



“O sucesso em investimentos não vem de **‘comprar coisas boas’**, mas sim de **‘comprar bem as coisas’**”¹

Howard Marks

Gestor e Presidente do Conselho da Oaktree Capital Management

Carta do Gestor: Situação Fiscal, Perspectivas para Ações, Tese de Investimento em Banco do Brasil

A Situação Fiscal do Brasil

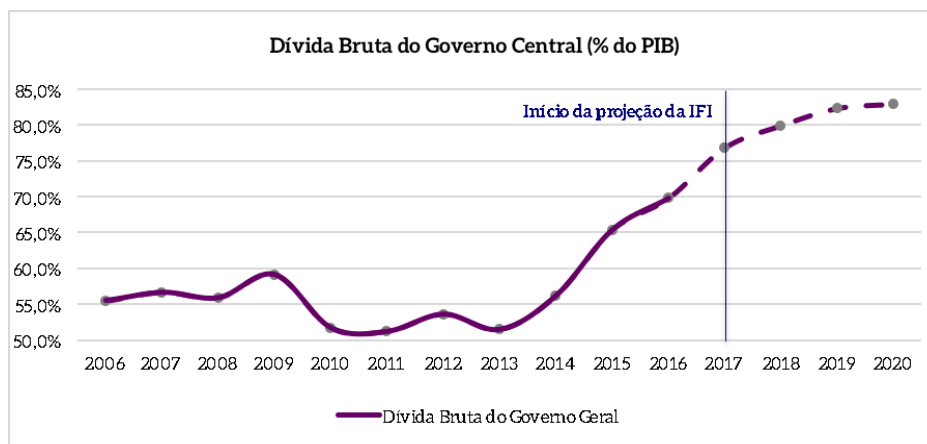
A partir do início do primeiro trimestre de 2016, quando ficou claro que o processo de impeachment para destituir a ex-presidente Dilma Rousseff seria bem-sucedido, assistimos a uma vigorosa reação dos mercados, com uma diminuição expressiva do risco Brasil e seus imediatos efeitos: forte alta do Ibovespa, queda acentuada do dólar frente ao real e diminuição das taxas de juros de todos os vencimentos.

O governo Dilma foi marcado por uma numerosa sequência de erros na condução da política econômica. **Fazemos abaixo um brevíssimo retrospecto dessa “caminhada”** (quem quiser se estender nesse assunto, recomendamos nossa carta do início de 2016, na qual discorreremos com mais detalhes sobre esses equívocos):

- Dilma assumiu em 2011 e herdou uma economia aparentemente sadia: PIB em crescimento, pleno emprego, *boom* de consumo, enorme crescimento do crédito, “ascensão à classe C” de uma nova parcela da população, contas públicas que pareciam em ordem.
- Dilma resolveu dobrar a aposta: estimulou ainda mais consumo, aumentou o crédito direcionado subsidiado, reforçou a **política de “campeões nacionais”**.
- Como consequência, a economia funcionava próxima a sua capacidade (ou além dela). Em momentos como esse, a teoria econômica determina que o mais prudente é a restrição monetária através do aumento dos juros. No entanto, a escolha do governo foi na direção contrária e a taxa Selic caiu, atingindo seu mínimo histórico em 7,25% ao ano.
- Paralelo a isso, o governo Dilma tomou duas medidas que pioraram, em muito, a situação fiscal: injetou R\$ 250 bilhões no BNDES para aumentar os empréstimos subsidiados (com graves consequências ao déficit nominal) e promoveu uma ampla desoneração tributária para vários setores da economia, o que implicou numa significativa queda na arrecadação de impostos.

A principal consequência dessas desastrosas políticas foi o crescimento exponencial da dívida pública como proporção do PIB, conforme vemos no gráfico abaixo:

¹ Tradução Livre de: “Investment success doesn’t come from ‘buying good things’, but rather from ‘buying things well’”



Fonte: Banco Central do Brasil e Instituição Fiscal Independente; Elaboração Luminus

Com isso, crescia também o medo do mercado em relação à solvência do Brasil. Por esse motivo, vimos, ao longo dos anos do governo Dilma, o crescente pessimismo em relação ao País.

