

Carta aos investidores 4º trimestre 2015

Caros cotistas,

**No 4º trimestre de 2015, o fundo Moat Capital FIA teve uma performance de -1,12% contra -3,79% do IBovespa.** No ano, o fundo acumulou uma queda de 16,56% e o Ibovespa -13,31%. Desde seu início, em agosto de 2014, o fundo acumula uma rentabilidade de -16,08% contra -23,43% do IBovespa. Mais uma vez, destacamos que o período acima não é ideal para analisar a performance do fundo. Entendemos que fundos dessa natureza devem ser analisados em janelas de, no mínimo, 3 anos.

**Hoje temos onze posições: dez compradas e uma vendida.** As compradas são no setor de bancos, siderurgia, logística, industrial, shopping centers, energia elétrica, saneamento e uma pequena posição de caixa. A posição vendida é uma siderúrgica. Nos últimos meses, fizemos apenas um investimento adicional no portfólio e fizemos mudanças marginais de alocação entre as empresas investidas.

**O ano de 2015 não foi bom para o fundo.** Não consideramos um ano como um período suficiente para analisar o fundo; entretanto, procuramos entender as razões que nos levaram a resultados aquém das nossas expectativas. Durante o ano de 2015, as condições de financiamento das empresas se agravaram severamente, impactando de forma significativa o preço das ações de duas companhias que compunham nosso portfólio. **Não antecipamos o quanto o cenário macroeconômico e a alta de juros impactariam o preço dessas ações.**

A leitura recente de jornais sugere uma grande incerteza em relação ao futuro do país e a atividade econômica nos próximos anos. Os níveis de confiança estão muito deprimidos e as estatísticas econômicas batem recordes negativos. A credibilidade do governo se esvaiu, deixando-o com menos graus de liberdade para atuar no mercado como agente econômico protagonista.

**Podemos dizer que estamos atravessando uma das maiores crises econômicas e políticas da história recente do país. Além disso, o ano de 2016 está recheado de inúmeras incertezas ao redor do mundo:** (i) impacto da política monetária mais restritiva nos Estados Unidos, (ii) efeito da desaceleração econômica na China, (iii) as consequências advindas da queda dos preços da commodities, em especial o petróleo, e (iv) conflitos na Europa oriundos da migração de refugiados levando à ascensão de grupos políticos de ideologia radical.

**Apesar das notícias negativas, acreditamos que grande parte das incertezas já se encontram incorporadas nos preços dos ativos.** Por isso, cremos que a assimetria de retorno se apresenta favorável para o investidor de longo prazo. Podemos demonstrar tal equação de três maneiras distintas:

- **Ajustes macroeconômicos importantes no Brasil.** Em 2015, o país desarmou uma série de incentivos à má alocação de capital: o Real desvalorizou 32,77% e a inflação (IPCA) acumulada foi de 10,67% em grande parte devido ao repasse da inflação de preços administrados (17,95%). Como resultado da desvalorização cambial, a balança comercial teve uma grande reversão com um saldo de US\$19,6 bilhões, em contraste com o déficit de US\$3,9 bilhões em 2014. Ademais, os subsídios da gasolina, energia elétrica, folha de pagamento em alguns setores e o crédito subsidiado para bens de capital (PSI) foram retirados. Os benefícios do ajuste já podem ser vistos em alguns setores mais dinâmicos como calçados, autopeças e alimentos voltados a exportação onde volumes têm apresentado significativa melhora.

- **Custo de capital em níveis historicamente muito altos (e insustentáveis, em nossa opinião).** O custo de capital é a variável mais importante na formação dos preços das ações. Devido à situação descrita anteriormente, o custo de capital no Brasil se elevou de maneira significativa no ano passado para valores perto de 18% em termos nominais, uma das maiores nos últimos 10 anos. Essa taxa, em conjunto com a de captação de dívida, compõe uma outra taxa (*WACC – weighted average cost of capital*), que é utilizada para descontar o fluxo de caixa das empresas e, portanto, encontrar seu valor justo. Entretanto, nos parece mais razoável que, ao longo dos próximos anos, esse custo de capital retorne a patamares mais razoáveis, expandindo os múltiplos das companhias. Note que estamos vivendo um momento de taxas de juros muito baixas em todo mundo.

- **Assimetria de retornos.** A queda da taxa de desconto provoca um impacto desproporcional no preço da ação comparado com uma eventual subida dos níveis atuais, o que resulta na assimetria de retornos que estamos vivenciando.

Por último, não podemos deixar de mencionar que no campo político **observamos em países da América Latina governos democraticamente eleitos comprometidos com reformas estruturais e disciplina fiscal.** Caso o Brasil participe desse ciclo, acreditamos que teremos uma melhoria significativa dos pontos mencionados acima.

Esperamos que os ajustes e possíveis mudanças tanto políticas quanto econômicas sejam mais céleres e que em 2016 possamos dividir com vocês cotistas melhores notícias.

Atenciosamente,

Moat Capital