

# ALASKA

## ASSET MANAGEMENT

### CARTA SEMESTRAL

**1º Semestre de 2017**

Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento dos fundos de investimento ao aplicar seus recursos. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo.

## “Rope-a-Dope”

No mercado financeiro, apenas alguns poucos investidores conseguiram superar o retorno da média com consistência no longo prazo. Na Alaska, acreditamos que não dá para alcançar desempenhos fora da curva apoiando-se somente em artifícios técnicos e metodologias quantitativas. A facilidade de obtenção de informação, as altas punições ao uso de informação privilegiada e a “comoditização” de metodologias de análise fizeram com que as qualidades emocionais se tornassem ainda mais relevantes para obter retornos superiores à média.

Diariamente, nos deparamos com novos eventos de diversas fontes e magnitude que afetam o humor do mercado. Infelizmente ou felizmente, turbulências nunca deixarão de existir. Quem investe no Brasil sabe disso, e tem sido doloroso aguentar as pancadas recebidas nos últimos anos.

Os eventos políticos de maio trouxeram uma volatilidade implacável para a mesa e muitos perderam o controle diante das incertezas. Qual a melhor maneira de enfrentar esse tipo de adversidade? Nós temos a certeza de que é preciso ter resiliência, calma, estômago e, principalmente, experiência. Quem já viu esse filme antes, sabe exatamente a sequência das cenas.

Tomamos como exemplo o comportamento do boxeador Muhammad Ali em seu combate histórico contra George Foreman no Zaire, atual Congo, em 1974. Foreman era mais novo, mais forte e invicto; poucos davam chance de vitória para Ali. Logo no primeiro assalto, Ali percebeu que seria inócuo atacar tamanho oponente no princípio da luta. A vitória não viria no “curto prazo”, fazendo com que Ali recorresse a uma estratégia que havia praticado durante seus meses de treinamento. Decidiu poupar energia apoiando seu peso nas cordas, e deixou Foreman soltar seus golpes assalto após assalto enquanto lhe sussurrava provocações no ouvido. Essa tática ficou consagrada como “*rope-a-dope*”, criação do seu publicitário John Condon. Aos olhos de muitos, Ali estava apenas sendo surrado e sairia carregado de maca do ringue. Porém, quem conhecia a estratégia da lenda sabia que, ao apoiar-se nas cordas, aliviava parte do impacto dos golpes de seu oponente. Apesar de parecer o contrário, Ali tinha tudo sob seu controle, sabia que em algum momento seu oponente se cansaria e a maré mudaria. No oitavo assalto, veio o resultado. Foreman já não tinha o mesmo vigor físico e sucumbiu diante de uma combinação precisa do

opponente mais experiente, que ainda estava "inteiro", descansado. Ali só bateu porque soube apanhar, só ganhou porque soube perder.

Nas bolsas de apostas antes da luta, Ali era uma zebra considerável. Cada dólar apostado nele renderia 3 no caso de sua vitória. Isso era reflexo da opinião dos apostadores baseada no que tinham visto de cada lutador até então. Durante a luta, tornou-se uma zebra muito maior, devido à situação que se desenrolou dentro do ringue. A cotação, que inicialmente era 3:1, provavelmente atingiu patamares muito superiores nesse momento, uma vez que a maioria dos apostadores não acreditava mais na vitória de Ali. Pelo contrário, sua derrota era uma "certeza". Apresentou-se, portanto, uma chance de retorno excelente para quem enxergava a verdadeira estratégia do lutador. Muhammad Ali e seus conhecidos mais próximos não o consideravam uma zebra, nem mesmo durante a aparente surra. Seu caminho rumo à vitória estava traçado, mas sabia que exigiria bastante entrega e resiliência de sua parte. Para ele, o caminho da vitória era claro.

