

Outubro de 2014

O Amazônia FIC FIA teve um desempenho de 0,0% em outubro. Acumulamos uma alta de +2,0% em 2014, comparado com o desempenho positivo de +6,1% do Ibovespa.

Apesar de estarmos todos cansados de ouvir do tema eleições, não queremos desperdiçar a oportunidade de usar este assunto como pano de fundo para tratar do tema previsibilidade.

Breve recapitulação

Em meio às manifestações de 2013, a avaliação do governo federal chegou ao seu nível mais baixo e, pela primeira vez, a porcentagem de desaprovação da gestão Dilma era superior à de aprovação. Naquele momento, analistas políticos diziam que a reeleição era possível, mas complicada.

Com intenso programa de reconstrução de imagem e arrefecimento dos ânimos da população, já em março de 2014, a percepção da gestão Dilma mostrava um quadro bem melhor: 56% de aprovação, levando analistas políticos a prenunciar uma reeleição mais palpável. Entretanto, a foto macroeconômica do Brasil permanecia a mesma de antes: economia estagnada, inflação rondando o teto da meta e contas fiscais deterioradas. Diante disso, o mercado começou a precificar a reeleição de Dilma e o índice Bovespa caiu para 45 mil pontos (queda de -13% no ano).

Interessante observar os altos e baixos do Ibovespa no período entre março de 2014 e a apuração do segundo turno, constatando o leque de possibilidades que se expôs com o falecimento repentino do candidato Eduardo Campos:



1

Ora, nas eleições mais disputadas da nossa democracia, até às 20h do domingo de apuração, tudo poderia acontecer. Alguns acertaram e outros erraram, e os que acertaram serão tratados como grandes analistas políticos e construirão uma bela narrativa para explicar como sua análise é confiável – pelo menos até o processo recomeçar na próxima eleição presidencial. A verdade é que ninguém poderia saber o resultado final, e qualquer análise repleta de números e probabilidades é puro material de marketing ou uma busca desesperada pela falsa segurança gerada pelas previsões.

“We have two classes of forecasters: those who don’t know – and those who don’t know they don’t know” – John Kenneth Galbraith

Em 2002, Donald Rumsfeld, ex-secretário de defesa dos EUA, em entrevista sobre a invasão do Iraque, disse o seguinte¹: “*Há coisas que nós sabemos que sabemos. Há outras coisas que nós sabemos que não sabemos. E por último há também coisas que nós não sabemos que não sabemos.*” Essas eleições mostraram que os *unknown unknowns* – como a morte repentina de Eduardo Campos – tornam difícil a vida dos que trabalham com previsões.

Eleições, chuva e investimento em ações

No mundo de investimento em ações em que a Amazônia Capital atua, mensuramos o **risco** como a **probabilidade de perda permanente do capital** investido. Nada a ver com métricas de volatilidade e flutuação de preços dos ativos no curto prazo, como a teoria de finanças sugere.

A volatilidade, por definição, é passageira. Um dia a ação pode cair e no outro, subir, e isso não diz nada relevante. Porém, a perda permanente do capital pode acontecer em dois cenários:

- i. Realização do prejuízo ao vender a ação em uma eventual queda brusca do mercado; ou
- ii. A empresa perder a capacidade de geração consistente de lucro e o preço da ação cair devido à deterioração dos seus fundamentos.

A previsão do resultado das eleições e a de chuvas são analogias quase perfeitas para a análise de risco de ações. Nas 3 situações, a dificuldade reside no fato de que o futuro não é mensurável de forma exata. Existe uma infinidade de cenários (e conjuntos de cenários) previsíveis e imprevisíveis e, para cada um, sua respectiva probabilidade de acontecer. É possível modelar um cenário e fazer uma estimativa, mas a certeza absoluta da chuva ou da não chuva, por exemplo, ninguém consegue ter.

Além disso, ainda que conhecêssemos todos os cenários e a probabilidade de ocorrência de cada um deles, há uma grande diferença entre valor esperado² e o resultado em si. Muitas coisas *podem* acontecer, mas apenas *uma* delas acontecerá de fato. Nesse sentido, tomar decisões de investimento com base em valor esperado é um equívoco, porque um cenário com resultado muito negativo, mesmo que possua uma probabilidade muito baixa, pode se materializar. **É como pular de bungee jumping com uma chance de 95% de não morrer.**

Dessa forma, o desafio de investir em ações é montar um portfólio que passará por diversos acontecimentos impossíveis de mensurar. Essa impotência em relação ao futuro é a origem do risco dos investimentos. Entretanto, não é essencial a mensuração milimétrica para lidar com o desconhecido, se pensarmos em termos de variedade de possibilidades.

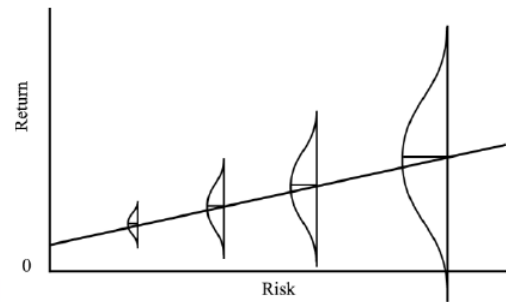
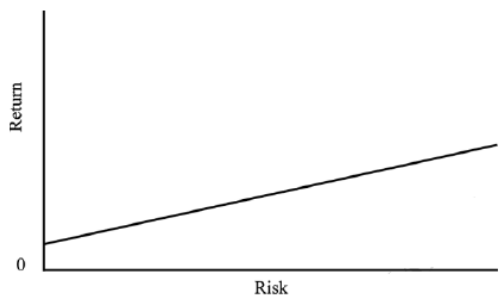
*"Risk means more things can happen than will happen" – Elroy Dimson,
London Business School*

"It is better to be vaguely right than exactly wrong" – Carveth Read

¹ Donald Rumsfeld Unknown Unknowns (<https://www.youtube.com/watch?v=GiPe1OikKuk>) – 34 segundos

² Multiplica-se o resultado de cada possibilidade pela probabilidade de cada uma delas ocorrer.

Os gráficos abaixo descrevem esta ideia:



Fonte: Howard Marks Memo – “Risk Revisited”

Todos já ouvimos a frase “quanto maior o risco, maior o retorno”, bem ilustrado no gráfico da esquerda. Esse conceito, apesar de muito difundido, é apenas parcialmente correto: Conforme observamos no gráfico da direita, o que aumenta conjuntamente com o risco é a **possibilidade** de altos retornos. Ou seja, o investidor pode ou ganhar muito ou quebrar. Apenas uma coisa acontecerá de fato, mas isso não quer dizer que o investidor não incorreu no risco das outras muitas coisas terem acontecido.

Sendo assim, nosso trabalho é buscar oportunidades de investimento que possuam uma distribuição de possibilidades menos larga, mas mais importante que isso, que não possuam uma distribuição do tipo “vai ou racha”.

Lidar com o futuro imprevisível (com o risco, por assim dizer) é analisar o que pode acontecer com as empresas em diversos cenários. Evitamos investir em empresas que podem perder de forma relevante a sua capacidade de geração consistente de lucros e, assim, gerar perda permanente do capital ao investidor. Por definição, essa análise é subjetiva, inexacta e muito mais qualitativa do que quantitativa.

3

"Not everything that counts can be counted, and not everything that can be counted counts" – Albert Einstein

Esta eleição presidencial vai ficar marcada pela sua imprevisibilidade, pois qualquer cenário era possível. Felizmente, o Brasil não estava diante de um evento de “vai ou racha”. Boa sorte a todos nós brasileiros!

* Esta carta é um resumo e adaptação das ideias do gestor Howard Marks (Oaktree)
<http://www.oaktreecapital.com/MemoTree/Risk%20Revisited.pdf>

Abaixo está nossa carteira atualizada e tabela de performance:

Empresas	Valor de Mercado (R\$ mi)	Expectativa Lucro		P/L	ROE	Dividend Yield**	Participação na Carteira
		2014	(R\$ mi)				
Itaú	203.147	19.000		10,7x	20%	3%	29%
Helbor***	1.562	235		6,6x	19%	9%	28%
Guararapes	5.803	500		11,6x	20%	2%	16%
Daycoval	2.233	310		7,2x	15%	10%	15%
IBM****	396.012	40.260		9,8x	72%	6%	8%
Hedge							4%
Caixa							0%
Média - Carteira				8,6x	22%	6%	
Mediana - Bolsa Brasileira*				17,2x	12%	2%	

* universo de 180 companhias abertas com liquidez acima de 300 mil reais/dia

** considerando recompra de ações

*** Lucro de 2014 revisado de R\$275 milhões para R\$235 milhões

**** Lucro de 2014 revisado de US\$17,9 bi para US\$ 16,5 bi

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2012	Fundo*									5,7%	1,8%	9,5%	3,9%	22,3%	22,3%
	Ibovespa									-4,1%	-3,6%	0,7%	6,1%	-1,2%	-1,2%
2013	Fundo*	0,6%	3,5%	6,9%	-4,2%	0,3%	-3,9%	-2,5%	-2,3%	5,8%	0,4%	-0,5%	-6,3%	-3,1%	18,5%
	Ibovespa	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	6,3%	2,0%	-3,3%	-1,9%	-15,5%	-16,5%
2014	Fundo	-4,0%	1,1%	7,0%	1,7%	-2,7%	-0,8%	-0,3%	4,5%	-3,9%	0,0%			2,0%	20,9%
	Ibovespa	-7,5%	-1,1%	7,0%	3,6%	-1,9%	3,8%	5,0%	9,8%	-11,7%	0,9%			6,1%	-11,4%

* Em maio de 2013, o fundo Terra Boa FIC FIA foi cindido dando origem ao fundo Amazônia FIC FIA. Os sócios da Amazônia participaram da gestão da estratégia durante todo o período, apesar de que mediante aos órgãos reguladores, são formalmente gestores do Amazônia FIC FIA apenas a partir de novembro de 2013, época em que o fundo foi transferido para Amazônia Capital.

Um grande abraço,

Diogo e Helio