

Carta Mensal

I. Análise Mensal

Mais uma vez, o que ditou a performance do mês foi, basicamente, o cenário político – que, hoje, infelizmente parece ser o principal determinante das expectativas dos agentes para a trajetória futura da economia.

Dadas as incertezas acerca de uma eventual perda do grau de investimento do Brasil por uma segunda agência classificadora de risco – o que levaria muitos gestores internacionais a se desfazer totalmente de posições em ativos de risco brasileiros – e de um possível processo de *impeachment* contra a presidente Dilma Rousseff ou de impugnação de seu mandato, resolvemos fazer o máximo de caixa possível no fundo. **Ao longo do mês, alteramos nossa alocação até chegarmos a apenas ~67% em ações.**

Apesar do preço extremamente baixo das ações das empresas em que investimos, preferimos, por ora, aplicar o máximo de caixa permitido em instrumentos que nos deem uma rentabilidade próxima a CDI. Além de não acreditarmos que teremos *triggers* de curto prazo que levem a uma convergência preço-valor, **esperamos que o cenário possa se deteriorar ainda mais antes de começar a melhorar.** Assim, optamos por uma alocação menor em ações no momento.

Como forma de tentar realizar algum tipo de ajuste fiscal – mais pelo aumento da arrecadação e do que pelo corte de gastos, como seria o mais adequado – **Dilma Rousseff continuou seu processo de “mudança das regras do jogo”.** No início do mês, a presidente sancionou o projeto de lei que revê as desonerações da folha de pagamentos, aumentando as alíquotas do INSS. Setores que pagavam 1% passarão a pagar uma alíquota de 2,5%, enquanto aqueles que pagavam 2% passarão a pagar 4,5%. Já a MP 675, que visa elevar a alíquota da CSLL dos bancos e outras instituições financeiras de 15% para 20%, foi aprovada pela Câmara e pelo Senado, seguindo agora para sanção presidencial.

O fato mais relevante do mês foi, sem dúvida, o corte do grau de investimento do Brasil pela agência de classificação de risco S&P. A agência reduziu a nota do país de “BBB-“ para “BB+”, com perspectiva negativa. Dentre as causas citadas para esta decisão estão a deterioração fiscal e as dificuldades políticas para a realização do ajuste fiscal. Na verdade, a agência chega a citar a falta de capacidade e vontade do governo em realmente fazer os ajustes necessários, uma vez que chegou a submeter ao Congresso um Orçamento para 2016 com um déficit de R\$ 30,5 bilhões. Este valor, a princípio, corresponderia a um déficit

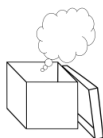
de 0,3% do PIB para 2016, em vez do superávit de 0,7%, como proposto anteriormente.

Após a perda do grau de investimento pela S&P, o governo resolveu agir para tentar impedir que outra agência de risco tome a mesma decisão. O ministro da Fazenda, Joaquim Levy, prometeu cortes de gastos e a presidente anunciou que cortará ministérios, de forma a reestabelecer o compromisso inicial do governo com a meta de superávit primário de 0,7% do PIB em 2016.

No entanto, no pacote efetivamente anunciado, pouco se viu de cortes de gastos. Para alcançar a meta inicial de 0,7% do PIB em 2016, o grosso (cerca de metade) do “ajuste” de ~R\$ 65 bilhões viria da volta “temporária” da CPMF com uma alíquota de 0,20%. Para os gastos, foram anunciadas medidas como adiamento do reajuste dos servidores, suspensão de concursos, mudanças no PAC (incluindo o MCMV), dentre outros, gerando uma redução total de R\$26 bilhões. No entanto, o presidente da Câmara, Eduardo Cunha, já afirmou que considera improvável que o governo consiga aprovação desta volta da CPMF.

Assim, o governo segue sem rumo, tentando realizar um ajuste fiscal que penaliza a população com mais impostos enquanto preserva seus aliados em postos do governo, a maior parte deles desnecessários.

II. ...Out of the Box



Nesta seção “...out of the box”, argumentamos que é um erro ignorar **fatores estruturais que envolvem um país** quando da decisão de comprar dada uma empresa. Dificilmente, uma empresa, por melhor que ela seja, consegue prosperar de forma sustentável em um país sem “moat”, ou seja, sem um mínimo de estabilidade econômica, política, institucional e jurídica.

