

## Carta aos investidores - 3º trimestre 2018

Caros cotistas,

Observamos no terceiro trimestre do ano uma continuidade do processo de depreciação dos ativos emergentes. Esse movimento foi acentuado no mercado local por causa da apreensão com o processo eleitoral.

O ambiente externo se mostrou menos complacente que o apresentado no início do ano. Conforme falamos na última carta, a hipótese de crescimento global prevista no início do ano se provou válida apenas para a economia americana. O banco central americano manteve o ritmo de elevação dos juros e, ainda, sinalizou uma política monetária mais restritiva. Diante desses dois fatores, os mercados emergentes sofreram perdas significativas, com destaque para Argentina e Turquia, em razão do déficit em conta corrente (isto é, financiamento em dólar), e o Brasil que, apesar de apresentar um quadro favorável, apresentou um forte *stress* devido às eleições.

As commodities continuam em patamares elevados (e saudáveis para a economia brasileira), caracterizando como típico movimento de final de ciclo econômico global. Isto é, apesar da elevação dos juros, as economias sustentam os preços elevados das matérias-primas. No longo prazo, o dólar/real responde muito mais a esse fator do que ao ciclo político econômico local.

Apesar dessas incertezas no cenário externo, devemos destacar alguns pontos que, em nossa visão, contrapõem as forças negativas sobre os preços dos ativos. As moedas emergentes se ajustaram de forma relevante e o crescimento americano deste ano pode ser em grande parte explicado por um efeito não recorrente que foi o estímulo fiscal implantando no início deste ano. Logo, temos os países emergentes com suas moedas já depreciadas em relação ao dólar e, assim, o diferencial de crescimento entre os países emergentes e desenvolvidos com probabilidade de se normalizar. Com exceção de algum choque no crescimento da China e dos Estados Unidos, os preços dos mercados emergentes já se mostram com interessante assimetria.

O mercado interno está passando por uma grande transformação política. Com o fim da eleição, elimina-se uma boa parte dos movimentos extremados - mesmo que o novo governo em formação não seja totalmente conhecido pelo mercado. As novas diretrizes econômicas para o próximo ciclo de 4 anos serão importantes para a ancoragem de expectativas e definição do custo de capital, assim como das estimativas de crescimento que balizarão

a formação de preços do mercado. Entendemos que, apesar de os ruídos de curto prazo possam se mostrar elevados, a direção em relação a uma política mais reformista e amigável ao mercado é inequívoca. A velocidade e profundidade das reformas devem orientar as expectativas de mercado a partir deste trimestre.

Os dados econômicos e setoriais continuam mostrando sinais de crescimento, apesar de abaixo das expectativas do início do ano. As empresas continuam diminuindo sua alavancagem, aumentando margens e ainda com bastante capacidade ociosa.

As ações brasileiras tiveram um desempenho bem distinto dependendo do setor. As empresas ligadas ao ciclo de commodities e câmbio se destacaram em detrimento das ações mais cíclicas que são influenciadas pelo crescimento da economia e política monetária. Em nossa opinião, vemos boas oportunidades neste segundo grupo. Estamos próximos de experimentar um ciclo mais próspero do que os últimos anos. Entretanto, o crescimento implícito nos preços das ações está distante da perspectiva de uma provável revisão positiva de crescimento.

Considerando o balanço de riscos que podem contrapor um cenário otimista, podemos elencar: (i) revisão para baixo do crescimento dos mercados emergentes (em especial China), (ii) elevação dos juros americanos em ritmo maior do que o precificado e, (iii) uma decepção significativa com o crescimento global prejudicando os preços das commodities. No cenário interno, podemos destacar uma possível frustração sobre a urgência de se encaminhar a questão fiscal, o que reverteria as expectativas (já modestas) de crescimento.

Sob a ótica de assimetria (potencial de ganho versus perda), o mercado de ações nos parece bastante atrativo, pois não está precificado um eventual ciclo estrutural de crescimento econômico.

Atenciosamente,

Moat Capital

Rentabilidade - Set/2018	Ano	12 meses	24 meses	36 meses
<b>Moat Capital Equity Hedge FICFIM</b>	<b>1,53%</b>	<b>2,50%</b>	<b>17,95%</b>	-
<b>Moat Capital Ações FICFIA</b>	<b>3,77%</b>	<b>11,14%</b>	<b>64,48%</b>	<b>115,17%</b>
<i>CDI</i>	4,81%	6,76%	19,29%	36,15%
<i>Ibovespa</i>	3,85%	6,76%	35,17%	40,14%