Assim, à medida que ficava claro que o impeachment era inevitável, surgiu a expectativa de uma guinada na condução da política econômica. Em 2015, o PMDB, já vislumbrando a possível queda do governo Dilma, lançou o documento **“Ponte para o Futuro”**, um manifesto com prescrições econômicas precisas e racionais, uma espécie de carta de apresentação para o trabalho de conduzir o País, com uma visão diametralmente oposta àquilo que fora feito até então no governo petista.

Depois que o impeachment foi aceito, Temer assumiu a presidência e escolheu uma equipe de primeira linha para conduzir as reformas econômicas. Dentre elas, destacavam-se a imposição de um teto (corrigido pela inflação) para o gasto público e a Reforma da Previdência (essa há muito esperada e necessária). Essas eram medidas muito bem aceitas pelos agentes econômicos, pois atacavam um dos principais males da economia brasileira: o crescimento do gasto público acima da inflação e do crescimento do PIB.

Na medida que a burocracia brasileira permite, a PEC do gasto público foi aprovada com rapidez por ampla maioria na Câmara dos Deputados e no Senado Federal. Em seguida, o governo passou a se concentrar no trâmite da Reforma da Previdência, algo tido como um verdadeiro tabu no Brasil, com forte rejeição de parcela significativa do Congresso. No entanto, após muita negociação e recuos por parte do governo, a PEC foi aprovada nas comissões da Câmara e o governo negociava sua votação no plenário.

É evidente que esse fluxo de notícias positivas animaram o mercado, pois a possibilidade da aprovação das reformas implicava na mudança da trajetória da relação Dívida/PIB e, por consequência, afastava o cenário da insolvência. Para ilustrar, em 2016 o Ibovespa subiu 38,9%, o dólar caiu 17,9% e juros futuros também apresentaram significativa queda.

Essa trajetória positiva do mercado prosseguiu em 2017, até que em 17 de maio veio à tona o conteúdo da delação premiada de Joesley Batista, principal acionista, junto com seu irmão, da holding controladora do grupo JBS/Friboi. Essa verdadeira bomba atingia em cheio o presidente Temer, pois em operação controlada, realizada pela Polícia Federal em colaboração com o Procuradoria Geral da República, havia uma gravação de diálogo entre ele e Batista, na qual esse segundo admitia ter cometido vários crimes, entre eles a tentativa de barrar investigações contra si e seu grupo empresarial (sem contar a gravação de um assessor muito próximo ao presidente, acusado de ter recebido R\$ 500 mil em dinheiro, segundo a PGR, em nome de Temer).



A reação do mercado no dia seguinte foi de enorme proporção: o dólar subiu 9%, o Ibovespa caiu mais de 9% e houve *circuit breaker* no pregão da BM&FBovespa (parada automática do pregão quando a queda do índice ultrapassa 10% no dia). Os dias que se seguiram também foram de bastante volatilidade. O motivo dessa insatisfação do mercado estava relacionada com a chance de Temer não concluir seu mandato e, assim, as reformas não seriam implantadas, fazendo com que o fantasma da insolvência voltasse a nos assombrar.

No entanto, passados dois meses do fatídico evento Joesley/Temer, os mercados se acalmaram e em julho apresentaram uma boa reação. Existe um consenso entre os agentes econômicos que a situação fiscal é dramática e que a trajetória da dívida pública é insustentável, o que torna evidente a inevitabilidade das reformas, mesmo que não seja Temer a terminar o mandato em 2018. Nesse caso, a especulação mais aceita é que o provável substituto de Temer seria Rodrigo Maia, atual presidente da Câmara dos Deputados, que tem se mostrado favorável à continuidade não só das reformas, mas também da atual equipe econômica, fiadora da (pouca) credibilidade do atual governo. Outra hipótese encampada pelo mercado é que mesmo que as reformas não sejam aprovadas agora, isso aconteceria no próximo governo, a partir de 2019, uma vez que considera remota a chance de vitória da esquerda nas eleições do ano que vem.

