Seguindo nossa disciplina de *valuation* – depois de um primeiro trimestre muito forte na bolsa como um todo – vínhamos reduzindo algumas de nossas posições conforme seus preços iam subindo. Isso fez com que chegássemos ao evento menos alocados em ações. Com isso, enquanto o Ibovespa caiu 8,8% no “*day after*” Joesley, o MOS FIA caiu quase 2,5 pontos percentuais a menos, 6,4%. Pode parecer pouca diferença, mas essas “pequenas vitórias” certamente nos ajudarão a entregar retornos maiores e mais consistentes ao longo do tempo.

Neste segundo trimestre, tivemos poucas movimentações relevantes na carteira. Aproveitamos quedas mais acentuadas no período para comprar marginalmente B3, Energisa, Iochpe, Valid e Tenda. Também



na esteira dessa queda da bolsa, aproveitamos para iniciar um investimento novo no setor de logística. Falaremos do caso em uma próxima carta.

O destaque positivo do trimestre foram as ações da Guararapes, que tiveram um ótimo desempenho no período, subindo 26,8%. No ano, a alta atinge 57,1%. Reduzimos marginalmente a posição, mas continuamos enxergando retornos interessantes nos preços atuais.

Repetindo exatamente o que foi escrito na última carta: continuamos acreditando que estar majoritariamente alocados em 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.

---

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](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.