

Pé no acelerador!

Procuramos oferecer aos nossos investidores pontos de observação sobre a nossa filosofia de investimento através de cartas esporádicas como esta. Em função da complexidade do assunto, ou da nossa incapacidade de síntese, os textos muitas vezes acabam ficando longos. Dessa vez, facilitaremos muito a vida dos nossos leitores. O título dessa carta diz tudo sobre como estamos enxergando a conjuntura atual e o posicionamento do nosso portfólio.

Na nossa abordagem de investimentos, há duas maneiras de se obter performance ajustada por risco superior ao mercado no longo prazo. A primeira é através da capacidade superior de escolha de ativos ao longo do tempo, que no nosso caso significa fazer uma boa seleção de ações para compor um portfólio equilibrado. A outra maneira é entender e se posicionar diante dos ciclos aos quais estamos expostos. Diante das limitações desses dois caminhos, individualmente, acreditamos que uma gestão de recursos eficiente depende do uso conjunto dessas duas ferramentas.

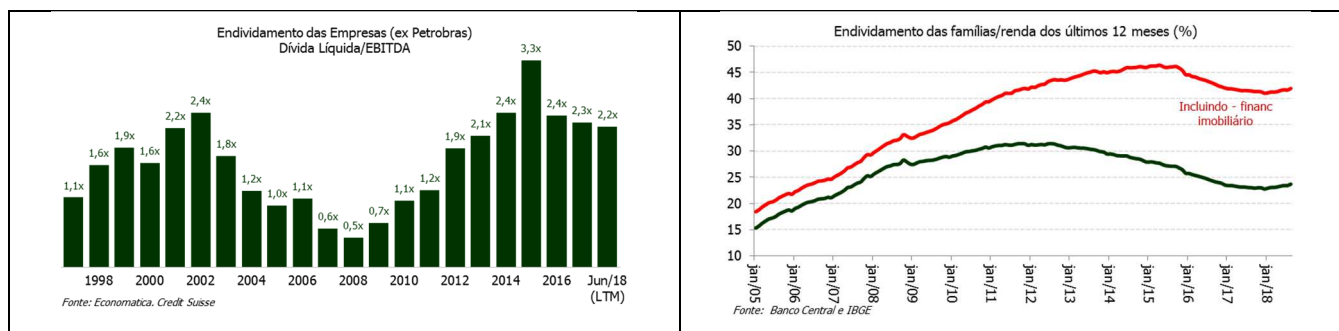
Acreditamos que para ter algum diferencial no processo de seleção de ativos temos que buscar especialização em um círculo de competências e profundidades de análise. O esforço é grande, mas o objetivo é apenas de conseguir fazer escolhas a partir de uma melhor avaliação de riscos e de tentar minimizar os inevitáveis erros no processo de tomada de decisões. No caso de entendimento e posicionamento diante dos ciclos, o acúmulo de experiências ao longo do tempo ajuda muito. No entanto, esse acúmulo de experiências e profundidade analítica não elimina nem reduz os riscos dos ativos que escolhemos. Os caminhos futuros que determinam o destino dos nossos investimentos estão sujeitos à incertezas e ao alto grau de aleatoriedade de acontecimentos. Ou seja, mesmo que conte com a análise mais profunda, a maior experiência ou uma inteligência sobre-humana o bom investidor sabe que nunca terá uma bola de cristal para prever o futuro. O melhor que pode fazer é tentar usar as probabilidades a seu favor de forma a aumentar as suas chances de sucesso.

Tendo feito esse *disclaimer* inicial, acreditamos que há alta probabilidade de estar se configurando um alinhamento de estrelas para o mercado de ações no Brasil. A combinação de (i) patamares de *valuation* ainda descontados em relação a outros mercados emergentes, próximos da média dos últimos dez anos (deprimidos por 5 anos de Dilma); e (ii) o ponto do ciclo em que nos encontramos, resulta em enorme margem de segurança para investimento em ações de empresas brasileiras neste momento. Na verdade, já estamos há mais de dois anos em um *Bull Market* no Brasil, só que a

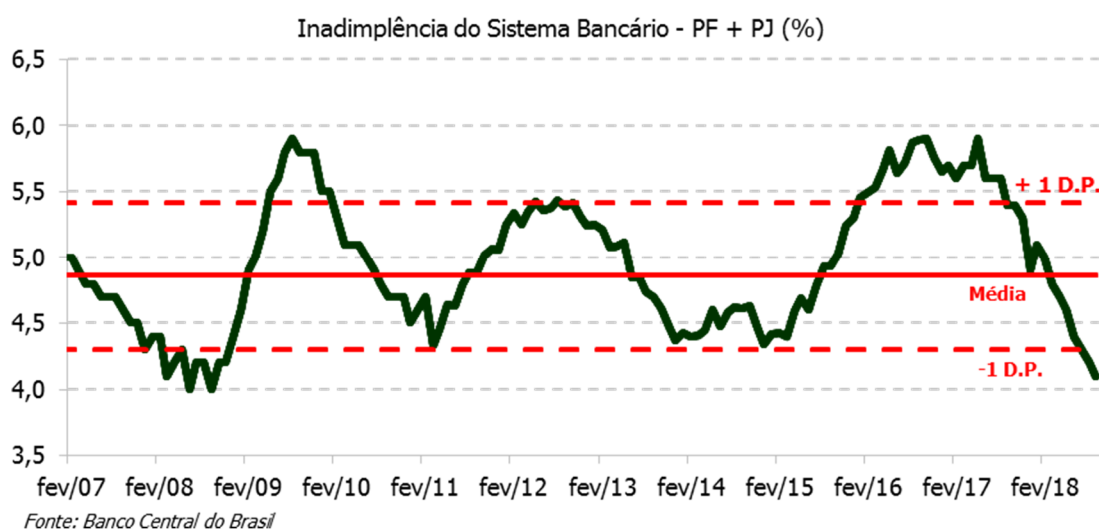
trajetória não é retilínea. Passamos por um período de eleições bastante ruidoso que trouxe volatilidade para os mercados. Tendo virado essa página, acreditamos na retomada de uma trajetória consistente de valorização.

Ciclos

Desde que enviamos uma carta aos nossos investidores em janeiro de 2017 - “Sobre os Ciclos e a Equitas” - temos mencionado frequentemente o nosso entendimento sobre a possível sobreposição de ciclos favoráveis na atual conjuntura. O impeachment em 2016 marcou a virada de um ciclo político. Saímos de um longo e extremamente custoso ciclo populista de esquerda para embarcar numa trajetória de redução de distorções, busca por equilíbrio fiscal e menos ingerência e participação do Estado sobre a economia. Até as eleições da semana passada, a confirmação desta virada estava sub judice, mas a derrota da esquerda nas urnas eliminou de forma inequívoca o risco de uma reviravolta no curto prazo. O ciclo econômico também teve seu ponto de inflexão em 2016. Apesar de uma retomada muito modesta do ritmo de atividade, vimos ao longo de 2017 o início de uma forte aceleração dos lucros das empresas. Mesmo com pequenos crescimentos de receita, as empresas, de forma geral, apresentaram expansão de margens operacionais como resultado de um esforço de corte de custos e busca de eficiência e produtividade imposta por anos de depressão econômica causada pelo governo Dilma Rousseff. A queda das taxas básicas de juros levaram a redução das despesas financeiras, que somadas ao crescimento de lucros operacionais, resultaram em forte expansão do lucro líquido das empresas. Esse crescimento continuou sendo observado em 2018. As empresas do nosso portfólio (ex-Elektrobrás) apresentaram crescimento de Receita, EBITDA e Lucro Líquido no 2Q 2018 de 13%, 23% e 90% respectivamente. Acreditamos que a perspectiva é de continuação de crescimento de lucro líquido acima de 20% ao ano por alguns anos mesmo em cenário de retomada modesta do ritmo de crescimento econômico. Com a melhora de resultados e geração de caixa, as empresas reduziram sua alavancagem financeira, o que também se observou nas famílias por contenção de consumo.