Por outro lado, muitos analistas, economistas e gestores são céticos em relação ao real funcionamento do teto do gasto público e acreditam que a situação fiscal é explosiva. Sendo prático, quais são as reais possibilidades para o Brasil? Vislumbramos duas alternativas caso a reforma da Previdência não seja aprovada:

1. O governo deliberadamente não cumpre o teto do gasto público, o qual continua sua trajetória de crescimento acima da inflação.
2. O governo, e/ou o Congresso, decide por eliminar o teto do gasto público.

Particularmente, achamos muito difícil qualquer uma das duas alternativas obterem êxito. A primeira seria condenada pelo TCU. Isso causaria perda significativa de apoio político ao presidente e, ao extremo, resultaria no seu impedimento, como foi o caso da ex-presidente Dilma Rousseff. A segunda hipótese é de difícil execução, uma vez que a eliminação do teto do gasto depende da aprovação de uma nova PEC, a qual necessita do apoio de 308 deputados e 54 senadores, algo que consideramos inviável.

Na nossa avaliação, a PEC que estabeleceu um limite para o gasto público acabou por colocar uma camisa de força não apenas para o governo, mas também ao Congresso. Sem mudanças na Previdência, em poucos anos o orçamento ficará engessado, não sobrando espaço para o investimento público e para emenda parlamentar, sendo essa segunda o verdadeiro oxigênio da classe política. Assim, acreditamos que, independente do destino político do atual presidente, em algum momento (2017, 2018, 2019...) a Reforma da Previdência não apenas voltará à pauta, mas tende a ser aprovada. No entanto, o que nos preocupa é o *timing* dessa reforma. A medida que o tempo passa, mais dramática será a situação fiscal e mais urgente e profunda deverá ser a reforma.

Perspectivas para o Investimento em Ações

Mas como a situação financeira e política descrita acima impacta o cenário para o investimento em ações?

Em primeiro lugar, apesar de toda a convulsão política, a inflação encontra-se controlada, num patamar baixo quando levamos em consideração o histórico brasileiro. Ao final de junho, o IPCA acumulado em 12 meses era de 3,0%, abaixo do limite inferior (3,5%) da banda de flutuação da meta. O alto desemprego (em torno de 13%, segundo o IBGE) e a grande ociosidade da indústria permitirão que a Selic mantenha sua trajetória de baixa e não



será surpreendente se terminar 2018 em 7,0% ao ano (alguns analistas estimam que esse patamar será atingido ao final do primeiro trimestre do ano que vem). Isso reduzirá em muito o custo de capital das empresas, propiciando melhora no lucro e fluxo de caixa e, sobretudo, elevando seu valor justo/intrínseco. Na nossa carteira, as maiores beneficiadas com a queda de juros são BR Malls, São Carlos e Cyrela.

A balança de pagamentos se mostra sadia, o que tira pressão do câmbio e também traz estabilidade econômica.

Além desses fatores, veremos, em algum momento no final de 2017, ou começo de 2018, uma melhora da atividade econômica. O relatório Focus do Banco Central de 28/7/2017 estima crescimento do PIB de 2,0% em 2018. Isso também terá impacto positivo para as empresas, especialmente para aquelas mais expostas à renda das famílias. Na carteira do Luminus FIA, destacamos Lojas Americanas, Guararapes (Riachuelo) e Via Varejo (Casas Bahia e Ponto Frio) dentre as empresas que mais se beneficiam com a retomada da atividade.

No entanto, mais importante para a nossa decisão de investimento são as questões microeconômicas relacionadas às empresas analisadas e seu *valuation* (relação preço/valor). Nesse sentido, vislumbramos que existem ainda boas oportunidades e chamam nossa atenção as empresas que foram mais prejudicadas pelo cenário econômico dos últimos anos. Nesse campo, destacamos o Banco do Brasil, sobre o qual discutiremos a seguir.

Por fim, a alocação em ações, tanto por parte de estrangeiros como de investidores locais, ainda está muito abaixo da sua média histórica. Levando em consideração a queda de juros e possível melhora da atividade econômica, parte desses investidores precisarão mudar sua alocação de capital, o que deve impulsionar o fluxo para o investimento em ações.