Investir pode ser parecido com o boxe em muitos aspectos. Assim, a lição que tiramos de Ali é clara: tenha paciência para os momentos de adversidade e vá para cima quando a oportunidade aparecer; afinal, Foreman não se nocauteou sozinho. Ter sangue frio é uma (grande) parte da equação no meio das crises, porém é igualmente importante agir com convicção quando a oportunidade aparecer. Muitos desses princípios podem ser vistos na história de nosso fundo Alaska Black. O ano de 2016 foi excelente, mas não pode ser dissociado do que veio antes. Foram vários meses nas cordas, se apoiando em altas taxas de retorno implícitas, que só aumentavam enquanto enfrentávamos um mercado extremamente ruim, mas com a estratégia bem definida e traçada: eventualmente o mercado iria cansar de nos bater, os *shorts* e o pessimismo iriam perder "estamina", os preços das empresas iriam parar de se afastar de seus valores justos, e passaríamos a ter uma inversão do ciclo. Quem não conhecia nossa estratégia e nossos investimentos provavelmente foi pego de surpresa pelo ano de 2016. Pareceu uma virada espetacular, uma mágica, um golpe de sorte. Na verdade, simplesmente os preços de nossos investimentos andaram em direção aos valores justos, ao invés de se afastarem como nos anos anteriores.

O "soco" que recebemos na delação da JBS não foi o primeiro que tomamos, e certamente não será o último. O comportamento do mercado está fora de nosso controle, mas isso não quer dizer que estamos à mercê dele. Pelo contrário, o mercado trabalha para nós, fornecendo oportunidades excelentes de compra ou

venda. Nosso trabalho é encontrar bons investimentos em ativos mal precificados, e não prever o futuro. O evento Joesley deu uma grande oportunidade de compra para quem sabe a diferença entre preço e valor, entre ruído e fundamento. No entanto, a grande maioria das pessoas só se dá conta disso ao fim da tempestade. O bom investidor eventualmente cria plena consciência de que os preços sempre mudarão drasticamente por um motivo. Cabe a ele analisar se a variação está em linha com os fundamentos ou não. O mercado é apenas uma prateleira de produtos e as convicções não podem ser confundidas com os preços. O dia em que deixarmos o mercado ditar nossas convicções será o dia em que deixaremos de agir de acordo com o interesse de nossos clientes, mesmo que envolva passar por períodos difíceis como o dia 18 de maio.

Ainda não conseguimos atingir e sensibilizar todos nossos investidores sobre nossa filosofia e estratégia de investimento. Muitos já nos conhecem e, felizmente, esse número vem crescendo. Ficaríamos muito mais satisfeitos se todos os clientes entendessem a estratégia por trás da “luta” e não fossem meros espectadores da cota, oscilando entre êxtase e desespero, quando, na verdade, a estratégia e os ativos são os mesmos.

Acreditamos que nosso trabalho vai muito além de cuidar da valorização das cotas de nossos fundos. Por meio de nossas cartas, queremos ter a oportunidade de mostrar nossa maneira de pensar e, muitas vezes, isso envolve convencer as pessoas de que investir em ações não é para todos. Warren Buffet já dizia que quem não aguenta uma queda de 50% em seus investimentos não deveria investir em ações. Isso não é motivo para se envergonhar, nem todos têm o mesmo apetite. Pensando nisso, procuramos oferecer mais de um tipo de produto. Falaremos sobre isso mais adiante.

### Contrassenso

Qualquer um que já conversou sobre investimentos em rodas de amigos já ouviu palavras de sabedoria e máximas sobre o momento certo de investir na bolsa. Pela nossa experiência, conseguimos afirmar uma coisa: quanto mais “na moda” o investimento em bolsa estiver, pior será. Discorremos sobre isso tempos atrás em uma de nossas cartas (3º trimestre 2015), quando descrevemos como ocorre um ciclo genérico de bolsa. A predominância de boas notícias reduz a margem de segurança requerida pelos investidores, e por isso os preços atingem níveis arriscados de se entrar. A baixa volatilidade dos mercados é normalmente vista como uma boa condição para investir.

Analogamente, situações como a que vivemos agora são tidas como péssimos pontos de entrada, dado que a incerteza é grande e a volatilidade também. Esquece-se que quanto maior a volatilidade, a incerteza, normalmente maior também o desconto e margem de segurança embutidos nos preços.

