

Agosto de 2019

%	NEBRASKA CAPITAL FIA	CDI	IBOV	NBKA-CDI	NBKA- IBOV
2011*	8.3%	3.8%	7.2%	4.5%	1.1%
2012	23.0%	8.4%	7.4%	14.6%	15.6%
2013	1.3%	8.6%	-15.5%	-7.2%	16.8%
2014	-6,2%	10.8%	-2.9%	-17.0%	-3.3%
2015	-13.9%	13.2%	-13.3%	-27.1%	-0.5%
2016	36.3%	14.00%	38.9%	22.3%	-2.6%
2017	24.7%	10.0%	26.9%	14.7%	-2.2%
2018	17.6%	6.4%	15.0%	11.2%	2.6%
2019**	20.6%	3.0%	14.9%	17.6%	5.7%
Desde o início	162.9%	110.7%	90.7%	52.2%	72.2%
Anualizado	13.1%	10.0%	8.6%	3.1%	4.5%

*Desde 25/08/2011 – data de início do fundo. Nebraska Capital FIA apresenta rentabilidade após as taxas e custos, enquanto CDI e Ibovespa são apresentados de forma “bruta”. Ou seja, antes de taxas e custos para administrar. Todos são apresentados antes de eventuais impostos que o investidor tenha a recolher.

** Até 28/06/2019.

Já destacamos muitas vezes que as oscilações de curto prazo do valor das ações não têm, para a Nebraska, um significado muito relevante. No longo prazo, sim. O retorno das ações será o resultado das tomadas de decisões de investimentos, principalmente para aqueles que pensam em ações como nós: frações de empresas e não um “papel”. Esse resultado de longo prazo está se mostrando bem satisfatório, especialmente quando o olhamos por um outro prisma: o do risco.

Na concepção da Nebraska, risco não é um número calculável, o que o torna um indicador muito menos preciso, mas muito mais útil. Risco está relacionado às características econômicas dos negócios investidos, ao preço pago pelo investimento, ao grau de conhecimento que se tem da empresa e de seu mercado e aos possíveis resultados alcançados em diferentes cenários. Ao termos mais investimentos em negócios de alto retorno, que conhecemos bem e que são mais previsíveis, estamos **diminuindo** o risco do fundo, mesmo que por alguma métrica matemática isso possa ser questionado.

Depois de alguns anos do mercado de ações subindo bastante, com a reversão das expectativas do Brasil a partir de 2016, temos visto muitos investimentos que estão sendo feitos sem esse conceito de risco em mente, além de estarmos voltando à época dos “*experts*” em ações, com boas dicas para dar (um bom tema para uma outra carta). Isso porque nós estamos acostumados a olhar **somente** para o resultado “acontecido”, e nos abstermos de pensar “e se as coisas tivessem sido diferentes?”

Quando temos uma reversão de expectativa para melhor, como a do momento que estamos passando, alguns efeitos começam a ser refletidos nos preços das ações. Os principais são três: expectativa de crescimento da economia; capital abundante e queda do custo de capital. Quando se avalia uma empresa, essas três variáveis podem se tornar mais importantes até do que os fundamentos dos negócios.

Primeiramente, o crescimento econômico tem um efeito exponencial no lucro das empresas, especialmente naquelas mais suscetíveis ao ciclo econômico. Isso porque esse tipo de empresa tem uma característica normalmente bem marcante: altos custos fixos. Com o crescimento de receita projetado pelas expectativas de melhora da economia, esses custos fixos ficam menores em termos relativos, fazendo com que a margem dessas empresas se expanda a um ritmo bem acima das receitas. Essa verdade é mais presente em empresas com alta ociosidade nos seus custos fixos, pois podem crescer sem novos investimentos em capital. E mais ainda quando a demanda pelo produto produzido pela empresa é cíclica, expandindo-se acima do PIB quando esse cresce, e caindo mais também quando ele se retrai.

Quando esse cenário chega ao mercado de capitais, esse rapidamente traz o segundo efeito: capital abundante. Se ficamos otimistas com o futuro, as projeções passam a ser melhores, e isso se transmite para o mercado financeiro, que fornece dívida ou *equity* de forma bem generosa. Passa-se a “dar maior valor” a empresas endividadas que tendem a ter uma valorização nas suas expectativas e nas suas ações muito grande. Esse movimento é ainda mais marcante em um momento de taxas de juros de longo prazo menores (mas isso também é tema suficiente para uma carta exclusiva que não exploraremos nessa).

Por fim, em tese, um país com expectativas melhores tende a se transformar em um país mais confiável no longo prazo, trazendo seu custo de capital para baixo (há diversas outras variáveis nos cálculos, como desempenho fiscal, endividamento público e privado, ciclicidade das economias, expectativa de inflação etc. Mas para efeitos de simplificação, vamos “ignorar” esses outros aspectos). Esse custo de capital menor tem também um efeito duplo: os fluxos de caixa gerados pelas empresas passam a ser descontados para o presente a taxas menores, o que faz subir de forma exponencial o valor presente deles. Ainda, o custo esperado das dívidas cai, aumentando o fluxo esperado.

Na Nebraska, olhamos para os investimentos de forma diferente. Também queremos e desejamos que o Brasil se restabeleça, que volte a crescer (de preferência de maneira sustentável, muito alinhado com a visão da atual equipe econômica), e passe a ser um local atrativo para investimentos de longo prazo. Se isso ocorrer, o mercado de capitais vai se desenvolver, e todos seremos beneficiados. Sem falar que podemos ter um país melhor para nós e as próximas gerações de brasileiros, algo que certamente desejamos. No entanto, olhamos para esses momentos de otimismo com mais temperança.

Não gostamos de investimentos “binários”. Aqueles que, se as coisas derem certo, ele será muito bom, mas, se derem errado, terão muitos problemas. Afinal, como disse Yogi Berra: “*é difícil fazer previsões, especialmente sobre o futuro*”. No final de 2015, poucos previam a queda da Dilma; em 2017, o “Joesley Day” que abortou a reforma de previdência; em 2018, a facada que pode ter mudado o rumo das eleições; em 2008, a crise financeira dos USA; em 2001, os atentados às torres gêmeas, e tantos outros exemplos. Na realidade, o que acontece é apenas UM dos cenários dentre vários que poderiam ter acontecido. Apesar de simplista, é assim que tomamos decisões. Gostamos de investir em empresas que vão passar bem por momentos difíceis (porque eles virão), e que também possam aproveitar os de momentos bons. Ou, então, daquelas que até se beneficiam competitivamente em momentos difíceis (as *antifrágeis* descritas por Taleb).

Por isso, iniciamos a carta afirmando que nossos resultados são satisfatórios, especialmente levando-se em conta o risco. Investimos em empresas que conhecemos profundamente, com bons retornos estruturais e bons gestores. Alternativamente, podemos investir em negócios que conhecemos menos, mas que vemos neles uma relação risco-retorno bem desproporcional. Nesse caso, obviamente, fazemos investimentos menores, mas que no agregado ajudam o nosso desempenho de longo prazo, como está ocorrendo.

Com essa forma de pensar, temos convicção de que ao longo do tempo nosso fundo continuará a ter um bom retorno, independentemente do cenário à frente. Como já comentamos, sabemos que experiência ajuda no nosso jogo, e estamos com o fundo pronto para crescer bastante nos próximos anos. Contaremos mais detalhes nas próximas cartas.

Finalizamos agradecendo a presença dos quase 80 convidados que recebemos no nosso evento anual, em maio. Ficamos muito satisfeitos em vê-los e pela oportunidade de apresentar, presencialmente, um pouco do que fazemos. Também agradecemos a participação do Eduardo Haiama, da Cemar e Equatorial, que foi muito inspiradora.

Obrigado pela confiança.

Nebraska Capital