A Tese de Investimentos em Banco do Brasil

A história² do Banco do Brasil se confunde com a história econômica e monetária brasileira. Foi fundado pelo príncipe regente D. João em 1808, quando o País passou a sediar a Coroa Portuguesa. Era não apenas o primeiro banco brasileiro, mas a primeira instituição financeira ligada à Coroa em todo o seu território. O que motivou o governo português a criar o banco era sua incapacidade de financiar o gasto público (ou seja, mais de 200 anos se passaram e os mesmos problemas fiscais continuam a nos perseguir).

Em 1821, o Banco do Brasil já enfrentava uma crise financeira. Envolto numa insustentável dívida, a Coroa decide por nacionalizá-la, tendo em vista que sua origem era o financiamento do gasto público. A situação ficou ainda mais grave quando a família real, antes de retornar a Portugal, resolve retirar uma grande quantidade de metais preciosos e joias dos cofres do banco. Em 1829 o banco é liquidado.

Em 1853 o Banco do Brasil é recriado. Uma de suas principais atividades era, de forma rudimentar, exercer o papel de autoridade monetária, pois tornou-se o único banco emissor oficial, função essa que foi exercida por um longo período. Apenas em 1945 o BB deixou oficialmente de realizar essa atividade com a criação, pelo presidente Getúlio Vargas, da SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito), que passava a ser a coordenadora das políticas monetária e creditícia.

² Fontes:

- Site do Banco do Brasil – Área de Relação com Investidores
- Memória da Administração Pública Brasileira: Banco do Brasil (Rodrigo Lobo, 24/9/2012)
- Memória da Administração Pública Brasileira: Banco do Brasil (1853-1866) (Gláucia Tomas de Aquino Pessoa, 01/8/2016)
- CPDOC (Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil) / FGV



Em 1964, no governo do presidente Castelo Branco, foi instituído o Banco Central, que passou a ser a verdadeira autoridade monetária, absorvendo a SUMOC. No entanto, junto com a fundação do BC houve a criação de um perverso mecanismo, a conta-movimento, que era utilizada como suprimento automático de recursos ao Banco do Brasil. Em 1986, no governo Sarney, esse perverso mecanismo foi, finalmente, encerrado.

Apesar das maleficências causadas às contas públicas ao longo da história, é inegável que o Banco do Brasil também foi um dos protagonistas da evolução da economia brasileira. Foi importante ao financiar a produção cafeeira, a partir da sua refundação, e o desenvolvimento industrial brasileiro no início do século passado. E isso contribuiu para que se tornasse o verdadeiro gigante que é hoje.

Atualmente o BB não é meramente um banco, mas um verdadeiro conglomerado financeiro. Seguem abaixo alguns dados que dão uma dimensão do seu real tamanho:

- 101.304 funcionários.
- Rede própria de 17.462 pontos de atendimento (entre agências, postos de atendimento e postos de atendimento eletrônico).
- Ativo total de R\$ 1,404 trilhão.
- Participação e/ou controle em empresas de vários segmentos do mercado financeiro, como seguros e previdência, distribuição de títulos e valores mobiliários, consórcio, meios de pagamento, cartões de crédito e até indústria do agronegócio.

Tendo em vista seu colossal tamanho, fica claro que o banco possui uma grande barreira à entrada de concorrentes, afinal é muito difícil (se não impossível), um novo entrante conseguir replicar toda essa estrutura, ainda mais quando levamos em consideração que o Banco do Brasil é líder em muitos dos segmentos em que atua. E isso nos remete a uma frase de Peter Lynch, um notório gestor e investidor americano:

“Procure uma empresa que qualquer idiota pode administrar – porque mais cedo ou mais tarde, algum idiota provavelmente irá administrá-la.”³

Conforme mencionamos no início da carta, o governo da ex-presidente Dilma Rousseff foi deletério para a economia brasileira. E isso não se restringiu às finanças públicas e atividade econômica, mas também se alastrou pelas empresas estatais. O caso mais notório e amplamente noticiado é o da Petrobrás, mas a atuação do governo anterior foi também muito prejudicial ao Banco do Brasil. Nesse campo, a tônica foi a utilização das estatais como ferramentas para executar a política econômica, sem medir quais seriam as consequências dessas ações para o resultado dessas empresas (isso por si já seria um despautério, afinal o maior acionista dessas empresas é o Tesouro Nacional). Numa entrevista dada ao jornal O Estado de S. Paulo em 2013 (*“O Banco do Brasil tem papel de governo” diz Bendine*, 18/8/2013), o então presidente do Banco do Brasil, Aldemir Bendine, deixa muito claro como funcionava essa incosequente conduta adotada pelo governo Dilma:

