

DÉJÀ VU

Com a volta do PT à presidência do Brasil, perguntas que ouvimos por anos voltaram à tona. As indagações e "conclusões" são tantas que, saindo um pouco do perfil de nossa comunicação semestral, achamos válido usar esse fórum para discorrer sobre o tema. **Afinal, mais de 70% de nossas carreiras, até o momento, foram durante os governos PT** e, isso não é exatamente uma novidade.

Como não é de nossa característica prever o cenário político-econômico (por razões amplamente abordadas em cartas prévias), **nosso intuito será o de mostrar o que levamos de aprendizado de gestão durante os governos PT e o porquê/como acreditamos ser possível obter bons retornos em ativos brasileiros, mesmo em um eventual governo "menos ortodoxo"**.

Por fim, nos demos a liberdade de passar um pouco para o outro lado da mesa, explicando como acreditamos que o investimento em renda variável deveria ser olhado, em especial os produtos com as características da Athena.

Antes disso, gostaríamos de passar uma opinião resumida sobre os efeitos do resultado das eleições. Não é por termos uma ótica, majoritariamente, microeconômica dos investimentos, que a eleição não traz mudança de perspectivas (ao menos, de curto prazo) para o país e, conseqüentemente, impactos distintos para determinados setores.

Sendo assim, resumimos nossa posição atual sobre alguns dos principais temas do momento:

- I. Temos medo de radicalismo à esquerda?** Movimento à esquerda sim, radicalismo achamos pouco provável, ainda que se tente.
- II. Diminuiu a chance de reformas estruturantes nos próximos anos?** Sim.
- III. Fiscal pior = juros mais altos = maior taxa de desconto?** Na teoria sim. Na prática, temos dúvida (Brasil pode acabar recebendo mais investimentos de estrangeiros, seja pelo cenário externo ou por uma visão diferente da política local).
- IV. Estamos otimistas com o Brasil?** Estruturalmente, não. Mas, quase nunca estivemos.
- V. Investir quando há otimismo com o cenário é melhor?** A história mostra que não, pois quando se está otimista, o risco é maior.

Por fim, vale mencionar: mais do que a economia dos próximos anos, uma questão importante e sensível a se abordar é o caráter ético e o futuro de longo prazo do país, algo que passa por uma discussão extensa e filosófica. Certamente, como brasileiros, estamos longe de satisfeitos com a situação que, atualmente, vivenciamos em todas as esferas. Então, nessa carta, focaremos na parte que tange a análise e a gestão de recursos.

GESTÃO EM GOVERNOS PT

Apesar de não termos clareza da real agenda e disposição do atual governo para implementar parte do seu programa, nós na Athena, já atravessamos ambientes adversos como durante o governo Dilma, preservando o patrimônio dos nossos cotistas, mesmo atuando com uma carteira comprada, exclusivamente, em ações brasileiras.

Abaixo, compartilhamos algumas das lições tiradas daquela época e que estão novamente tendo protagonismo na nossa forma de pensar em investimentos. São elas:

1. RACIONALIDADE ECONÔMICA PERDE PESO E DEIXA DE SER GUIA

Participantes do mercado tendem a tentar prever o comportamento mais provável de agentes econômicos, partindo de lições tradicionais aprendidas nas diversas escolas econômicas. Por exemplo, uma teoria amplamente aceita é a de vantagens comparativas de David Ricardo¹, que explica os benefícios de um país produzir aqueles bens em que têm vantagens para exportá-los e, importar os bens que não consegue produzir com a mesma eficiência de outros países.

O PT já deu mostras que não raciocina segundo esses preceitos. Em passado recente, implementou sem sucesso políticas de conteúdo local e taxaço a importações. Podemos citar como exemplos: o marco de óleo e gás, que privilegiava os fornecedores locais, as políticas de fomento da indústria naval brasileira e a política automotiva do Inovar Auto, os quais representam algumas das referências malsucedidas das diretrizes de substituição de importações, pois feriam o conceito Ricardiano de estimular segmentos em que o país tem maior vantagem comparativa global. No período, essas medidas comprometeram a produtividade da economia brasileira e o seu potencial de crescimento sustentável.

2. CONSEQUÊNCIAS DA FALTA DE RACIONALIDADE ECONÔMICA

Como consequência do pensamento acima, havia uma má alocação de capital e muitas das indústrias incentivadas pelo governo não existiriam sem subsídios. Portanto, ainda que gozem de algum período de crescimento e aumento de lucros, tal irracionalidade econômica tem a tendência de produzir desarranjos em seu entorno.

Esses desarranjos podem até levar a formação de bolhas localizadas, à medida que, antecipa uma demanda que sem as artificialidades não estaria presente. Por exemplo, o setor de educação foi bastante subsidiado através do FIES, que retirava grande parte do risco de inadimplência das universidades privadas e o repassava para o governo. Essa dinâmica fez com que as faculdades buscassem alunos que não seriam desejáveis, caso o risco de inadimplência recaísse sobre elas. Além do mais, os alunos se mostravam menos dispostos a negociar preços mais baixos de mensalidade ou, questionar se realmente queriam fazer aquele curso, pois não tinham que arcar com o desembolso das mensalidades de forma imediata.

Apesar de bem-intencionado, o programa foi mal desenhado e terminou por provocar distorções de preço e no final do dia, levou a uma insolvência enorme absorvida pela União, além do perfil de baixo aprendizado do aluno que, em muitos casos, evadiu antes mesmo do final do curso.

O Programa ainda terminou por distorcer a estrutura do setor, que se preparou para uma forte demanda de alunos e desapareceu, à medida que, o FIES foi descontinuado pela então presidente Dilma Rousseff.

¹ Para um resumo simplificado da teoria e mais informações sobre o autor: https://en.wikipedia.org/wiki/Comparative_advantage

O PSI, Programa de Sustentação do Investimento, que financiava a taxas baixíssimas caminhões, outras máquinas e equipamentos, também levou a uma forte antecipação da compra e rejuvenescimento da frota. No entanto, deixou cicatrizes no segmento automobilístico, que se estruturou projetando a continuidade de tal política e da demanda.

3. INTERVENÇÕES NÃO OCORREM APENAS EM SETORES REGULADOS

Muito se comenta sobre o risco de investir em estatais e nos setores mais regulados, em um governo com o perfil do PT. Porém, uma lição valiosa que mantemos em mente é que tais intervenções não se restringiram a esse grupo de empresas.

Por exemplo, o setor bancário tradicionalmente não tem grandes simpatias dentro da ideologia de esquerda. Além do aumento dos tributos diretos (contribuição social), uma intervenção indireta no setor foi o uso dos bancos públicos, que passaram a conceder empréstimos a taxas bem inferiores à média do mercado, como forma de pressionar os bancos privados a baixarem suas tarifas.

Assim como na lição anterior, também foi necessário reverter essa política anticíclica, que se mostrou insustentável, à medida que, a inadimplência dos bancos públicos afetava sua alavancagem.

