

"Bottom-up value investors would not wish to bet the ranch on a macroeconomic view, but neither would they be wise to ignore the macro economy altogether " - Seth Klarman¹

Apesar do nosso dia-a-dia ser focado em entender as companhias em seu nível microeconômico mais profundo, focar exclusivamente no micro, negligenciando o ambiente macroeconômico, é um erro ingênuo contra o qual nossa experiência já nos vacinou. Inúmeros investidores fundamentalistas tradicionais, como Howard Marks², Dan Loeb³, David Einhorn⁴, Mohnish Pabrai⁵ e Jean-Marie Eveillard⁶ já manifestaram a importância de uma consciência do contexto macroeconômico na composição de portfólios. Se essa consciência já é importante em mercados desenvolvidos, como o norte-americano, essa necessidade fica ainda mais premente no contexto brasileiro, onde o ambiente é bem mais volátil. Em situações na qual a macroeconomia se impõe, é crítico que se faça uma leitura apropriada do cenário.

E hoje o Brasil passa por potencial mudança de paradigmas econômicos. Ignorar seus impactos seria, no melhor dos casos, desperdiçar uma oportunidade valiosa. Entendemos que uma leitura clara da situação atual é de enorme valor para nosso portfólio e, em especial, para nossos investidores.

Em um país onde a política macroeconômica sofre mudanças frequentes, a única constante tem sido o excesso de dependência do gasto público no produto interno bruto. E quando este gasto público é ineficiente, ineficaz e oneroso, como o do caso brasileiro, cria-se um ambiente perfeito para volatilidade econômica, que gera crises e posteriores recuperações no mercado, como a que verificamos nos últimos 2 anos com uma valorização expressiva do Ibovespa. A história brasileira é pródiga em exemplos de crises das mais variadas formas e com os mais diferentes gatilhos. Todas têm, porém, a mesma raiz: o desequilíbrio e a fragilidade das contas públicas. Como resultado, vive-se numa eterna gangorra de governos perdulários e governos reformistas que tentam equilibrar as contas. O excesso de gasto é uma constante na nossa história e tem como raiz a crença de que o Estado tem que ser o principal agente do desenvolvimento. Há pelo menos 60 anos essa ideia prepondera nos governos brasileiros, tanto de direita como de esquerda, com pequenos interregnos de políticas liberais, nos momentos em que a situação fiscal se mostrava insustentável. Abaixo vemos a evolução do Ibovespa medido em US\$, suas crises e subsequentes recuperações:

¹ Fundador da Baupost Group, escreveu o bastante conhecido "Margin of Safety"

² Fundador da Oaktree Capital, escreveu a excelente obra "The Most Important Thing". Tem Warren Buffett como um de seus fãs por suas cartas. Mais recentemente escreveu "Mastering the Market Cycle"

³ Fundador da Third Point, *value investor* focado em eventos

⁴ Fundador da Greenlight Capital, escreveu "Fooling Some of the People All of the Time"

⁵ Fundador do Pabrai Investments Funds e Dhandho Funds, escreveu "The Dhandho Investor"

⁶ Gestor de fundos na First Eagle Funds. Escreveu, dentre outros livros, "Value Investing Makes Sense"

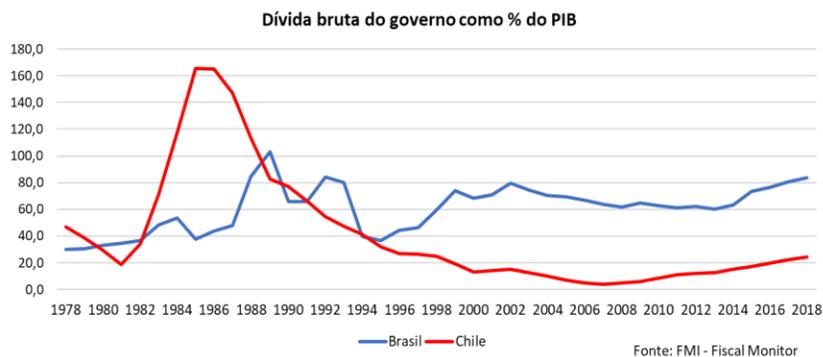


Evidentemente, este padrão não é exclusivo ao Brasil. Pelo contrário, ele é um tanto corriqueiro em toda a vizinhança latina. As crises fiscais e derrocadas das bolsas de valores latino-americanas também são frequentes, em um eterno movimento pendular dos mercados.