Além da desalavancagem de empresas e consumidores, a posição conservadora dos bancos nessa virada de ciclo levou a uma melhora expressiva da qualidade das carteiras de crédito e da saúde dos balanços dos bancos. A inadimplência da carteira de crédito dos bancos está próxima das mínimas históricas!



A desalavancagem e forte queda de inadimplência criou condições muito favoráveis para o início de um novo ciclo de crédito, que pode trazer um forte impulso para atividade econômica. O que faltava para isso ocorrer era o elemento "confiança". A incerteza das eleições inibia a retomada tanto do lado da oferta quanto da demanda por crédito. Passada a eleição, acreditamos na reação deste mercado.

E as incertezas?

Existem muitas incertezas tanto no front doméstico quanto no internacional. No doméstico, apesar das ótimas sinalizações iniciais do presidente eleito e de sua equipe, há muito a ser feito no campo das reformas e a resistência das nossas corporações e grupos de interesse será grande. A convicção do presidente e a coordenação de sua equipe serão testadas. Portanto, é difícil prever o grau de sucesso que o novo governo terá na busca do equilíbrio fiscal e no avanço de uma agenda de produtividade. De qualquer maneira, a direção está dada e é no sentido correto. No front

internacional, o ritmo de subida das taxas de juros nos EUA, a possível intensificação da guerra comercial entre EUA e China e crises em países da zona do Euro (ex: Itália) são alguns dos elementos que podem impactar a performance da Bolsa brasileira.

A boa notícia é que essas incertezas, não somente estão "mapeadas", como têm aparecido nas capas de jornais quase todos os dias. Como escrevemos em nossa carta de setembro de 2017 - Nossa visão sobre Risco - incerteza e risco são coisas diferentes. O risco que sempre nos trás grande preocupação é o de perder dinheiro no nosso horizonte de investimento. A probabilidade disso ocorrer está diretamente ligada aos preços que pagamos pelos ativos do nosso portfólio. Portanto, um cenário no qual há aparentemente poucas incertezas (*blue sky*), em que os preços se elevam muito pelo excesso de confiança de investidores é visto por nós como sendo de alto risco. Nestes casos, a materialização de eventos de grande relevância de baixa probabilidade e que não foram adequadamente mapeados (*black swans*) traz grande impacto para os preços dos ativos e aumenta a probabilidade de perda permanente de capital. Nesse sentido, o cenário atual nos parece bastante saudável já que os preços dos ativos são contidos pela grande quantidade de incertezas mapeadas, que vêm sendo noticiadas até com um certo grau de exagero. Grande parte da imprensa local tem reagido com histeria à vitória de Bolsonaro, fazendo verdadeiros cavalos de batalha em cima das "batidas de cabeça" da equipe do presidente recém-eleito. Alguns tentam passar a impressão de que esses deslizamentos são sinais inequívocos de incapacidade e incompetência, o que acaba gerando ruído e dificultando a compreensão do momento pelo qual estamos passando por parte da imprensa internacional. Se os problemas de comunicação de uma equipe ainda desentrosada, de um presidente eleito há uma semana, forem os grandes pecados da nova administração, possivelmente teremos um grande governo.

Da onde viria o fluxo?