4. HÁ UMA TENDÊNCIA DE MAIOR CONCENTRAÇÃO DE MERCADO E GANHO DESPROPORCIONAL PARA AS EMPRESAS MAIS EFICIENTES

Uma das consequências do ambiente com maior intervenção, menor previsibilidade e juros mais elevados, tende a ser a concentração do mercado nas empresas mais eficientes, seja por maior capacidade financeira ou por maior acesso a políticas governamentais. Nesse último caso, tivemos os “campeões nacionais” eleitos pelo governo para serem consolidadores globais, impulsionados por benefícios diretos do BNDES.

Porém, assim como outras medidas de estímulo direto, citadas anteriormente, não temos muita simpatia por investir em empresas que dependem de políticas e incentivos do governo. Mais cedo ou mais tarde, o mercado se equilibra como mencionado acima, fora a chance de problemas legais e éticos que costumam vir junto com tal situação.

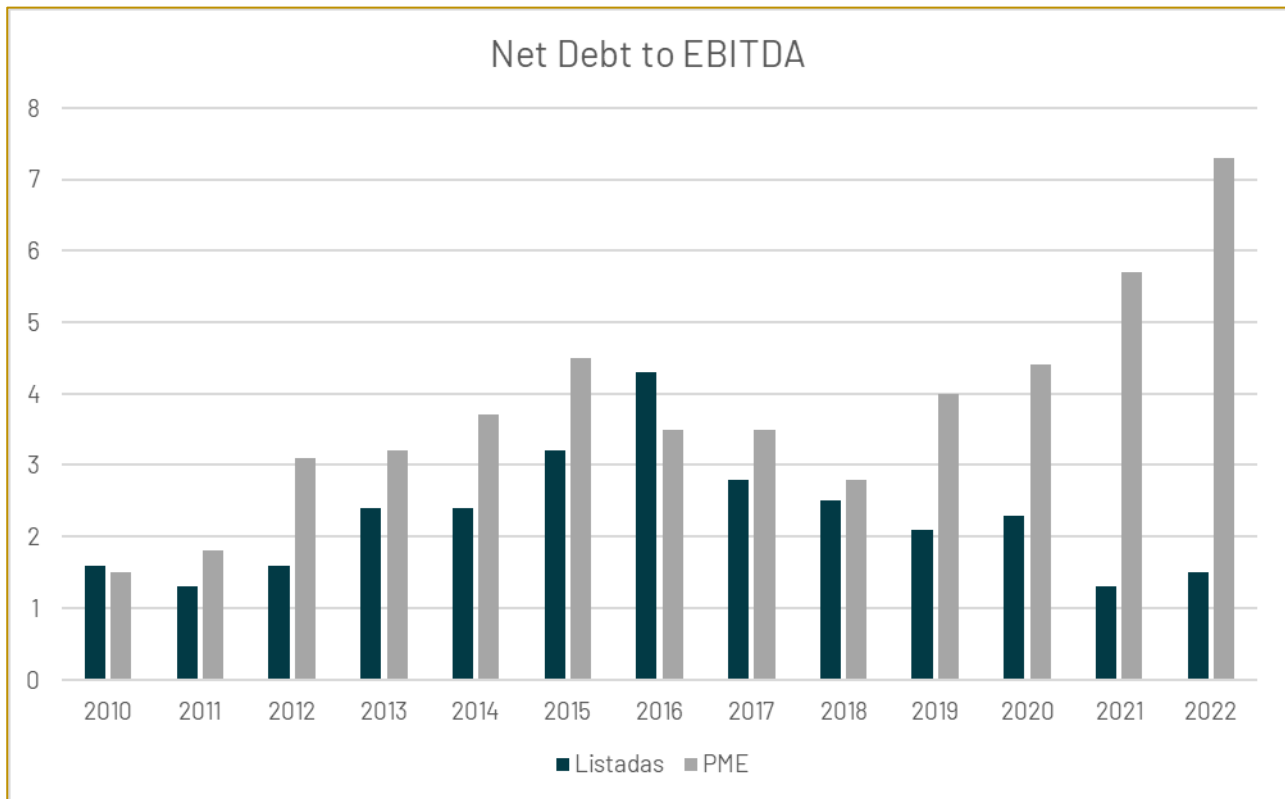
Os investimentos que preferimos e fizemos ao longo dos anos, focam nas empresas que conseguem ganhar mercado de seus concorrentes pelas suas características microeconômicas, não por estímulos diretos ou atuando em mercados sustentados de forma artificial.

Empresas como Lojas Renner, Droga Raia, Localiza e outras, são exemplos dessa dinâmica no ciclo anterior e que, ao contrário das sustentadas por estímulos artificiais, mantiveram boa parte das vantagens obtidas nesse período. Hoje, enquanto, muitos desses *cases* estão em outro estágio ou ambiente competitivo, existem diversas outras que devem desempenhar papel semelhante nos próximos anos.

Um ponto interessante, válido de destacar é que, atualmente, o desequilíbrio de forças entre as empresas maiores, mais capitalizadas e as pequenas e médias empresas é bem maior do que foi em crises passadas. Abaixo, um gráfico que ilustra bem o diferencial de alavancagem das empresas da B3 (uma das maiores companhias brasileiras) versus um filtro de empresas com faturamento de até R\$ 300 MM/ano. Tal diferencial de alavancagem é ainda mais relevante no contexto atual, no qual a SELIC está próxima de 14% e com *spreads* de crédito corporativo a níveis bem elevados. Em uma conta simples considerando os juros atuais, a alavancagem atual das PMEs² faz com que o pagamento de juros consuma todo o EBITDA da empresa.