Entretanto, há uma exceção a essa regra da qual importantes lições podem ser tiradas para o momento atual do Brasil: o Chile, que a partir de meados da década de 70, conseguiu sair desta dinâmica perversa e entrar em uma rota do crescimento sustentável.

No período pré-reformas, o Chile era extremamente dependente das exportações de cobre, a economia possuía comportamento volátil na esteira das variações da cotação do minério. Preços altos significavam economia forte mas também gastos fiscais irresponsáveis, que culminavam em crises econômicas e sociais quando os preços do minério arrefeciam.

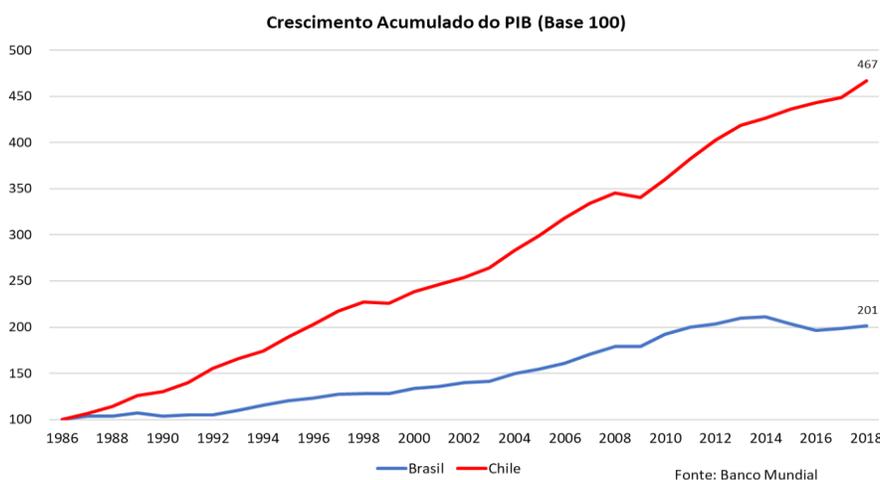
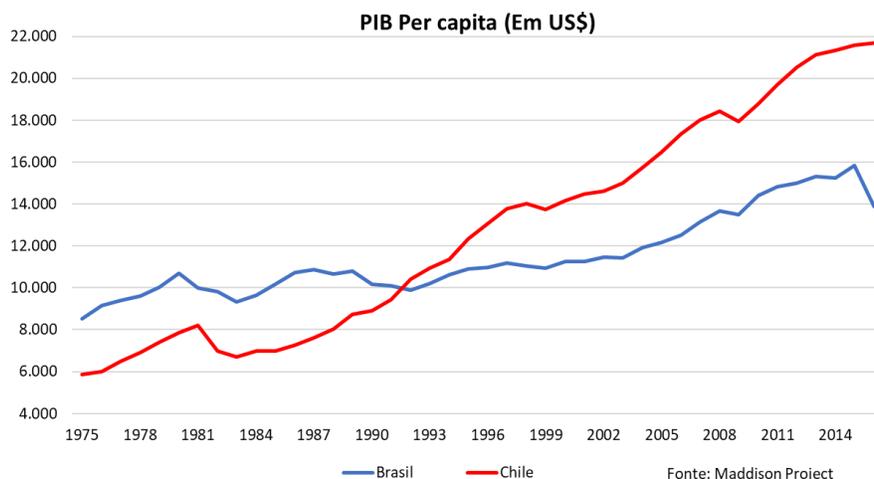
Em meados da década de 70, um pico hiper-inflacionário forçou o Chile a rever suas políticas macroeconômicas e iniciar reformas em busca de estabilidade. Depois, no começo dos anos 80, com a crise da dívida chilena, as reformas foram aprofundadas, dando início a uma série de outras medidas microeconômicas⁷ inéditas na América do Sul. As principais reformas neoliberais promovidas foram: a reforma da previdência para um sistema de capitalização, a reforma tributária com unificação de impostos, além de



⁷ [Artigo de Hernán Büchi Buc ex-ministro das finanças no período discutido](#)

privatizações em massa e abertura comercial, com redução de impostos de importação e exportação. Focando majoritariamente na austeridade fiscal, em uma década o país estabilizou suas contas públicas, reduziu sua dívida e cortou juros, iniciando uma trajetória de crescimento que se provaria duradoura.

Os gráficos abaixo contrapõem os resultados das políticas opostas entre os 2 países. O Brasil dando ênfase a políticas intervencionistas, na tentativa de ter um Estado forte, e o Chile com mais liberdade econômica e austeridade fiscal. Hoje, o país andino ocupa a posição de 18º no Index of Economic Freedom (Heritage Foundation), enquanto Brasil fica em 150º de 180 países analisados. Fica clara a destoante criação de riqueza do país vizinho quando se analisa que o PIB per capita, em dólares, Chileno expandiu a uma taxa média de 3,2% enquanto o brasileiro, pífios 1,4% no mesmo período.



Há paralelos importantes entre o que ocorreu no Chile e o que vem sendo proposto no Brasil. Muito provavelmente não repetiremos a experiência do vizinho, que se deu em condições históricas muito diferentes, incluindo um regime ditatorial que impôs diretrizes econômicas liberais por quase duas décadas, suprimindo também liberdades individuais. Esse controle ditatorial suportou as medidas liberais mesmo durante solavancos da economia de curto-prazo. Porém, mesmo com diferenças entre os modos de governo, o que pode ser dito é que o Brasil tem hoje diretrizes políticas que se assemelham àquelas da mais bem-sucedida experiência latino-americana.

O objetivo central do atual governo brasileiro, por intermédio do ministério da economia, parece ser desmontar um Estado inchado e ineficiente⁸. As iniciativas que podem alavancar a economia brasileira estão reunidas em 2 grupos:

I) **ajuste fiscal** – via reforma da previdência, teto de gastos e privatizações, que reduzem o risco de degeneração econômica e inflação sistêmica;

II) **melhoria de competitividade** – via desregulação, concessões e quebra de monopólios estatais, buscando reduzir os custos de insumos e mão-de-obra. Há também a redução dos custos de transação com a desburocratização e a simplificação da estrutura tributária, o que aumenta o apetite por investimentos no país.

Estas reformas andam em linha com uma agenda econômica pautada na abertura comercial, na menor interferência do poder público nos mercados privados⁹ e na maior independência e clareza na tomada de decisão dos órgãos públicos¹⁰, o que reduz a percepção de risco do país, diminuindo custo de crédito e criando condições para a ebulição do empreendedorismo no país. Vejamos cada uma dessas com mais detalhe.

Ajuste fiscal – por mais competitivo, ou por mais que se acredite no potencial de um produto ou serviço, um balanço falido não consegue atrair capital. Isto é verdade para qualquer situação, seja ela familiar, de uma empresa ou de uma nação. Por isso, um ajuste fiscal que resolva a trajetória implosiva das contas públicas se faz urgentemente necessário. O Brasil, infelizmente, há décadas cresce sua proporção de gastos públicos sobre o PIB, e esta tendência entrou em trajetória de aumento exponencial ao longo dos últimos governos, tornando emergencial a necessidade por cortes drásticos no orçamento público. A dívida pública, principal mecanismo financiador dos déficits fiscais, hoje representa exorbitantes 80% do PIB¹¹. Diante da dificuldade política de negociar cortes de verbas, o governo atual adotou a estratégia de obter recursos via privatizações, atingindo ao mesmo tempo o objetivo de redução da presença estatal na economia. Nos primeiros 6 meses de governo, já foram levantados R\$ 54 bilhões com privatizações, mas esse número representa pouco do volume financeiro pretendido pela atual gestão, que podem atingir quase R\$ 1 trilhão¹² nas projeções mais otimistas.

Em paralelo à captação de recursos, os principais esforços do governo estão concentrados na aprovação da reforma da previdência, que é o maior dreno de recursos públicos atualmente – e com tendência de piora significativa, caso mantido o regime de repartição existente. Após as esperadas idas e vindas, o texto aprovado na Câmara, que ainda carece de aprovação no senado, projeta uma economia de quase R\$ 1 trilhão¹³ para os próximos 10 anos. Também se vislumbra a inclusão dos estados e municípios na reforma, o que seria de grande importância, se concretizado.

Melhoria da Competitividade – Não é preciso muito para ver quão engessadas são as condições para se fazer negócios no Brasil, o tão falado “Custo Brasil”. Tributação excessiva, altos custos logísticos e mercado de crédito oligopolizado encarecem a produção de bens e serviços à medida que afetam toda a cadeia

⁸ [Pacto entre os poderes pela agenda de eficiência - Valor](#)

⁹ [Petrobras reafirma sua independência - Valor](#)

¹⁰ [Proposta de independência do BACEN - Folha de São Paulo](#)

¹¹ [Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública – Tesouro Nacional](#)

¹² [Venda de Estatais Pode Atingir Valor Recorde no País – Estado de São Paulo](#)

¹³ [Câmara Aprova Texto-Base da Reforma da Previdência](#)

produtiva. Não por coincidência, a maioria dos setores no Brasil possui um punhado de grandes empresas que sobreviveram a todos os percalços do crescimento – muitas vezes com a ajuda do poder público – e, hoje, beneficiam-se de pequenos monopólios ou oligopólios em suas respectivas áreas de atuação. Essa situação é perenizada pela dificuldade de novos competidores se estabelecerem em uma economia que tanto penaliza o pequeno empreendedor.

A reforma trabalhista¹⁴ foi o primeiro passo para o destravamento da competitividade. Os sindicatos (o Brasil possui cerca de 20.000 sindicatos contra uma média de 200 nos países dentre aqueles com maior número de sindicatos no mundo) tiveram sua arrecadação reduzida em 86% com o fim da contribuição sindical obrigatória, minimizando drasticamente a presença custosa deste intermediário.

Em conjunto com a assinatura da “MP da Liberdade Econômica” que, entre outros, reduz a necessidade de alvarás e documentos impressos emitidos por cartórios e flexibiliza as leis trabalhistas, deve fomentar a abertura de novos negócios, formalizando mão-de-obra, ameaçando oligopólios burocráticos e permitindo a criação de cadeias de valor.

Medidas para reduzir os custos de insumos e fomentar a indústria também estão em andamento. Tal como acontece com as pequenas e médias empresas, o setor industrial também tem sido negligenciado no Brasil, por meio da depreciação da infraestrutura logística¹⁵ e da presença dos monopólios públicos, que encarecem o principal insumo comum a toda atividade industrial: energia. As principais mudanças propostas pela equipe econômica são:

- i) o “choque da energia barata” via quebra do monopólio da Petrobrás na distribuição¹⁶ de gás, com o qual se espera a redução do custo dessa matriz energética em aproximadamente 40% em 2 anos;
- ii) as concessões, que pretendem levantar até R\$ 100 bilhões em investimentos em aeroportos, portos e estradas, além do novo marco regulatório ferroviário¹⁷, com a transferência da construção e operação de ferrovias à iniciativa privada e o fim da exclusividade de uso de trechos existentes.

Todas essas são tentativas de reerguer a indústria nacional, através da redução de custos em seus insumos, ao invés da tendência histórica de criação de barreiras alfandegárias que encarecem o produto estrangeiro e penalizam o consumidor.

Abaixo um quadro que reúne as iniciativas e seus cronogramas pretendidos.

¹⁴ [Principais efeitos da reforma trabalhista - Globo](#)

¹⁵ [Mudança de foco do BNDE - Valor](#)

¹⁶ [Processo de quebra do monopólio da distribuição - Gazeta do Povo](#)

¹⁷ [Proposta de um novo marco regulatório ferroviário - Senado Federal](#)

Energia 	Aeroportos 	Ferrovias 	Portos 	Rodovias 
<p>Por vir: Em 2019 Leilão de transmissão • 15 blocos Segunda Metade</p> <p>Leilão de geração Jun-19 a Set-19</p> <p>Leilão de geração em Roraima Maio-19 Investimentos: R\$ 14,8 bilhões</p> <p>Por vir: 2020 e além Leilão de transmissão Jun-20, Set-20 e Dez-21</p> <p>Leilão de geração Abr-20, Set-20, Abr-21 e Set-20</p>	<p>Feito 12 aeroportos leiloados em 3 blocos: Nordeste:</p> <ul style="list-style-type: none"> Recife/PE; João Pessoa e Campina grande/PB; Maceió/AL; Aracaju/SE e Juazeiro do Norte/CE <p>Centro-Oeste:</p> <ul style="list-style-type: none"> Todos no MT: Várzea Grande (Cuiabá), Alta Floresta, Barra do Garças, Rondonópolis e Sinop. <p>Sudeste: Vitória/ES e Macaé/RJ Investimentos: R\$ 3,5 bilhões</p> <p>Por vir: 6° e 7° rodadas:</p> <ul style="list-style-type: none"> Curitiba, Goiânia, Congonhas e Santos Dumont 	<p>Feito Ferrovia Norte Sul Leilado em 28/03/19</p> <p>Investimentos: R\$ 2,8 bilhões</p> <p>Por vir: 4 novos projetos:</p> <ul style="list-style-type: none"> EF-354 (Concessão) Tramo Norte do Ferroanel de São Paulo (Concessão) EF-170 (Ferrogrão) EF-334 <p>Investimentos: R\$ 21,7 bilhões</p>	<p>Feito 4 novos portos: 3 em Cabedelo/PB e 1 em Vitória ES • Terminal de produtos líquidos Leilado em 22/03/19</p> <p>6 novos portos: 5 em Belém/PA e 1 em Vila do Conde/PA • Terminal de produtos líquidos Leilado em 05/04/19</p> <p>Investimentos: R\$ 632 milhões</p> <p>Por vir: 7 novos projetos: 3 no Paraná (Paranagua), 2 em Pernambuco (Suape), 1 em São Paulo (Santos) e 1 no Amapá (Cavaco)</p> <p>Investimentos: R\$ 2,5 bilhões</p>	<p>Por vir: BR-364/365/GO/MG Jataí/GO – Uberlândia (437 Km) Primeira Metade</p> <p>BR-191/SC Dezembro 2019</p> <p>Projetos sendo estudados:</p> <ul style="list-style-type: none"> BR-364 RO/MT SP-225 (Centrovias) BR-116 RJ/SP (Dutra) BR-152/282/470/SC BR-040 MG/RJ BR-156 RJ <p>Investimentos: R\$ 50 bilhões</p>

Por fim, o governo encara como segunda maior prioridade, após a reforma da previdência, promover uma reforma tributária – talvez a maior responsável pela alta complexidade de se fazer negócios no Brasil. Os pilares da reforma sustentam a descentralização tributária, provendo os cofres municipais e estaduais com recursos para execução mais eficiente de programas de desenvolvimento, e a simplificação via unificação de três tributos federais (PIS, COFINS e IPI, que passarão a compor o IVA¹⁸) e possivelmente de dois regionais (ICMS e ISS, que passariam a compor o IBS).

A intenção da reforma é uniformizar a tributação, evitando distorções de preços relativos, reduzindo a evasão fiscal e, principalmente, minimizando o impacto do planejamento fiscal na tomada de decisão do empresário. Em média, uma empresa brasileira despende quase 2 mil horas¹⁹ por ano para atender às exigências do fisco. No quesito complexidade tributária, o Brasil amarga a 184ª posição (ante 190 países analisados) no relatório do Banco Mundial. Apenas para comparação, na Argentina são usadas 311,5 horas por ano nas mesmas práticas, no Chile são 296 horas, na China são 142 horas e no Japão são 129,5 horas.

Em resumo, apesar dos ruídos políticos atuais ainda roubarem a maior parte das manchetes de jornal, o governo e o congresso estão avançando em uma agenda que pode ser transformacional para o país. O efeito de qualquer das medidas citadas é expressivo para a competitividade de nossas empresas.

¹⁸ [Detalhamento e cronograma do IVA - Exame](#)

¹⁹ [Número de horas gastas com cálculo tributário - Globo](#)



Outro fator importante é o contexto econômico no qual as medidas citadas estão sendo aplicadas. Diferentemente das reformas neoliberais feitas na década de 90, o ambiente atual é de estabilidade da inflação, robustas reservas cambiais e juros baixos. Um custo de capital baixo aumenta a atratividade de qualquer projeto de investimento. Além disso, as empresas valem mais, pois seus fluxos de caixa são descontados a taxas menores. Juros baixos geram investimento, que por sua vez gera emprego, gera renda, impostos, que financiam programas sociais, reduzem desigualdade e gera melhoria no bem-estar social. Não é preciso se comparar às taxas de juros baixas como nos EUA ou União Europeia. Temos exemplos práticos muito mais próximos de como a estabilidade econômica alavancou crescimento e juros baixos sustentáveis, como no caso em questão do Chile.

Mercado de Capitais

É irrefutável como a estabilização das contas públicas foi um gatilho para o crescimento da economia em diversos países. E é esta metade-promessa metade-consequência de reformas aprovadas pelo governo atual do Brasil que nos permite olhar com certo otimismo para uma mudança de patamar na bolsa de valores. Isso não quer dizer que será rápido, nem de forma linear ou sem percalços. No entanto, há claros fundamentos para tal afirmação.

Obviamente, não somos os únicos com este ponto de vista. O avanço recente da bolsa de valores fala por si. No entanto, esta valorização se deu de forma heterogênea. É comum que ativos sejam re-precificados em velocidades diferentes, de acordo com sua liquidez e sensibilidade à recuperação econômica. Uma tendência que se repete com frequência nestas situações, é o aumento no *spread* de preços entre ações com menos liquidez, ditas “small caps” e ações de empresas com mais liquidez.

Os motivos para esse fenômeno parecem claros: ativos líquidos são os primeiros a receberem novos recursos e sua valorização acaba atraindo novos investidores, ávidos para participarem da festa de retornos rápidos, criando um mecanismo de *feedback* positivo. As ações menos negociadas tendem a se beneficiar mais tarde, quando os ganhos óbvios dos ativos líquidos já se esgotaram e começam as procuras por novas oportunidades. Vale a ressalva: ativos menos líquidos não são necessariamente sinônimos de empresas pequenas ou mais arriscadas. Como exemplo, o faturamento anual médio das empresas da nossa carteira atual é de aproximadamente R\$ 2,5 Bi.

Seguindo disciplinadamente nossa filosofia, mantemos nosso universo de potenciais investimentos aberto para alocarmos capital nas oportunidades que surgem nos diferentes momentos dos ciclos econômicos,

sempre buscando disparidades entre preço e valor. Temos encontrado oportunidades em empresas fora do radar da maioria dos investidores e nossa carteira reflete isso. Essas ações têm um volume de negociação menor do que as que compõem o índice Ibovespa, porém com potencial de valorização e mudança no patamar de liquidez bastante relevante.

Ademais, gostamos de investir em empresa que denominamos “em shift”, que estão passando por um momento importante de transformações, seja sob o ponto de vista estratégico, operacional, de governança, financeiro, entre outros. Acreditamos que, nesta situação, há um terreno fértil para assimetrias entre risco e retorno e isto se torna ainda mais interessante quando inserido em um ambiente de redução tão drástica de juros e retomada da demanda.

Em suma, entendemos que nossas empresas investidas estão melhor posicionadas, caso as alavancas de valor expostas acima se concretizem. Por outro lado, seguimos disciplinados com nossos processos de mensuração e controle de risco. Tal atenção ao detalhe é ainda mais importante em momentos de justificada valorização da bolsa, como o atual. O Brasil tem uma capacidade imensurável de auto sabotagem. Existe sempre o risco de mais uma vez procrastinarmos as reformas fundamentais e perdermos a janela de oportunidades que existe hoje. Ainda, há situações internacionais que, sem dúvida, podem disparar uma reversão de fluxos de capitais e atrapalhar a retomada da nossa economia, como a atual crise comercial entre EUA e China, a desaceleração mundial e os riscos de uma correção severa nas bolsas norte-americanas. Por todas essas razões, mantemos nossa filosofia de *hedge* intacta, mitigando os riscos de perdas em cenários catastróficos, ajustando as proteções em moeda local ou estrangeira, de acordo com nossas ferramentas de avaliação de risco.

Obrigado pela confiança.

Equipe LIS Capital.