“O presidente do Banco do Brasil, Aldemir Bendine, não dá bola para os críticos e afirma sem rodeios: o banco é, sim, um braço do governo na aplicação da política econômica. ‘Eu resgatei um pouco esse papel do Banco do Brasil enquanto agente de desenvolvimento econômico e social. Quer

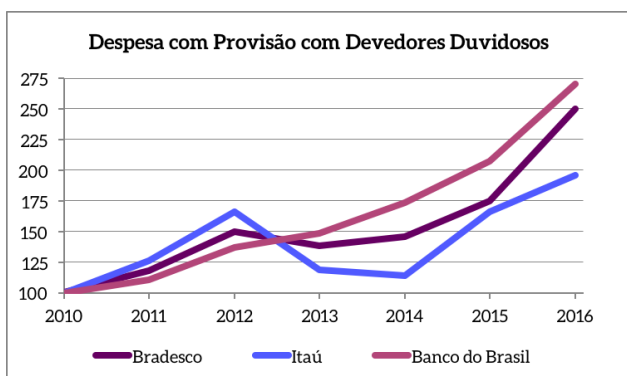
³ Tradução Livre de: "Go for a business that any idiot can run – because sooner or later, any idiot is probably going to run it."



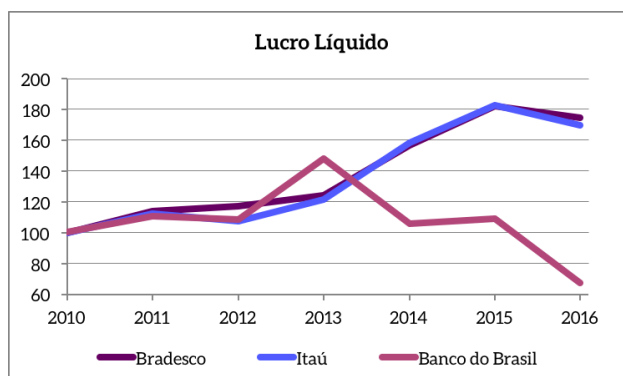
dizer: ele tem um papel de governo, de fato.”

Um episódio que ilustra muito bem os erros de Dilma, tanto na condução da economia, bem como na administração das empresas estatais, foi sua (desastrosa) tentativa de reduzir os *spreads* bancários, os quais são, de fato, muito altos no Brasil. Da mesma forma que um médico inexperiente que, inadvertidamente, prefere tratar os sintomas do que a causa da doença, Dilma, bem ao seu característico estilo “xerife”, achou que pudesse deliberar o encolhimento dos *spreads* através da “canetada”. Para tanto, seu governo atuou em duas frentes: a) o Banco Central baixou a taxa Selic para sua mínima histórica, sem que houvesse qualquer justificativa técnica para isso (e a inflação que experimentamos nos anos seguintes são provas do equívoco); b) Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil lideraram um movimento artificial de queda dos juros do empréstimo bancário, com o objetivo de forçar todo o mercado a fazer o mesmo. Como não havia qualquer lógica econômica embasando essas decisões, seus danosos efeitos logo foram percebidos nos demonstrativos financeiros do banco, conforme ilustram os gráficos abaixo, os quais comparam o desempenho do Banco do Brasil com os de Itaú e Bradesco entre os anos de 2011 (início do governo Dilma) e 2016 (impeachment de Dilma / Temer presidente):

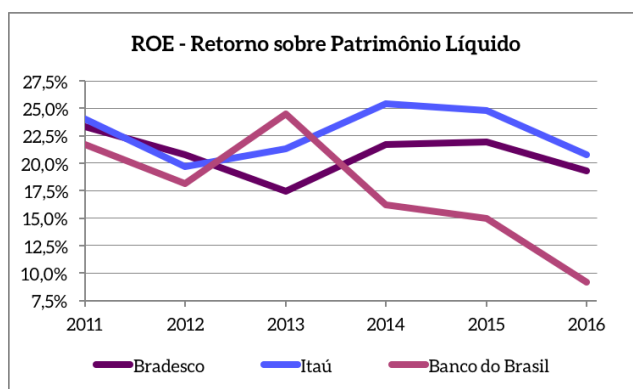
A interferência do governo federal no Banco do Brasil provocou um significativo aumento da inadimplência...