2 Amostra considerando as Pequenas e Médias Empresas que são S.A.

Imagem 1: Alavancagem de Empresas Listadas e das Pequenas e Médias Empresas



Fonte: Credit Suisse Research apud Economática

PONTO DE PARTIDA

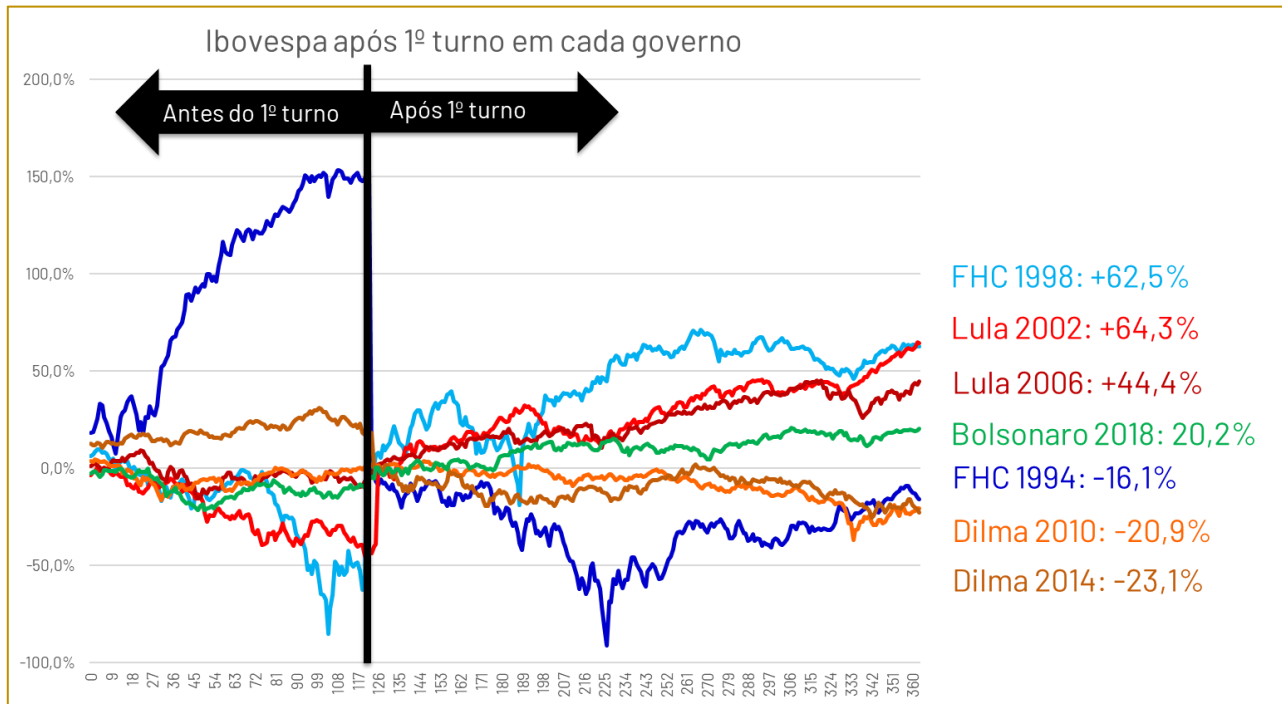
Antes de entrarmos em alguns cases específicos, gostaríamos de ressaltar que nesse momento é essencial entender o tipo de perspectiva que já está embutida no *valuation* das empresas.

É comum ressaltarem que a performance do Ibovespa foi excepcional durante o primeiro Governo Lula, mas poucas vezes observamos destacarem qual era o “ponto de partida” dessa valorização. **O mercado não depende apenas da qualidade do governo, mas do que já estava embutido em seus preços, antes dele começar.**

Para ilustrar isso melhor, mapeamos abaixo qual foi a performance do Ibovespa nos seis meses anteriores ao primeiro turno de diversas eleições, sendo os períodos anteriores aos primeiros mandatos de Lula e FHC, os exemplos que mais chamam a atenção.

É normal haver uma antecipação feita pelo mercado para nivelar expectativas ao governo futuro, sendo que o que acontece neste governo não é uma avaliação propriamente dele, mas sim um “ajuste” daquela expectativa previamente fixada.

Imagem 2: Desempenho do Ibovespa em dois momentos, à esquerda da barra preta, os seis meses antes do primeiro turno e à direita, os doze meses após.



Fonte: Bloomberg

Elaboração Athena Capital

A desvalorização do mercado brasileiro começou em meados de 2021, quando ficou mais claro que os juros subiriam além do esperado e o Lula voltou a ser elegível, despontando nas pesquisas. Diante dessas expectativas, o mercado teve correções, antecipando o que seria uma atividade econômica mais fraca e piora no resultado das empresas.

Acontece que, para boa parte das empresas, ainda que possam ter desacelerado, seus lucros continuaram crescendo de forma consistente. Então, com o crescimento do lucro das empresas e a queda de suas ações, os múltiplos têm atingido níveis que normalmente só são vistos em meio a grandes crises globais, como a pandemia de Covid-19 ou a Crise de 2015/16.

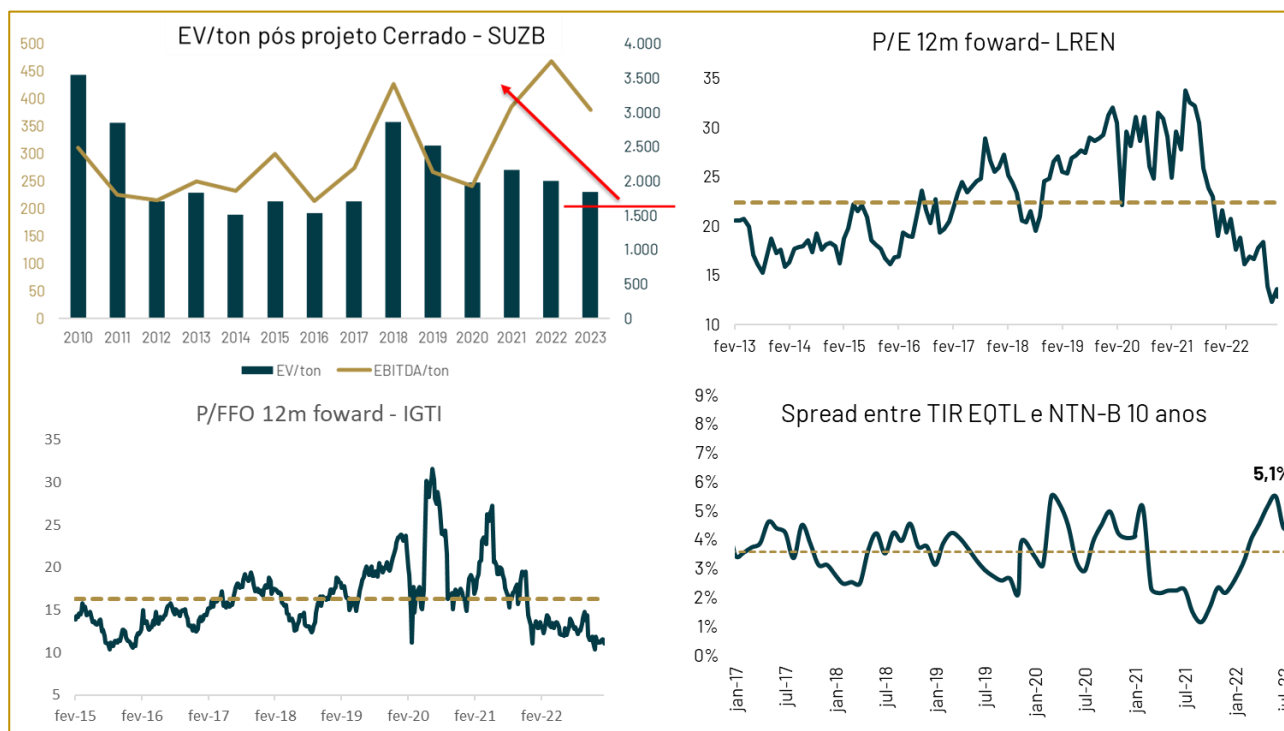
Portanto, discordamos da ideia de que para vermos os ativos se valorizarem, esse governo precisa ser "bom" em medida absoluta, tampouco, ser um governo reformista ou transformador.