Em Cartas Mensais anteriores, mencionamos inúmeras vezes que nosso processo de investimento se baseava na seleção de empresas que (i) tivessem um bom modelo de negócios, (ii) estivessem inseridas em um ambiente competitivo favorável, (iii) tivessem *drivers* claros de crescimento, (iv) tivessem à frente um *management team* eficiente, e (v) estivessem suficientemente baratas, ou seja, que suas ações obedecessem a condição “preço de mercado abaixo do valor intrínseco” e que tal desconto fosse suficientemente grande de forma a oferecer margem de segurança ao nosso investimento.

No entanto, **de nada adianta este critério de seleção se as empresas em questão estiverem operando em um país sem “moat”, ou seja, sem um mínimo de segurança e estabilidade econômica, política, institucional e jurídica.** Em países assim, uma empresa – ou mesmo uma dada indústria – pode até chegar a desaparecer por conta destas instabilidades.

Obviamente, operar em um país com um ótimo “*framework*” competitivo – sistema tributário eficiente e simples, pouca burocracia, etc. – é o ideal e certamente facilitaria as operações de qualquer empresa. Mas não é nem disso que estamos falando. Estamos nos referindo simplesmente ao básico – ao mínimo de previsibilidade no horizonte e regras do jogo que não fiquem mudando a todo o momento.

Durante o 2º mandato do presidente Lula e o 1º mandato da presidente Dilma Rousseff, uma série de medidas que visavam estimular setores específicos da economia – com a desculpa de serem, supostamente, “anti-cíclicas” à crise internacional de 2008 – foram anunciadas. “Campeões nacionais” foram criados com a ajuda de financiamentos a taxas subsidiadas do BNDES. Setores mão-de-obra intensivos foram estimulados, por conta do viés de estímulo à criação de empregos do PT. Estimulou-se muito o consumo, mas não o investimento. Criou-se uma bolha artificial de boom no Varejo – uma bolha que, já em 2013, começou a dar sinais de que seria insustentável.

Hoje, passados 7 anos do início desta “*farra*” de medidas de estímulo e subsídios – e do consequente descontrole fiscal derivado dessas políticas irresponsáveis – o governo do PT começa a voltar atrás e suspender ou reduzir muitas destas medidas.

Assim, uma hora o governo define uma regra e, tempos depois, muda esta regra. Isso só adiciona volatilidade e instabilidade ao sistema. Os *players* simplesmente já não sabem mais o que esperar para o dia seguinte. Não há planejamento possível em um ambiente assim. Empresas já não se sentem confortáveis para investir. Consumidores preferem se retrair e temem pela manutenção de seus empregos – além de sofrerem os efeitos do descontrole inflacionário sobre seus salários.

Se um país chega a “se perder” totalmente, fica muito difícil para uma empresa manter suas operações por lá. Um exemplo disso é o que tem acontecido, nestes últimos anos, na Venezuela. Com a deterioração acentuada da economia e do ambiente político daquele país, muitas empresas resolveram encerrar suas atividades e se retirar de lá. Este foi o caso, por exemplo, da AmBev, empresa brasileira do setor de bebidas, que, em 2013, tomou a decisão de deixar suas operações na Venezuela.

Este risco de ver grandes empresas deixando o Brasil parece insólito e distante, mas tal cenário de extremo retrocesso não pode ser descartado se a instabilidade econômica, política e institucional se acentuar por aqui.

Antes de comprar uma empresa, é necessário comprar também o “*case*” do país onde ela tem sua principal operação. Isso não significa que estamos advogando em favor de uma análise *top-down*. Estamos apenas dizendo que é um erro ignorar **fatores estruturais que envolvem um país** quando da decisão de comprar uma empresa.



No caso específico do Brasil, o país, claramente, retrocedeu algumas décadas nestes últimos anos. Assim, há 2 caminhos a seguir para frente: recuperar o que se perdeu ou continuar na trajetória de retrocesso. A esperança é que o país aprenda e amadureça – e que possa não só recuperar o que perdeu, mas, acima de tudo, nunca mais permitir que este descaminho se repita.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital