

Palavra do Gestor – 4UM Investimentos

Choque de realidade

Após os primeiros indícios de volatilidade do mês de fevereiro, durante março pudemos perceber o real impacto que a pandemia do Covid-19 terá sobre a economia global. As medidas de restrição a movimentação de pessoas e negócios, que são justificadas e sensatas, geraram uma forte contração de oferta e demanda agregadas.

As perspectivas atuais para o crescimento econômico das principais economias globais comparam-se as das décadas de 1910 e 1930, quando as grandes guerras mundiais assolaram diversos países centrais. Segundo dados compilados pela *The Economist*, na Área do Euro a perspectiva atual é de uma queda no Produto Interno Bruto (PIB) da ordem de 5,5%. Na Inglaterra a perspectiva é de queda de 4,2%. Nos EUA (-3,0%), Japão (-2,9%) e China (+2,5%) o cenário também é desafiador.

Alguns dados econômicos de março já corroboram essas expectativas. O PMI Composto (indicador antecedente de atividade econômica) de março da Área do Euro despencou para o menor nível já registrado, 29,7 pontos, ante um patamar de 51,6 em fevereiro.

O mercado de trabalho americano também já apresenta um cenário recessivo. O indicador semanal que mede o número de pedidos por seguro desemprego foi de 6,4 milhões de pessoas na semana encerrada no dia 02/04/2020. Uma semana antes, o número de pedidos foi de 3,3 milhões, algo sem precedente na série iniciada em 1970. A título de comparação, na crise dos *subprimes* americanos o número mais alto de pedidos por seguro desemprego foi de 669 mil, no início de 2008.

No Brasil, onde também adotamos o isolamento das pessoas para tentar reduzir a velocidade de transmissão do vírus, a projeção do crescimento do PIB já é de uma retração de 0,5% no ano, contra uma expectativa de crescimento de 2,2% no início de 2020.

No âmbito monetário, o Banco Central reduziu a Selic pela sexta vez consecutiva, levando a taxa de juros para 3,75% a.a. Nesse patamar, atualmente o juro real *ex-post* (Selic deflacionada pela inflação corrente) e *ex-ante* (taxa do DI de 360 dias deflacionada pelas expectativas de inflação) ficou em 0,2% e -0,2%, respectivamente. Além disto, a instituição anunciou algumas medidas para aumentar a liquidez do mercado de crédito e evitar uma crise aguda de dívidas. As principais medidas neste sentido foram: (i) aprofundamento do programa de redução dos recolhimentos compulsórios da ordem de R\$ 200 bilhões; (ii) autorização para que as instituições financeiras associadas ao Fundo Garantidor de Crédito (FGC) possam captar recursos via Depósito a Prazo com

Garantia Especial (DPGE); (iii) empréstimos diretos do BCB para instituições financeiras com lastro em debêntures. Esse pacote de medidas é da ordem de 17% do PIB e inédito na condução da política monetária brasileira.

É difícil avaliar agora se esse conjunto será suficiente para evitar uma recessão prolongada. Notamos, porém, que essa atuação anticíclica não tem precedente na história brasileira e é a mais agressiva dentre os pares emergentes da América Latina toda.

Passado esse primeiro momento, é fundamental caminharmos novamente para um cenário de responsabilidade fiscal. Momentos como esse são marcados por revoluções na maneira como a política econômica encara os problemas. Para isso é necessário retirar lições da crise e, após esse choque do Covid-19, colocar novamente o Brasil no caminho do desenvolvimento econômico e da responsabilidade fiscal e monetária.

4UM SMALL CAPS FIA

No mês de março de 2020, o 4UM Small Caps apresentou rentabilidade negativa de -24,6 %, acumulando queda de -29,2% no ano. Para comparação, o Índice Small Caps SMLL apresentou quedas de -35,1% e -40,2% nas mesmas bases.

Estamos diante de uma das piores crises dos mercados financeiros dos tempos modernos. A queda simultânea dos mais variados mercados, desde renda fixa, commodities, ouro até ações, em várias geografias surpreendeu a todos.

As restrições a movimentação de pessoas e ao comércio que foram impostas como medidas de controle da disseminação do Covid-19 terão impactos relevantes sobre a economia. O faturamento de muitas empresas deve ceder, o que se torna um problema sério para aqueles com estruturas de custos fixos e financeiros elevados.

Algumas empresas, no entanto, terão capacidade financeira de superar mais esta crise, com flexibilidade de custos e baixo endividamento que as colocam em situação privilegiada neste momento. Em tempos de crise, bem como de euforia, investidores tendem a acreditar que a situação atual se perpetuará. A realidade, no entanto, mostra que a ciclicidade é a dinâmica que melhor descreve o comportamento dos mercados ao longo do tempo.

Nestas últimas semanas adotamos uma postura contrária à maioria do mercado, porém com muita disciplina, aproveitando as oportunidades que nos foram oferecidas com muito zelo pela qualidade da carteira.

Em linhas gerais, reduzimos as posições em empresas com alavancagem financeira, adicionamos quatro novos nomes ao portfólio, reduzimos a alocação em caixa aumentando a parcela comprada em ações e, por fim, liquidamos uma posição que não havia caído muito em relação às demais e, em termos relativos, já não apresentava um potencial de valorização tão grande quanto o resto da carteira.