As expectativas atuais nivelam muito por baixo o que precisa ser feito para surpreender o que está nos preços, que já embutem uma deterioração econômica/institucional em larga escala.

Abaixo, adicionamos exemplos mais específicos de *valuation* depreciado na bolsa. Os tais vão desde o segmento de *utilities*, no qual os contratos permitem repasse da inflação (e, por isso, podem ser caracterizados como "bond proxies") a diversos outros setores.

Sabemos que cada *case* tem sua particularidade e não necessariamente encontram-se no mesmo estágio (de crescimento, rentabilidade etc.) que anteriormente, mas são diversos casos com desconto relevante em relação ao histórico e nível de alavancagem inferior a crises passadas.

Imagem 3: Alguns valuations que chamam atenção por estarem próximos dos menores pontos.



Fonte: Bloomberg
Elaboração Athena Capital

Outra métrica que vem nos chamando atenção em relação ao desconto é a comparação com *deals* privados. **As empresas de malls, por exemplo, teriam que subir em torno de 50% para ficar na média das oitenta e oito transações que ocorreram no setor, desde 2011 (a conta é semelhante se feita apenas com transações que ocorreram desde a pandemia de Covid-19).**

CUIDADO COM AS NARRATIVAS

Um outro aspecto que achamos relevante destacar nesses momentos é como a visão macro e as narrativas ao redor dela tendem a ser os principais *drivers* de preços, em meio a um momento de grandes mudanças.

Um exemplo recente e abordado por nós em cartas anteriores foi o que ocorreu logo após o início da pandemia de Covid-19, quando as empresas que se destacavam na narrativa do “novo normal”, atraíram todas as atenções e tiveram valorizações exponenciais. Sabemos, hoje, como tal narrativa foi exagerada, tanto para as empresas mais ligadas à tecnologia quanto para as empresas pontualmente prejudicadas pela pandemia.

Cerca de dezoito meses atrás, a narrativa de que o mundo conviveria com juros baixos e sem inflação por muito tempo, incentivou muitas mudanças de portfólio. Hoje, a narrativa oposta de juros elevados e de inflação persistente, incentiva as mudanças de portfólio na direção contrária.

As narrativas costumam mudar com bastante frequência e as alterações de portfólio que são incentivadas por elas, têm um histórico de não ajudar os investidores. Deste modo, entendemos que elas movem muito os preços no curto prazo, o que acaba estimulando ações por parte dos investidores, acionando o tradicional Action Bias³

3 <https://thedeisionlab.com/biases/action-bias>

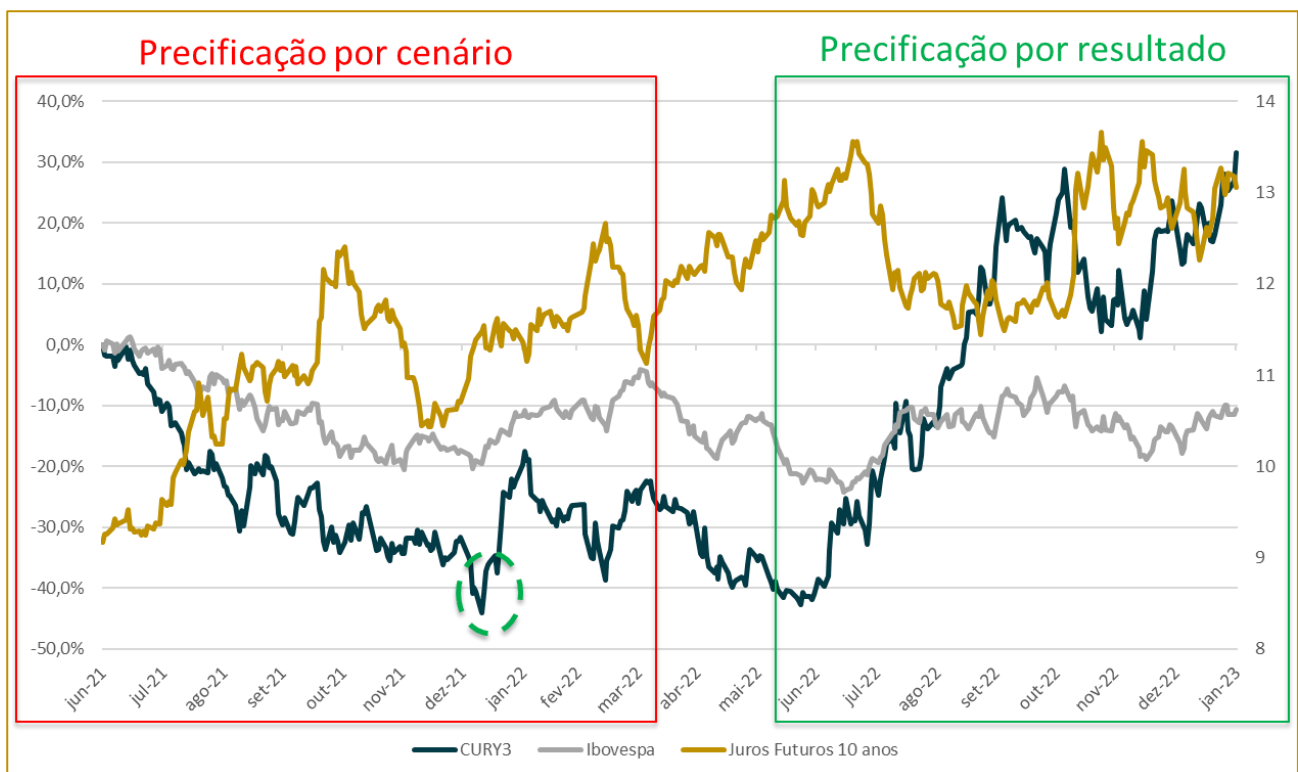
Por outro lado, não discordamos do poder das narrativas em influenciar a direção dos mercados. Porém, consideramos que, quando o foco permanece nos resultados, elas podem gerar oportunidades interessantes.

A fim de exemplificar, podemos observar como isso ocorreu com a Cury, uma empresa que teve sua precificação bastante afetada pela narrativa da elevação de juros. O processo de aperto monetário pelo aumento dos juros, estimula a rotação de carteiras para os setores vistos como beneficiados (o bancário, como um dos mais citados) e, fuga dos considerados como prejudicados (destaque para as incorporadoras).

As ações da Cury, inicialmente, tiveram fortes desvalorizações em linha com os pares do seu setor, apesar dos seus resultados operacionais e financeiros terem se mantido sólidos. Esse período de queda pode estimular alguns a pensar que é a narrativa o ponto mais importante, mas na realidade, o que ele fez foi abrir uma janela para o investimento na empresa a preços muito descontados (pauta que abordamos na nossa [Carta 15](#), divulgada na data indicada pelo círculo verde na imagem 9).

Conforme o tempo passou, a elevação de juros deixou de ser a novidade e o foco, dando lugar aos resultados, que se tornaram a principal força a definir a precificação da empresa a mercado. À medida que isso acontecia, as ações da Cury passaram por fortes apreciações, ainda que as expectativas de juros hoje sejam maiores do que quando ela passava por desvalorizações.

Imagem 9: Ações da Cury e Ibovespa no eixo esquerdo (em porcentagem) e no direito, o DI futuro. Destaque para o comportamento inicialmente guiado por juros e valorização após resultados (apesar das expectativas quanto aos juros futuros terem piorado).



Fonte: Bloomberg

Elaboração Athena Capital

Na sequência, podemos comparar tais episódios com o atual momento, no qual há previsão de ambiente macro mais desafiador e preocupação com a condução da política fiscal. Nesse primeiro momento, muitas empresas estão sofrendo um pesado *derating* com base nessas expectativas, mas assim como ocorreu com a Cury, gradualmente, os resultados se tornarão o fator mais importante para a precificação.

MESMO SETOR, HISTÓRIAS DIFERENTES...

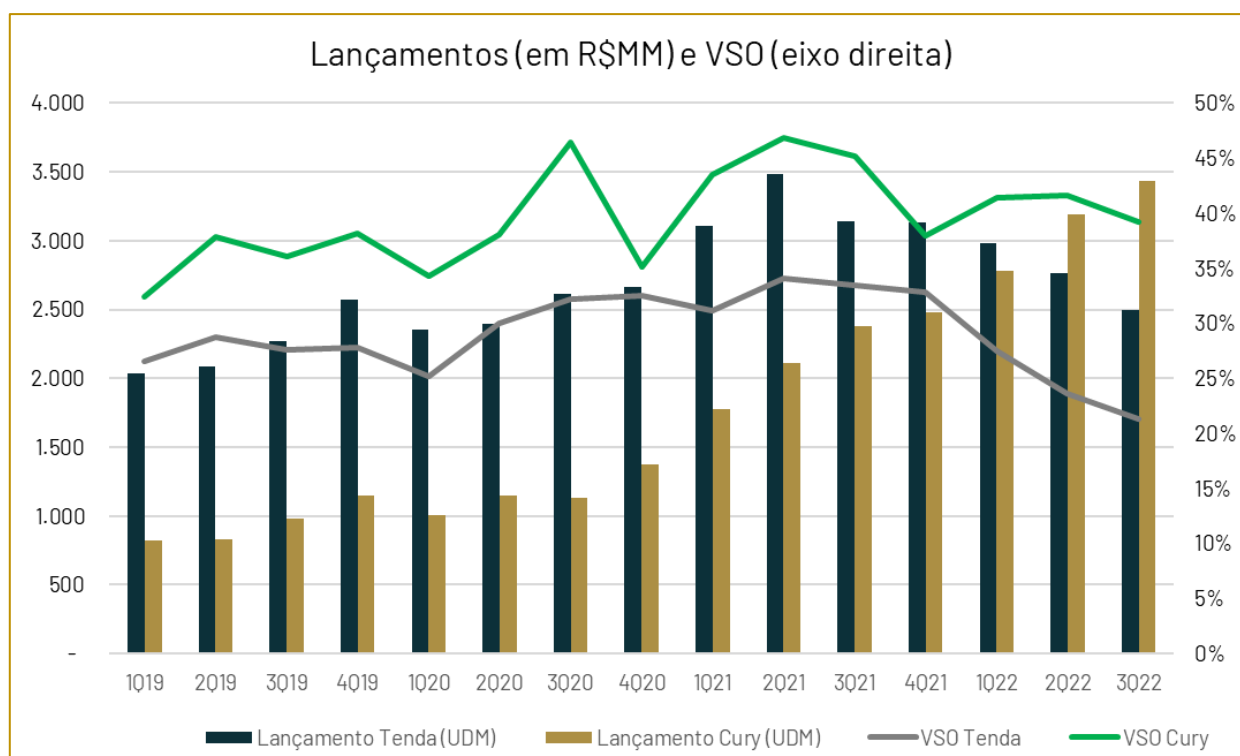
A dominância do micro em relação ao macro pode ser observada nas divergências entre as empresas com atuação semelhante, dentro de um mesmo setor. Nesses casos, não há diferença de cenário macro, com os resultados divergentes sendo explicados apenas por fatores como capital humano, alocação de capital e diferenciais competitivos.

Se o nosso exemplo de *case* de boa execução foi a Cury, podemos citar a Tenda como exemplo de uma entrega insuficiente. Apesar de atuarem no mesmo setor e estarem sujeitas ao mesmo pano de fundo macroeconômico, essas empresas tiveram resultados completamente distintos, refletidos no preço das ações.

Logo, nas imagens abaixo podemos observar como em 2022 os resultados operacionais e financeiros das empresas foram muito diferentes. Enquanto a Cury manteve a margem bruta bem preservada ao longo do ciclo de aumento de inflação de insumos, a Tenda apresentou um descontrole nos seus orçamentos das obras. A companhia reportou prejuízo consolidado de R\$ 660 MM nos quatro últimos trimestres reportados (44% do PL antes do início da fase de ajustes).

Por conta dessa evolução de resultados tão díspares, as ações da Cury tiveram valorização de 104% ao longo de 2022, enquanto as ações da Tenda se desvalorizaram 73,3%.

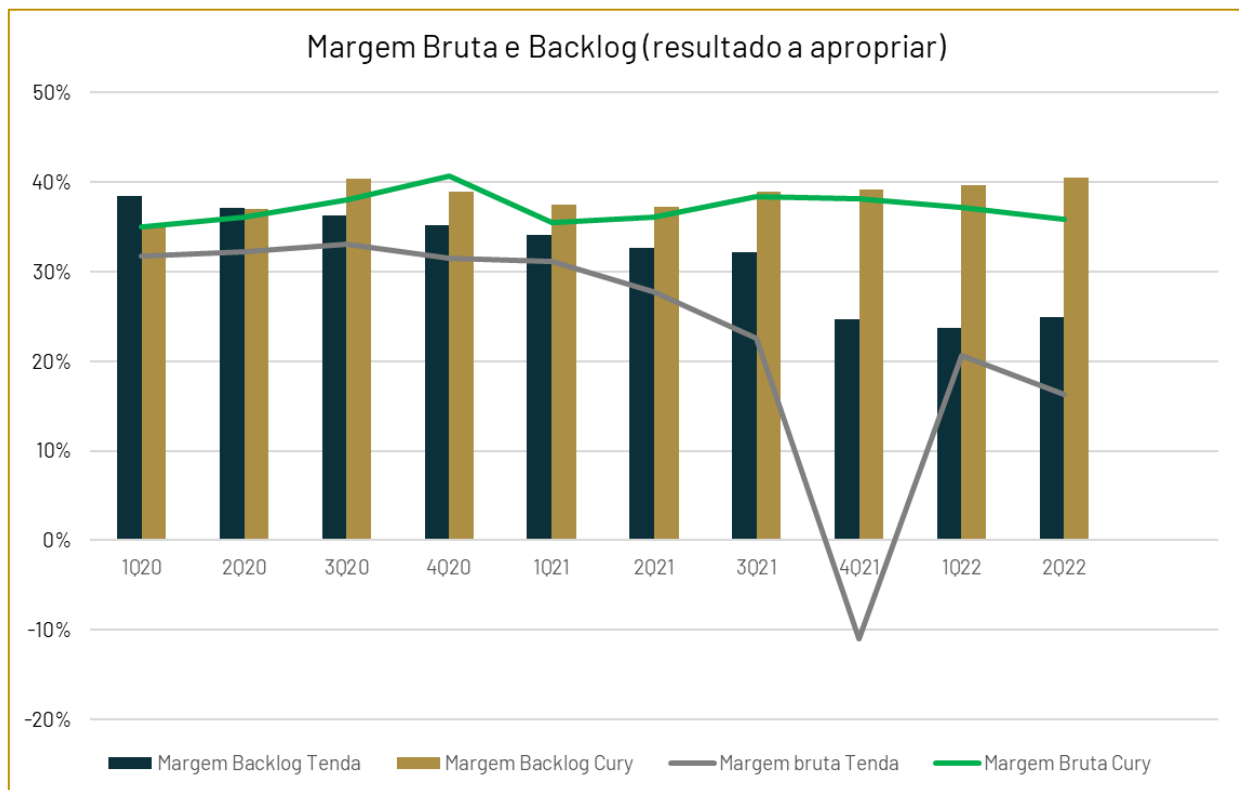
Imagem 10: Demonstração dos dados dos da Cury, que quadruplicou lançamentos (UDM = últimos 12 meses) desde 2019 e da Tenda, que permaneceu estável.



