



Carta Trimestral Dezembro 2015

Escrita Dezembro 31, 2015

THALASSA CAPITAL

“Investir com sucesso é antecipar as expectativas dos outros.” John Maynard Keynes

A tarefa de escrever a carta de fim de ano aos investidores é sempre inspiradora, porém ainda um desafio. Este ano em especial, tal ação exige muitos esforços, visto que os últimos doze meses desafiaram a maioria das expectativas de investimento e deixaram um cenário nebuloso para os próximos doze.

Como a citação do extraordinário economista John Keynes ilustra, o jogo de investir é em grande parte uma missão estratégica baseada na antecipação das expectativas das pessoas sobre eventos futuros. O truque é que as expectativas são baseadas em múltiplas variáveis instáveis e o sentimento dos investidores é altamente reflexivo da real formação dos fundamentos atuais e futuros.

Em outras palavras, enquanto a teoria macroeconômica clássica vê a oferta e curvas de demanda como dada e estável, a realidade da questão é muito mais complexa e indescritível. Um exemplo claro dessa dinâmica estava no desempenho do ano passado em uma de nossas exposições principais: infraestruturas *Midstream* de energia a *Master Limited Partnership*.

Enquanto esses utilitários são geralmente menos voláteis do que as ações e as empresas energéticas, o ano 2015 produziu uma variação nos preços sem precedentes e uma correlação muito maior do que o normal para o preço do petróleo.

Empresas *Midstream* foram punidas mais do que as empresas de petróleo de serviços, embora seus modelos de negócio as fazem claramente mais protegidas das grandes oscilações do petróleo bruto. Infelizmente, a reflexividade entrou em jogo e aumentou a pressão sobre o setor através de um ciclo vicioso de expectativas negativas. A referida dinâmica afetou o acesso ao mercado de capitais com o resultado que, de fato, potencialmente altera os fundamentos básicos. Os MLPs realmente tiveram resultados satisfatórios em 2015, considerando uma perspectiva de negócios, mas os mercados financeiros dolorosamente elevaram o custo do capital necessário para a expansão continuada, preocupando, portanto, a integridade consistente e significativa da distribuição do crescimento.

Nós quase nunca temos visto um setor tão desprezado e ainda executando um modelo de negócio sólido quase monopolista. Um catalisador é necessário para quebrar o ciclo vicioso



acima mencionado, mas valorizações e medidas de expectativas parecem indicar tempos melhores à frente.

Enquanto as empresas de infraestruturas de energia representaram o anexo negativo, nada foi muito mais efetivo em 2015. Ao tempo deste informe, o retorno total do S&P 500 é apenas positivo nesse ano, assim como o índice MSCI EFA (ações internacionais ex-US). Os mercados emergentes estão terminando mais um "*annus horribilis*" com queda de 15%, juntamente com as matérias-primas que têm, em geral registrado perdas de dois dígitos. Os *Bonds* ficaram estáveis, o que na verdade superou as expectativas do início de 2015, mas os fundos cambiais (*currency funds*) tiveram o seu pior ano desde 2011.

O REITs oscilou freneticamente seguindo as promessas de mudanças na política monetária; o setor também mostrou muita dispersão entre segmentos. Os complexos de apartamentos apresentaram melhores resultados, embora também foram e continuam a ser um dos segmentos mais caros, enquanto nomes do setor de saúde - que têm as melhores respostas de longo prazo e geralmente menor sensibilidade às taxas de juros mais altas – tiveram o pior desempenho.

E depois temos os *Hedge Funds*. Nossa hipótese no final de 2014 era de que beta desapontaria (uma suposição correta) e que alfa, ou devoluções com base de ativos qualificados, seria uma aposta melhor. Essa linha de pensamento inesperadamente trabalhou por cerca de três trimestres do ano, mas, em seguida, a partir de Q3 gestores mais ativos se viram em apuros quanto a ações congestionadas no mercado financeiro tornaram-se impossíveis de se relaxar, e o petróleo começou a afetar não apenas os nomes de energia, mas a maior parte do espectro de investimento. Em última análise, os *Hedge Funds*, no momento deste artigo, não desempenharam muito melhor do que os índices passivos. No entanto, deve-se notar que uma equipe de gerentes superiores podem encontrar contingências temporárias desfavoráveis, entretanto se houver um representativo histórico de baixa performance e uma razão lógica para tal, em longo prazo, eventualmente, os desvios de curto prazo poderão ser solucionados.

Se 2015 acabou sendo tumultuado e decepcionante, 2016 não parece começar diferente. Muitas das inclinações que afetaram retornos nos últimos 12 meses ainda estão presentes: a intenção da *Federal Reserve* em normalizar as taxas, ainda que enfrentando uma economia global que está crescendo em quantidades abaixo das médias históricas, um jogo geopolítico em grande parte autodestrutivo desempenhado no mercado de petróleo e as valorizações da maioria das classes de ativos iguais ou superiores as médias.

Hoje mais do que nunca, é necessário uma abordagem de longo prazo. O setor de energia e as infraestruturas de energia, são altamente cíclicas exigindo paciência, mas as projeções de oferta e demanda parecem extremamente favoráveis em devido tempo. A isonomia financeira, especialmente nos EUA, não é barata, mas também não mostra qualquer um dos



sinais vistos nos grandes topos; em termos relativos, quando comparados a títulos (*bonds*) ela realmente parece bem razoável. Ações de mercados emergentes estão começando a ser atraentes, embora elas ainda possam ser reféns da política de normalização do *Fed*; numa base seletiva o 2016 deve proporcionar oportunidades nesta área.

Os REIT's apresentam uma movimentação interessante. O baixo desempenho de 2015 lhe faz uma proposta de valor. Seu desconto médio ao valor patrimonial líquido, embora reduzido desde as baixas de setembro, ainda é historicamente significativo. Além disso, os REIT's foram ativos em tirar proveito de um mercado físico aquecido para alienar ativos não essenciais, a preços atrativos. Os rendimentos são atraentes e alguns sub- segmentos tais como madeira e saúde continuam a chamar a atenção.

A única observação é a sensibilidade do setor, pelo menos em curto prazo, se refere às taxas de juros. Numa perspectiva de longo prazo, a correlação do setor às taxas de juros é altamente dependente da contingência macro- econômica: se as taxas subirem ao longo do crescimento econômico forte e / ou inflação, o REIT costuma a fazer bem; no entanto, se as taxas sobem em sincronia com um crescimento abaixo da média, o setor vai apresentar uma baixa performance. No entanto, pensamos que o setor merece um centro de alocação de longo prazo em quase todo o portfólio.

Como sempre, nós gostaríamos de agradecer pela confiança renovada ao nosso trabalho,

Youri Bujko

Davide Accomazzo