... provocando uma queda acentuada do seu lucro líquido...



... levando o retorno sobre o Patrimônio Líquido a cair de forma dramática.





No entanto, para tudo há um preço certo. Aqui na Luminus temos em mente que existe uma grande diferença entre preço (o que se paga para comprar uma empresa na BMF&Bovespa) e valor (que é aquilo que se recebe quando se compra ações de uma empresa, ou seja, o quanto ela realmente vale). Felizmente, em algumas ocasiões o mercado exagera em suas reações aos dados, notícias e acontecimentos corporativos, propiciando um descolamento entre preço e valor. Já vínhamos acompanhando o Banco do Brasil por bastante tempo, até que em julho de 2015 chegamos à conclusão de que havia uma boa oportunidade para compra de ações do banco, uma vez que o caso de investimentos apresentava uma margem de segurança mais do que adequada.

Algo que nos interessava em especial era o fato do Banco do Brasil ser um grande conglomerado, com participação em várias outras empresas no mercado financeiro. Destacamos aqui a empresa Banco do Brasil Seguridade e Cielo, ambas também de capital aberto. Quando iniciamos nosso investimento em Banco do Brasil, os valores de mercado de cada uma das duas eram os seguintes:

	Valor de Mercado (R\$ bilhões)	Participação % Banco Brasil	Participação Banco Brasil (R\$ bilhões)
Banco do Brasil	60,0	-	-
BB Seguridade	64,3	66,25%	42,60
Cielo	86,7	28,65%	24,83

Data informação: 22/7/2015

Fonte: Bloomberg

A terceira coluna é resultado da multiplicação da primeira coluna pela segunda

O quadro acima nos mostra um dado que de início chamava muito atenção: a soma do valor de mercado da participação de Banco do Brasil em Cielo e BB Seguridade (totalizando R\$ 67,43 bilhões) era maior do que o próprio valor de mercado do banco (R\$ 60 bilhões)! Ou seja, era como se na época um investidor comprasse as operações das duas controladas e levasse de brinde a operação bancária do Banco do Brasil (**e ainda sobraria um “troco”!**). Isso por si já era muito atraente.

Mais um dado ressalta como o mercado estava excessivamente pessimista ao precificar o Banco do Brasil em julho de 2015. Nessa época, o banco era negociado na BM&FBovespa por um múltiplo P/Book (relação entre preço de mercado da empresa e seu valor patrimonial, registrado no balanço patrimonial) de 0,74x. Ou seja, o banco era negociado abaixo do seu valor patrimonial. Dessa forma, o mercado precificava que o Retorno sobre o Patrimônio Líquido do banco (ROE) seria menor do que seu custo de capital por todo o seu futuro.

No momento que realizávamos a análise acima nos ficou claro que havia um cenário de extremos. Por um lado, nos preocupava a maneira que o governo Dilma conduzia o banco e a economia, cujo passado recente deixava evidente sua total falta de timidez em tomar decisões que pudessem prejudicar o Banco do Brasil. Em compensação, tínhamos um banco com a maior e mais estratégica rede de distribuição bancária brasileira, com participação em empresas líderes no segmento financeiro (Cielo, BB Seguridade, Elo, Alelo entre outras), sendo negociado num nível de preço muito atraente. Além disso, tendo em vista os desastrosos resultados colhidos na economia e nas estatais, o governo já começava a desfazer parte de suas inconsequentes medidas: a Selic, depois de atingir sua mínima histórica de 7,25%, teve que ser majorada para combater a galopante inflação e o Banco do Brasil já havia recomposto, em parte, seus *spreads*.