Fonte: Companhias abertas listadas na B3

Elaboração Athena Capital

Imagem 11: Mais um demonstrativo da diferença entre os dados da Cury e da Tenda.



Fonte: Companhias abertas listadas na B3

Elaboração Athena Capital

Apesar de ser numa magnitude menor, em comparação ao citado acima, outros casos também chamam a atenção por abrirem um *gap* de performance num mesmo setor, como por exemplo, o Itaú em comparação com Bradesco e Santander, assim como a Localiza em comparação a Movida.

Acreditamos que veremos cada vez mais resultados divergentes para empresas com atuação nos mesmos setores. Como ressaltado acima, essa dinâmica tende a se intensificar em ambientes macro desafiadores, tendo ocorrido de forma significativa durante o governo Dilma Roussef.

HORA DE BUSCAR PROTEÇÃO NA RENDA FIXA?

A comparação com o retorno oferecido pela Renda Fixa tem sido onipresente nas discussões sobre ações, então acreditamos ser necessário passar um pouco da nossa visão sobre o assunto. Em especial, sobre alguns pressupostos que, frequentemente, são tomados como regras absolutas, mas que não fazem tanto sentido assim.

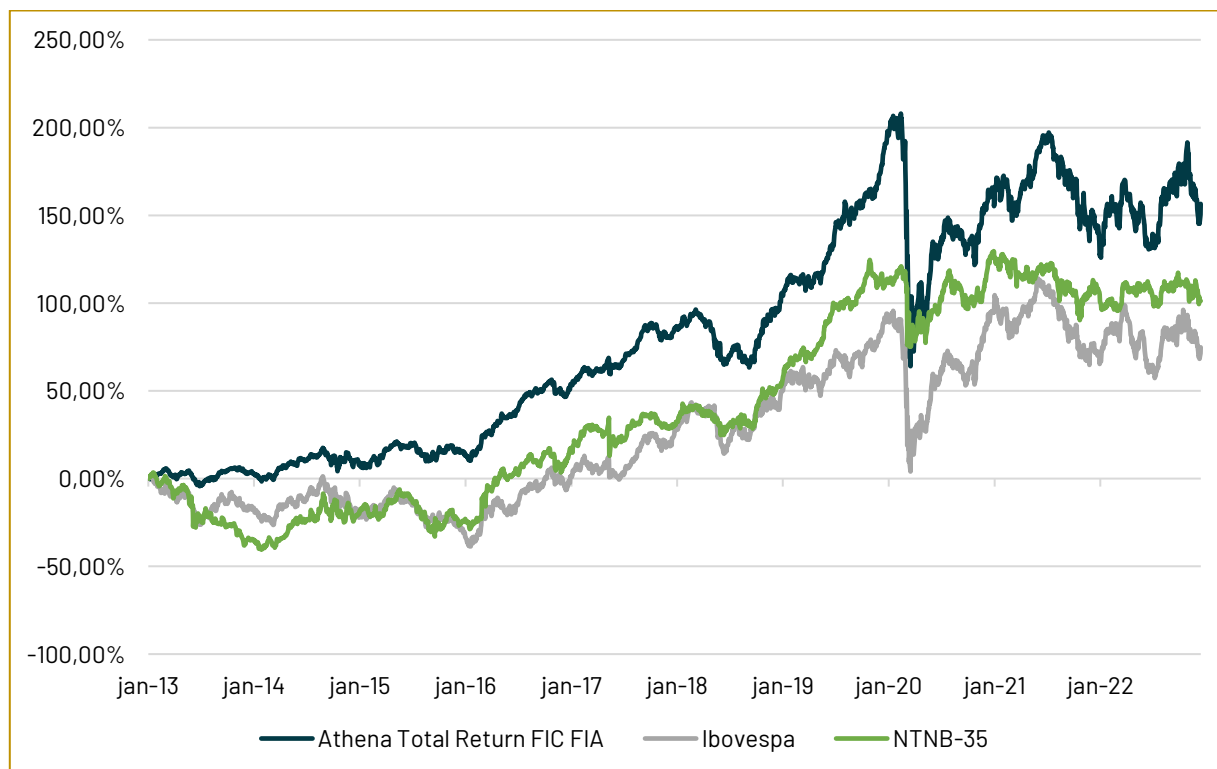
Por exemplo, discordamos da ideia de que os ativos de renda fixa oferecem proteção tão diferenciada, nesse momento de preocupação com o panorama fiscal e institucional do país.

A renda variável, sem dúvida, é afetada por elevações de juros, através do aumento da sua taxa de desconto. Esse mesmo efeito ocorre com ativos de renda fixa pré-fixados ou indexados à inflação.

O mercado costuma trabalhar sob a presunção de que esse efeito é sempre mais prejudicial à renda variável do que aos ativos de renda fixa. Especialmente, em relação a fundos de gestão ativa, ao menos, para o nosso perfil, simplesmente não procede.

Primeiramente, para estabelecer um comparativo de longo prazo, faremos abaixo a comparação do fundo Athena Total FIC FIA com a NTN-B e vencimento em 2035, desde a sua criação.

Imagem 12: Comparativo de rentabilidade do Athena Total Return FIC FIA, desde seu início.