Mesmo tendo como foco do nosso trabalho a compreensão e análise de fundamentos, recebemos com frequência questionamentos sobre a nossa visão quanto à possível origem dos fluxos de capitais que levariam à elevação dos preços das ações no Brasil. Infelizmente, não temos a mais vaga ideia de qual será o impacto marginal da movimentação de capitais entre os mais diversos participantes de mercado no curto prazo. Não sabemos se a demanda marginal que impactará os preços dos ativos de forma mais relevante virá primeiro de fundos estrangeiros (dedicados ao Brasil, mercados emergentes ou globais), da indústria local de fundos de investimento, dos fundos de pensão (acho

que essa alternativa podemos descartar), ou de investidores pessoa física. Deixaremos essa análise para os nossos colegas das tesourarias, que talvez tenham uma visão melhor qualificada sobre as características desse fluxo adicional de compra no curto prazo, bem como para os astrólogos e cartomantes. O que conseguimos fazer é olhar para trás e observar que a reação positiva da Bolsa brasileira nas últimas semanas ocorreu a despeito da performance negativa das bolsas nos demais mercados emergentes e que as compras foram feitas principalmente por gestores de recursos locais, tendo estrangeiros como sua principal contraparte. Ou seja, a indústria local de gestão de recursos que está mais próxima dos desenvolvimentos domésticos e melhor posicionada para analisá-los, parece ter tomado a dianteira e aumentado a exposição em ações brasileiras.

Apesar de pouca ideia sobre como se dará a dinâmica de curto prazo, conseguimos ver com clareza de onde pode vir a demanda por ações brasileiras no médio e longo prazo. A resposta é: de todos os lados! A participação de ações brasileiras nos portfólios de investidores estrangeiros sempre beirou o ridículo, mas nos últimos anos ela foi reduzida para a total insignificância. É triste observar, mas nos últimos anos deixamos de ser assunto de interesse. Passou a ser difícil conseguir agenda nos EUA e Europa com investidores não dedicados à América Latina. Aliás, nos últimos anos o interesse em relação a América Latina por parte desses investidores tem se resumido à busca de dicas por roteiros de viagem para a Patagônia. Ou seja, se conseguirmos avançar na agenda de reformas a ponto de nos tornarmos novamente objeto de interesse, o volume de recursos potencial desta fonte pode ser muito relevante.

Ainda assim, acreditamos que o maior potencial está na demanda de investidores locais. O percentual de ações nos portfólios de investidores locais é extremamente baixo quando comparado tanto ao padrão em mercados desenvolvidos quanto em mercados emergentes. Atualmente, um portfólio que tenha 15%-20% de ações é considerado arrojado. É comum ver carteiras de investidores locais com menos de 10% em ações. Segundo o anuário World Wealth Report 2018 preparado pela Capgemini, a média em mercados desenvolvidos é próxima a 40% (excluindo imóveis), e acima de 30% em mercados emergentes. Nesses países, é comum poupadores jovens terem portfólios compostos por 70%-80% de ações. A anomalia observada no Brasil é fruto direto de pelo menos 25 anos de juros básicos altíssimos. Gerações de investidores, assessores de investimento e consultores foram formadas dentro da perspectiva de obter ganhos de capital com aplicações de renda fixa pós-fixadas de curto prazo, muitas vezes com liquidez diária, com risco de crédito do Tesouro Nacional. Instrumentos financeiros com essas características em mercados "normais" oferecem rentabilidade

Novembro / 2018

real negativa e, em muitos casos no ciclo pós-crise de 2008, oferecem rentabilidade nominal negativa. O *trade-off* para correr riscos e alongar prazos no Brasil das últimas décadas sempre foi muito desfavorável.

Pela primeira vez vislumbramos a perspectiva de acomodação das taxas de juros reais em níveis mais próximos dos patamares observados em economias civilizadas. Se isso realmente se confirmar, os investidores domésticos serão forçados a assumir riscos e alongar horizonte de investimento, o que implicaria em uma mudança expressiva na composição dos portfólios com uma participação muito maior de instrumentos de renda variável. Como os juros reais no Brasil já estão baixos desde 2017, é possível que passadas as eleições, esse movimento comece a dar sinais de materialização. No entanto, como implica em uma mudança cultural, a readequação completa da composição dos portfólios não ocorrerá de uma hora para outra, o que pode implicar em potencial demanda marginal por ações locais por muito anos.