Ponderando todos os fatores acima, concluímos que se tratava de uma grande oportunidade de investimento (daquelas que são bastante raras de serem encontradas), e resolvemos montar uma posição no Banco do Brasil. Assim o fizemos, de forma gradativa, pois apesar do preço descontado, não vislumbrávamos, na época, qualquer gatilho (econômico, político ou corporativo) que pudesse impulsionar o preço no curto ou médio prazos. Desta forma, ao final de 2015 esse investimento representava 6,5% do PL (Patrimônio Líquido) do fundo (nessa época a maior posição era de 15,7% do PL).

Até que no primeiro trimestre de 2016 começou a ficar claro que haveria o impeachment de Dilma Rousseff, o que acabou sendo um grande impulsionador do mercado de forma generalizada. Para o Banco do Brasil a reação foi ainda muito mais ampla, pois o pessimismo excessivo era calcado na imperícia do governo que estava prestes a terminar. A esperança de uma nova administração federal, com um discurso focado na recuperação da economia, disposta a fazer reformas essenciais, apesar de impopulares, soava como música no ouvido do investidor do Banco do Brasil.

Michel Temer, ao assumir a presidência, de fato colocou seu plano em curso. Mais do que isso, também deu uma guinada na condução das empresas estatais e o Banco do Brasil é um destaque nessa nova gestão. Desde quando assumiu, a nova administração deixou claro que seu principal objetivo seria a melhora operacional e financeira do banco, algo que parecia esquecido pelo *management* antecessor. E isso de fato começou a ser implantando, o que fez mudar a expectativa em relação ao futuro do banco. A reportagem da revista Exame de 17/10/2016 comprova a guinada administrativa pela qual passou o Banco do Brasil (“BB e Caixa já têm juros mais altos que os de bancos privados”):

“Em pouco mais de quatro meses sob gestão de indicados do PMDB, bancos públicos já alcançaram os concorrentes em juros.

Brasília – Bancos públicos foram na contramão da concorrência e ajustaram gradualmente o juro cobrado dos clientes nos últimos meses. O movimento foi suficiente para mudar radicalmente o ranking do crédito do Banco Central.

Se no passado recente Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal operavam os juros mais baixos, agora as duas instituições já cobram algumas das maiores taxas.

Entre os cinco grandes, o BB tem o maior juro no financiamento de veículos e a Caixa opera o segundo maior no crédito rotativo do cartão de crédito.

Após o estouro da crise em 2008, bancos estatais foram protagonistas quando os ex-presidentes Luiz Inácio Lula da Silva e Dilma Rousseff incentivaram o consumo via queda de juros.

O plano, porém, mudou. No ano passado – ainda no governo Dilma – os dois bancos federais começaram a elevar lentamente os juros em reação à subida da taxa Selic e diante de necessidade de melhorar a estrutura de capital, como revelou o jornal O Estado de S. Paulo no início do ano.

Com a chegada de Michel Temer ao Palácio do Planalto, o movimento ganhou velocidade. Em maio, o peemedebista indicou Paulo Caffarelli para a presidência do BB e Gilberto Occhi para a Caixa.

Sob o novo comando, os dois bancos adotaram o discurso de recompor receitas para recuperar a rentabilidade perdida nos anos de ação mais agressiva. Pouco mais de quatro meses com a nova chefia e as instituições já exibem juros bem próximos dos concorrentes. Às vezes, até maiores.”



A combinação de uma agenda de reformas, equipe econômica de primeira linha, melhora de governança das estatais e esperança na recuperação da economia, nos fez crer que nossa tese sobre Banco do Brasil estava correta e, assim, aumentamos nossa exposição: atualmente trata-se da maior posição do Luminus FIA.

Acreditamos que o Banco do Brasil possui uma interessante combinação de i) elevada margem de segurança, sendo negociado abaixo do seu valor patrimonial (P/Book de 0,92x) e ii) lucros bem abaixo do seu potencial, decorrente de política de concessão de crédito sem critério e ciclo de inadimplência. A normalização das operações do banco, tarefa que atual administração deixou muito claro ser sua prioridade, permitirá que seu lucro retorne a níveis mais alinhados a sua enorme vantagem competitiva.

Equipe Luminus

contato@luminuscapital.com.br

luminuscapital.com.br

Campinas, agosto de 2017