Fonte: Bloomberg
Elaboração Athena Capital

	Athena Total Return FIC FIA	Ibovespa	NTNB-35
Retorno	156,61%	74,82%	101,22%

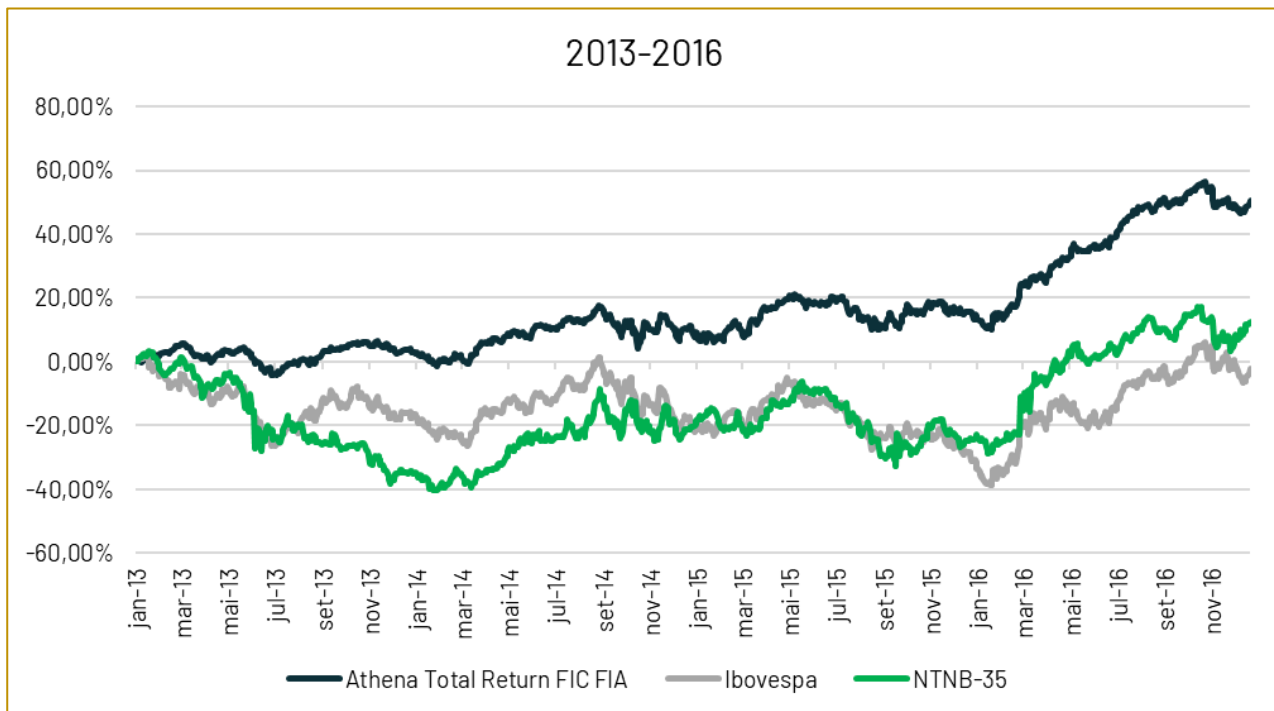
Assim, ao contrário do que muitos presumem, boa parte desse alfa foi construído exatamente em momentos de aumento de juros e grande *stress* no mercado.

A seguir, mostramos como algumas das premissas que as pessoas têm utilizado para pensar sobre o papel das ações em seus portfólios não fazem sentido, ao menos, para os nossos fundos.

1. Ações não tem como superar a renda fixa em momentos de um governo ruim, economia fraca e juros elevados.

O governo Dilma Roussef foi um momento de juros elevados e crescentes, em meio a um cenário inflacionário e uma recessão severa, com queda de mais de 3% do PIB em 2015 e 2016. **O período citado também é onde tivemos a melhor performance em relação a um título de renda fixa.**

Imagem 13: Comparativo de retorno durante o Governo Dilma Roussef.



Fonte: Bloomberg

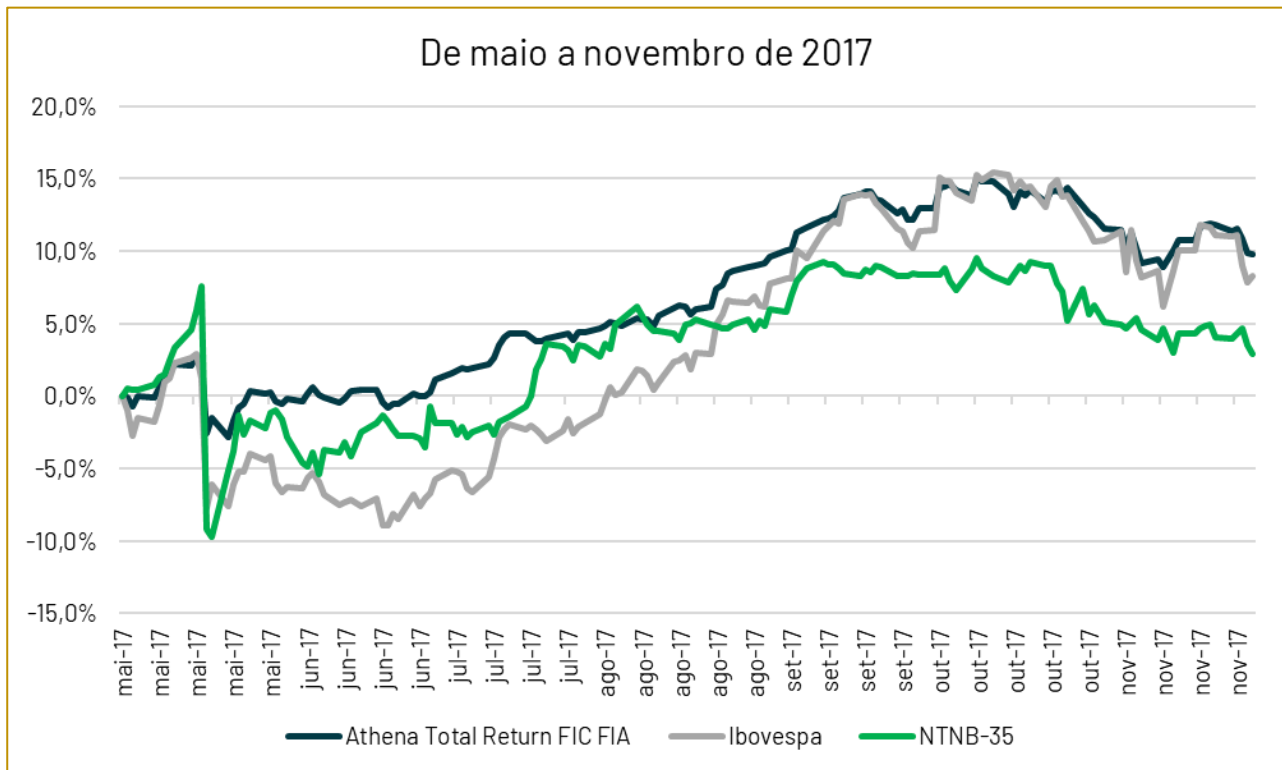
Elaboração Athena Capital

2. Ativos de renda fixa são menos afetados por choques na política e preocupações institucionais com o país.

Aqui, vale destacar um dos eventos da história que mais representaram um choque político e risco institucional, o dia 17 de maio de 2017, que ficou eternizado dado a sua importância como "Joesley Day". Uma vez que, em um momento de fragilidade institucional pós- impeachment, o vazamento de uma gravação do presidente Temer trouxe grandes choques ao mercado.