Conclusão

Acreditamos que estamos diante de um momento raro na nossa carreira e potencialmente memorável para investimento em ações no Brasil. Este ciclo deve favorecer desproporcionalmente empresas estatais e setores ligados ao consumo discricionário das famílias, que foram os mais impactados no período recente de derrocada da nossa economia. É com esse pano de fundo que estamos posicionando nosso portfólio. Pé no acelerador!

Equitas Selection FIC FIA vs Ibovespa vs IBX vs CDI

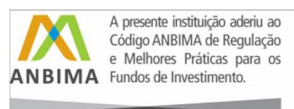
	Retorno Absoluto				Retorno Anualizado			
	Equitas Selection	Ibovespa	IBX	CDI	Equitas Selection	Ibovespa	IBX	CDI
Desde Início (06/07/2010)	354,3%	40,9%	85,0%	127,6%	20,0%	4,2%	7,7%	10,4%
36 meses	125,9%	90,6%	87,9%	35,0%	31,3%	24,1%	23,5%	10,6%
24 meses	52,0%	34,7%	34,5%	18,4%	23,3%	16,1%	16,0%	8,8%
12 meses	15,3%	17,6%	17,0%	6,6%				
Ano (2018)	18,4%	14,4%	13,9%	5,4%				

Data Base: 30/11/2017

PL Médio - Últimos 12 meses - Equitas Selection FIC FIA (R\$ mil): 240.598

PL Atual - 31/10/2018 - Equitas Selection FIC FIA (R\$ mil): 288.821

PL Atual - 31/10/2018 - Fundos geridos pela Equitas (R\$ mil): 427.065



EQUITAS SELECTION FIA: ESTE FUNDO DE COTAS APLICA EM FUNDO DE INVESTIMENTO QUE UTILIZA ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUA POLÍTICA DE INVESTIMENTO. TAIS ESTRATÉGIAS, DA FORMA COMO SÃO ADOTADAS, PODEM RESULTAR EM PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS, PODENDO INCLUSIVE ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO E A CONSEQÜENTE OBRIGAÇÃO DO COTISTA DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS. ESTE FUNDO APLICA EM FUNDO DE INVESTIMENTO QUE ESTÁ AUTORIZADO A REALIZAR APLICAÇÕES EM ATIVOS FINANCEIROS NO EXTERIOR. OS FUNDOS DE AÇÕES PODEM ESTAR EXPOSTOS A SIGNIFICATIVA CONCENTRAÇÃO EM ATIVOS DE POUCOS EMISSORES, COM OS RISCOS DAÍ DECORRENTES. ESTE FUNDO ESTÁ SUJEITO AO RISCO DE CONCENTRAÇÃO DE MAIS DE 30% (TRINTA POR CENTO) DE SEU PATRIMÔNIO LÍQUIDO, AINDA QUE DE FORMA INDIRETA, EM ATIVOS DE "CRÉDITO PRIVADO". AO INVESTIDOR É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO PROSPECTO E O REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO AO APLICAR SEUS RECURSOS. A UTILIZAÇÃO DO IBOVESPA COMO INDICADOR É MERA REFERÊNCIA ECONÔMICA, E NÃO PARÂMETRO OBJETIVO DO FUNDO. EM ATENDIMENTO À INSTRUÇÃO CVM Nº 465, DESDE 02/05/2008, OS FUNDOS DE RENDA VARIÁVEL DEIXARAM DE APURAR SUA RENTABILIDADE COM BASE NA COTAÇÃO MÉDIA DAS AÇÕES E PASSOU A FAZÊ-LO COM BASE NA COTAÇÃO DE FECHAMENTO. ASSIM COMPARAÇÕES DE RENTABILIDADE DEVEM UTILIZAR, PARA PERÍODOS ANTERIORES A 02/05/2008, A COTAÇÃO MÉDIA DOS ÍNDICES DE AÇÕES E, PARA PERÍODOS POSTERIORES A ESTA DATA, A COTAÇÃO DE FECHAMENTO. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DO FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL UMA ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES.