



Carta de 2022

17 de fevereiro de 2023

Prezados investidores,

Esta carta está dividida em duas seções. Primeiro, contextualizamos o desempenho recente dos mercados e do Fundo. E em seguida, abordamos o racional de investimentos a longo prazo em ações.

O Arbor Global Equities BRL ("Fundo") encerrou 2022 com desvalorização de 30% no ano e rentabilidade anualizada de 17% desde o seu início em 2014¹ – ambos os retornos são líquidos de taxas e custos. A rentabilidade atualizada do Fundo pode ser encontrada em nosso site, com mais detalhes em nossa lâmina mensal.

Nomeamos o Fundo a partir da sua estratégia: investimentos em ações globais sem exposição cambial – ou seja, as cotas não estão sujeitas a ganhos ou perdas materiais com a flutuação de moedas. Além disso, por filosofia, o Fundo é *long-only*, 100% investido, não utiliza alavancagem e todos os investimentos são estruturados com a mentalidade de longo prazo.

Retrospectiva 2022

2022 foi um ano desafiador para a nossa estratégia. Conforme fatores macroeconômicos dominaram as notícias, os mercados globais retraíram. A inflação elevada, o aumento das taxas de juros e a guerra na Ucrânia (além de outras tensões geopolíticas) confluíram e impactaram profundamente os preços dos ativos globais, interrompendo mais de uma década de *bull market*.

Os mercados de renda fixa sofreram quedas bruscas. O *US Aggregate* – índice de bonds americanos AAA – caiu 13% no ano e os títulos do tesouro americano de 10 anos caíram 17%, registrando suas piores quedas em 40 anos e desde a guerra civil americana respectivamente.

A maior parte dos índices de bolsa ao redor do mundo registraram desvalorizações expressivas. A bolsa americana apresentou sua 5ª maior desvalorização em um ano-calendário desde a fundação da agência reguladora SEC em 1934, caindo 18% no ano. Contudo, a decomposição dos retornos mostra uma grande disparidade das performances setoriais. Dos

¹ Início em 20 de março de 2014 como Clube de Investimentos Arbor e convertido em Fundo em 23 de março de 2015 - a rentabilidade anualizada desde o início do Fundo é de 25%. Em cartas passadas reportávamos o retorno acumulado, mas alteramos para a taxa anualizada por considerarmos mais instrutivo. Retorno acumulado desde o Clube de 447% e desde o Fundo de 356%.

constituintes do S&P 500, o setor de Energia (+65%) concentrou os ganhos do ano, enquanto Comunicações (-40%), Consumo Discricionário (-37%) e Tecnologia da Informação (-28%) foram os seus principais detratores.

Esta diferença de retornos explica a queda mais acentuada do Nasdaq no ano (-33%), que praticamente não possui exposição a Energia e é sobrecarregado nos setores que mais caíram. As correções foram ainda mais severas em ações de empresas que (ainda) não dão lucro e que foram beneficiadas pela pandemia. O ETF de computação na nuvem da WisdomTree, composto por 75 empresas protagonistas de SaaS e Fintech, caiu 52% no ano e apagou todos os ganhos desde o seu início em junho de 2019.

Nosso Fundo também sofreu sua pior desvalorização em um ano desde o seu início (-30%), encerrando o ano de 2022 com performance semelhante ao Nasdaq. As três maiores posições do nosso portfólio – Microsoft, Alphabet e Amazon – caíram 30%, 40% e 50% respectivamente e guiaram o resultado do Fundo no período.

A correção generalizada que ocorreu em 2022 é coerente com os aumentos de juros violentos ao redor do mundo. A reprecificação do custo de oportunidade impacta principalmente ativos cujos fluxos de caixa são maiores no futuro. Mas embora a reação seja explicável após ocorrida e soe óbvia em retrospecto, a raridade do evento verifica o contrário.