Analisar janelas de seis meses não costuma trazer grandes *insights* sobre o mercado, mas no caso de um evento tão pontual e impactante, conseguimos ter uma sensibilidade de como cada ativo se comportou.

Imagem 14: Comparativo dos impactos de curto prazo do evento “Joesley Day”.



Fonte: Bloomberg

Elaboração Athena Capital

Sendo assim, mais uma vez é possível observar como a alocação no Athena TR FIC FIA não apenas trouxe um retorno melhor em prazos mais longos, mas sofreu bem menos, no curto prazo, com estes choques políticos institucionais.

Adicionalmente, consideramos curioso o raciocínio de que a melhor proteção contra um governo seja a compra de títulos do governo.

3. Deve-se ajustar o peso de ações no portfólio de acordo com a projeção do cenário econômico.

A Morningstar publica um estudo anual chamado “Mind the Gap”, que aborda a diferença entre os resultados dos fundos de investimentos e dos clientes dos fundos de investimentos.

A diferença entre essas duas métricas é gerada pelos momentos de entradas e saídas dos investidores nesses fundos. Um investidor que permaneceu no fundo teria um retorno igual ao mesmo, mas investidores que entraram/saíram terão um retorno distinto.

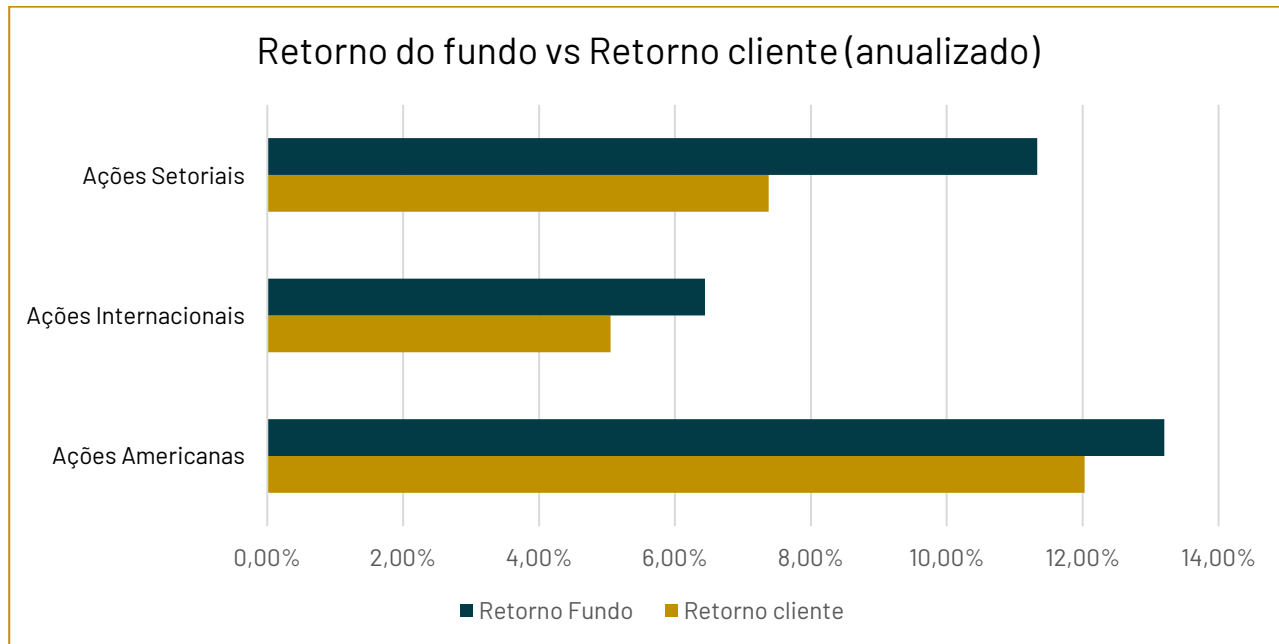
De forma geral, clientes podem trocar de fundos por várias razões, mas normalmente, duas são mais frequentes. São elas:

- I. **Querem ajustar seus portfólios de acordo com as previsões de cenários;**
- II. **Querem comprar mais do que valorizou e vender o que desvalorizou.**

Se tais trocas ajudassem os investidores a pegar os melhores períodos de cada fundo (ou evitar os piores), eles então teriam retornos superiores aos dos fundos investidos.

Porém, isso na média, prejudica o retorno dos investidores na maioria dos casos. Analisamos dados desde 2016 e não há nenhum ano em que essas trocas tenham sido positivas para os investidores.

Imagem 15: Estudo “Mind the Gap” 2022 da Morning Star.



Fonte: Morning Star. Mind the Gap, 2022.

Elaboração Athena Capital

Tal diferença é bastante destacada, por exemplo, nos fundos de ações setoriais, onde as trocas custaram quase 4% ao ano para o investidor, o que acaba sendo uma boa ilustração de como é complicado ajustar os portfólios, baseando-se no olhar de qual setor foi mais beneficiado por determinada mudança. A fim de entender melhor essa dinâmica, basta analisar como estão os portfólios que aumentaram o peso em *tech* na pandemia ou em *growth*, no período de juros baixos.

CONCLUSÃO

É nosso dever não menosprezar os riscos advindos do cenário político e suas consequências para o ambiente econômico. Mas, voltamos a um ambiente político que nos é familiar e no qual, navegamos bem, historicamente. **Ainda assim, somos vigilantes com essas questões, no entanto, tomamos cuidado para manter o foco nas empresas e nos seus resultados.**

O peso excessivo dado ao cenário econômico e político é amplamente documentado como um responsável por **piorar** o retorno dos investidores. Sem dúvida, o ambiente macroeconômico e político se tornou desafiador, elevando o risco de cenário. Ao mesmo tempo, *valuations* como raramente vistos e em forte contraste com a dinâmica das empresas, reduzem o risco de preço.

Vale salientar também que, se em algum momento tivermos diminuição quanto ao risco de cenário, é quase inevitável que ela virá acompanhada de uma piora quanto ao risco de preço.

Dessa forma, a ideia de diminuir a bolsa quando há piora de cenário, para aumentar posteriormente a sua melhora, é o equivalente a premeditar vender barato para recomprar mais caro.

Se em outros momentos de maior otimismo, era necessário realmente acreditarmos que o Brasil passaria por grandes reformas e transformações, para vermos um *upside* significativo, hoje, basta acreditarmos que ocorrerá uma deterioração e piora das condições, mas menos severas que as atualmente precificadas.

Atualmente, projetamos o retorno de nossa carteira, entre IPCA + 15% e IPCA + 25% a depender das premissas utilizadas.