A maior parte destas operações ainda está em andamento, razão pela qual daremos mais detalhes na medida em que forem se concretizando.

Na nossa visão, a situação econômica ainda está longe do pior, com as próximas semanas nos reservando o maior fluxo de notícias negativas. Ainda assim, temos clareza da capacidade da economia se recuperar.

Diante deste cenário, os preços das empresas na bolsa são verdadeiras barganhas para quem mantém o horizonte de investimento no longo prazo.

Não temos o controle sobre o *timing* do mercado, apenas convicção de que as empresas das quais somos sócios sairão saudáveis desta crise e continuarão a gerar valor por muitos anos. A volatilidade é, mais uma vez, uma janela de oportunidade.

4UM MARLIM DIVIDENDOS FIA

No mês de março, o 4UM Marlim Dividendos apresentou queda de -28,0%, acumulando -33,3% de queda em 2020. Para comparação, o Índice Dividendos IDIV apresentou -25,5% e -31,2% nas mesmas bases, enquanto o Ibovespa sofreu quedas de -29,9% e -36,9%, respectivamente.

Após as quedas recentes nos preços das ações, fizemos um exercício para avaliar a atratividade do fundo 4UM Marlim Dividendos.

Para tanto, consideramos nossa carteira como uma holding de empresas de diversos setores e observamos a qualidade dos resultados desta holding. Agrupamos os balanços das companhias, usando nossa participação proporcional no capital de cada uma delas, de forma simplificada, porém útil para a análise.

Durante o ano de 2019, o fluxo de caixa operacional consolidado da carteira atual, neste exercício de agrupamento proporcional dos resultados das empresas investidas, foi de R\$ 40 milhões. Deste saldo, R\$ 26 milhões foram lucros atribuídos aos acionistas e R\$ 18 milhões foram distribuídos na forma de dividendos.

O valor de mercado desta carteira, ou seja, o valor do Patrimônio Líquido consolidado do fundo ao final do mês de março era de R\$ 200 milhões.

Quando comparamos estes números, notamos algumas informações interessantes. Primeiramente notamos que bastam cinco anos de fluxo de caixa operacional para repagar todo o valor de mercado desta carteira.

Em segundo lugar, o preço da cota é de aproximadamente 7,7x o valor do lucro líquido proporcional, que é aproximadamente a metade do que negocia a carteira teórica do Ibovespa atualmente.

Por fim, notamos que apenas os dividendos dos últimos doze meses desta carteira gerariam um retorno de 250% do CDI atual, a um *dividend yield* de 9,4%, que sequer considera o potencial de valorização das ações.

Claramente o momento de crise é delicado, com o pior momento para a economia ainda por vir. Ainda assim, investimos com o foco no longo prazo, e acreditamos na capacidade das empresas investidas de superarem este momento.

Mantemos nossa estratégia estrutural de investir em empresas com receitas recorrentes, com vantagens competitivas fortes e de setores mais resilientes.

4UM INFLAÇÃO FI RF LP

No mês de março o 4UM Inflação apresentou rentabilidade de -7,9%, acumulando queda de -7,0% no ano. O benchmark, IMA-B, apresentou retornos de -7,0% e -6,3%, nas mesmas bases de comparação.

A deterioração nos preços dos títulos públicos indexados à inflação, que teve início em fevereiro, acentuou-se em março, fruto da forte reação adversa generalizada dos mercados ao redor do mundo.

O ineditismo deste evento já é notório, sendo uma das maiores desvalorizações do mercado financeiro na história. No caso dos títulos públicos indexados à inflação, o IMA-B teve uma rentabilidade equivalente a quatro desvio-padrões abaixo da média histórica. Isto significa, uma probabilidade de menos de 0,1% de acontecer sob uma distribuição normal.

Durante março houve uma grande pressão de venda de títulos, com uma busca desenfreada por liquidez. Isto deixou o mercado de renda fixa disfuncional, com poucos negócios sendo realizados e sem referências concretas de preços.

É fundamental entender os reais impactos desta crise sobre a rentabilidade esperada dos títulos públicos para poder julgar se esta reação do mercado foi coerente ou não.

No agregado, entendemos que a atual crise tem um impacto desinflacionário sobre a economia. Isto porque a queda de demanda e pressão sobre commodities internacionais devem superar o impacto de pontuais desabastecimentos. Ainda é cedo para apontar um problema no sistema elétrico, pois apesar de que as inadimplências já estarem subindo, o que deve ser incorporado nas tarifas futuras, a interrupção de atividade industrial derrubou o preço da energia de curto prazo.

Por outro lado, essa menor inflação vem aliada de menores taxas de juros também. O cenário de recessão global levou o mercado a acentuar as apostas por quedas na Selic no curto prazo.

Enquanto há muita aversão a risco de países emergentes, os vértices longos podem manter a inclinação acentuada das últimas semanas. No entanto

acreditamos que essa também deve ceder em breve, na medida em que o mercado se estabilizar, o que deve gerar um novo fechamento de taxas e consequentemente apreciação dos títulos mais longos.

Para aproveitar este momento, aumentamos a *duration* da carteira e concentramos nos vértices que serão mais beneficiados deste movimento.

A carteira do fundo encerrou o mês com um *yield* médio de 4,0% ao ano acima da inflação, enquanto do IMA-B é de 3,7%. A *duration* média do fundo é de 9,3 anos, enquanto de seu benchmark é de 7,8 anos.