Adorariamos conseguir nos esquivar pontualmente do mal humor do mercado. Com a clara certeza de que voltaríamos a ser acionistas de excelentes negócios a preços deprimidos, seria fácil vender uma ação para recomprá-la mais barata na sequência. Mas, naturalmente, não é o caso: a estratégia de cronometrar o mercado tem estatísticas desfavoráveis. Para investir em ações em busca de retornos superiores é necessário ter paciência e alguma dose de sangue frio, porque, como vimos em 2022, a marcação a mercado repentina pode ser dolorosa.

No entanto, a desvalorização recente é saudável. Muitos excessos foram retirados dos mercados e haverá menos capital financiando projetos sem viabilidade econômica comprovada, mas que distorcem o ambiente competitivo. A racionalidade e o rigor com alocação de recursos favorecem as empresas líderes dos seus mercados. E preços mais baixos aumentam o retorno de empresas aquisitivas ou recompradoras de ações.

Como destacamos no ano passado, nosso portfólio está concentrado em companhias com posição de oligopólio em segmentos de crescimento secular, cujas vantagens competitivas sustentam altos retornos sobre o capital investido conforme os negócios expandem. Hoje, a maior parte dos nossos investimentos estão negociando abaixo das nossas estimativas de múltiplo terminal² – um patamar de *valuation* incomum que pode se provar temporário. Mas mesmo que não tenhamos expansão de múltiplos, o crescimento de lucro por ação dos nossos investimentos leva a retornos acima da nossa média histórica.

² O múltiplo terminal que utilizamos é baseado em nossa estimativa do custo de capital próprio (K_e) e do potencial de crescimento de lucro a longo prazo de cada posição. Para efeito ilustrativo, uma empresa com barreira de entrada, alta conversão de lucro em caixa e com potencial de crescimento de lucro de longo prazo de 5% a.a., pode suportar um múltiplo de lucro de 20x a um K_e de 10% em dólares (em reais e com as taxas de juros atuais, a mesma matemática leva um múltiplo inferior a 10x).

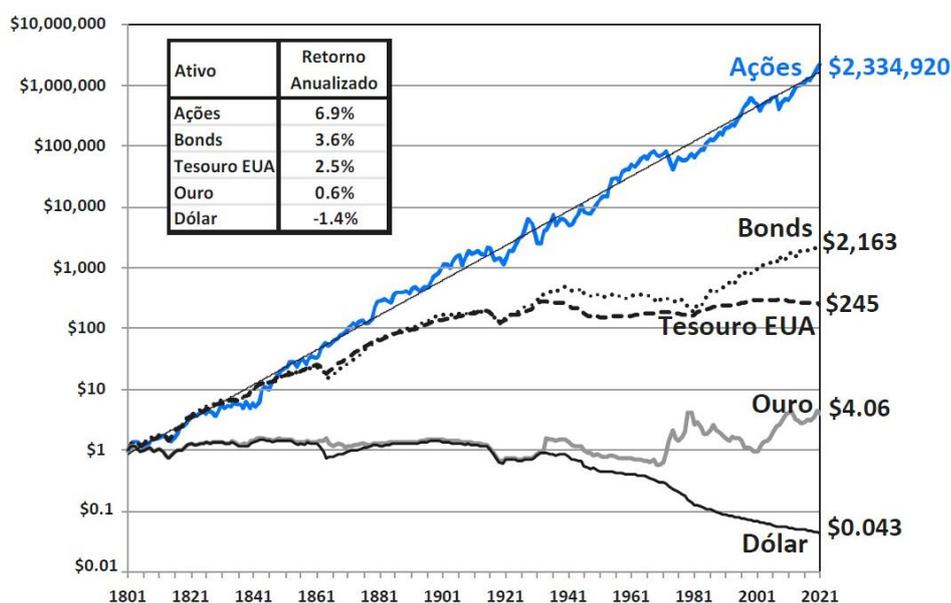
Longo prazo

Ações listadas em bolsa permitem ao pequeno investidor participar do sucesso da geração de riqueza das melhores companhias e comprar e vender com agilidade, sem muita burocracia. Mas a benesse da liquidez traz a ilusão de que decisões de investimento podem ser monitoradas diariamente.

Existem várias obras da literatura de investimento que investigam os retornos históricos de ações listadas, principalmente na bolsa americana. Foi através de análises estatísticas que correlacionam preços de ações com valores de balanço, resultados operacionais e fluxos de caixa que se deu berço a escola de investimento fundamentalista. Essa estratégia é comumente perseguida porque funciona – a trajetória dos preços das ações tende a acompanhar a evolução dos seus lucros.

Como vemos no gráfico abaixo retirado do livro de Jeremy Siegel³, nos últimos 2 séculos o investimento em ações se provou a melhor classe de ativos para rentabilizar o capital acima da inflação. (Obs: o gráfico apresenta a bolsa americana; os retornos são reais; o dólar cai pois o dinheiro parado perde valor no tempo; e o eixo vertical está em escala logarítmica).

Índices de Retornos Reais (acima da inflação americana), 1802-2021



Nos impressiona a consistência do histórico de resultados das ações. A linha de tendência demonstra uma inércia dos retornos superando a inflação em aproximadamente 7% ao ano. E as demais classes de ativos, apesar de preservar o poder de compra do investidor, se provaram muito inferiores.

³ Investindo em Ações no Longo Prazo – Jeremy Siegel (6ª Edição, publicada em outubro de 2022)

Em outra análise presente no mesmo livro, observa-se que o retorno da bolsa é fielmente traduzido pelo crescimento de lucro por ações. A variação do múltiplo de lucro – um atalho comum para *valuation* – tem impacto quase irrelevante no retorno da bolsa em períodos prolongados, embora seja mais representativo ao se analisar o retorno de ações individuais.

No entanto, a variabilidade dos retornos em 12 meses é tremenda. Nos últimos 100 anos, em nenhum ano calendário a bolsa retornou inflação + 7%. Não existe nenhum padrão na série histórica que sirva como preditor de retornos para o ano seguinte. O crescimento de lucros não é determinante para o comportamento de uma ação no período de 1 ano, e nem a variação do múltiplo de lucros segue uma lógica confiável.

Entendemos que os preços de ações são randômicos em períodos curtos e que se tornam determinísticos com o passar dos anos. Mas esta dicotomia entre prazos temporais gera uma sensação de falta de controle.

Por isso, enquanto o longo prazo não chega, acompanhamos com obsessão os vetores que guiam a evolução dos fundamentos futuros das empresas que investimos e/ou acompanhamos: as dinâmicas competitivas e a disciplina de alocação de capital.

Com o tempo, os resultados das empresas guiam seus preços.

Notas finais

Objetivo, Estratégia e Volatilidade:

O objetivo do Fundo é entregar retornos acima da média no longo prazo e mitigar a perda permanente de capital.

Entendemos que a melhor forma de cumprir esse objetivo é investindo em um conjunto de companhias com excelentes modelos de negócios, em tendências inevitáveis e adquiridas a preços atrativos.

Essa estratégia, entretanto, está exposta à volatilidade. Correções de preço são naturais e não buscamos suavizar o percurso cronometrando o mercado – uma prática que entendemos como detratora de foco e de performance.

Agradecemos a confiança,

Equipe Arbor

Disclaimer

Este material foi elaborado pela Arbor Gestão de Recursos Ltda. e tem como único propósito divulgar informações e dar transparência à gestão executada. As informações aqui contidas são de caráter exclusivamente informativo, não constituindo recomendação, oferta de venda de fundos ou análise de investimento, e não se destina à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento, com especial atenção às cláusulas relativas ao objetivo e à política de investimento do fundo, bem como aos aspectos de risco relacionados ao investimento. Investidores devem consultar profissionais especializados para análise específica e personalizada antes de tomarem decisões sobre produtos, serviços e investimentos. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Fundos de investimento em ações podem estar expostos à significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os respectivos riscos decorrentes desse cenário. Para fundos que perseguem a manutenção de uma carteira de longo prazo, não há garantia de que terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Este material apresenta projeções, opiniões e portfólios. As conclusões trazidas neste material se baseiam em premissas históricas. Ainda que a Arbor Gestão de Recursos acredite que essas premissas sejam razoáveis, e factíveis, não pode assegurar que sejam válidas em condições reais de mercado.