Quedas mais acentuadas costumam acontecer graças a ruídos poderosos de mercado, como ocorreu no último dia 18 de maio. Nessas horas, aconselhamos lembrar-se das palavras do guru do mercado financeiro Martin J. Whitman: “De acordo com minha própria experiência – como investidor e testemunha do mercado nos últimos anos – apenas três ou quatro variáveis realmente importam, o restante é ruído”. Para que realmente consigamos aproveitar a sabedoria de Whitman, é preciso elaborar um cenário de longo prazo para os ativos em questão e analisar friamente os efeitos de cada novo fato nas variáveis. Veremos que nem todo evento caótico para os preços tem efeitos práticos para as teses de longo prazo dos investimentos.

Outro tema que vimos (e continuamos vendo) causar grande ansiedade no mercado é a possibilidade de elevação nas taxas de juros americanas. O tema está em pauta faz algum tempo e qualquer “esquentada” na discussão é suficiente para causar pânico, principalmente nos mercados emergentes. Separamos as opiniões de grandes especialistas que mostram o tamanho da preocupação que existe ao redor do tema:

Nouriel Roubini, Junho/2015:

*“Indeed, rising interest rates in the US and the ensuing likely rise in the value of the dollar could, it is feared, wreak havoc among emerging markets’ governments, financial institutions, corporations, and even households. Because all have borrowed trillions of dollars in the last few years, they will now face an increase in the real local-currency value of these debts, while rising US rates will push emerging markets’ domestic interest rates higher, thus increasing debt-service costs further.”*

James Sullivan, Fevereiro/2017:

*“EMs are sensitive to U.S. interest rate changes because many governments and companies borrow in dollars. An increase in rates can lead to a stronger dollar and to greater capital outflows from EMs, as investors seek returns.”*

Atradius Economic Research, December/2015:

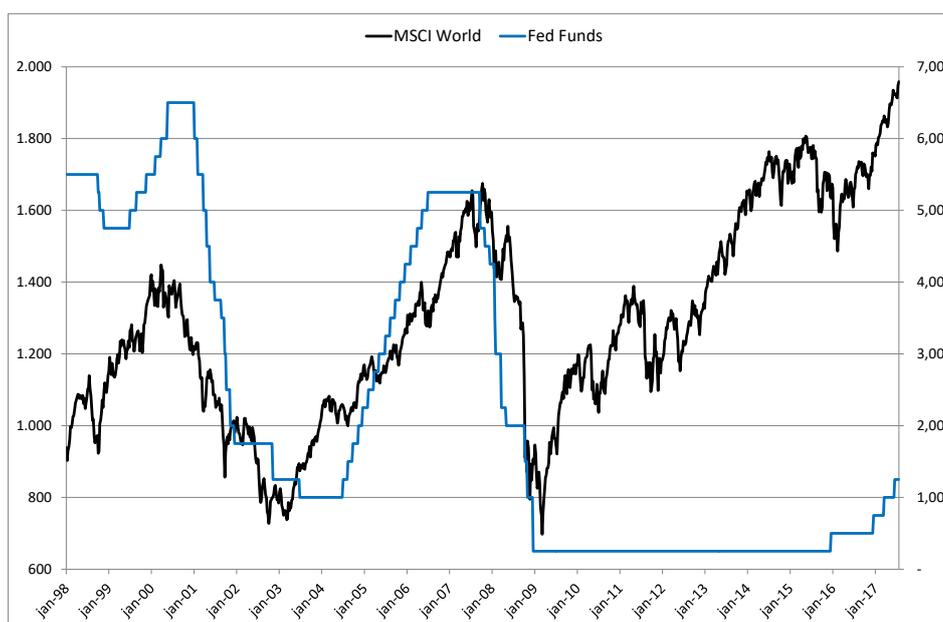
*“As the world gears up for the first US rate hike in nearly 10 years, there is a lot of turmoil in the financial markets. This primarily affects emerging economies, as previous rate hikes by the US central bank were often associated with crises in emerging market economies.”*

Vitor Constancio, maio/2016:

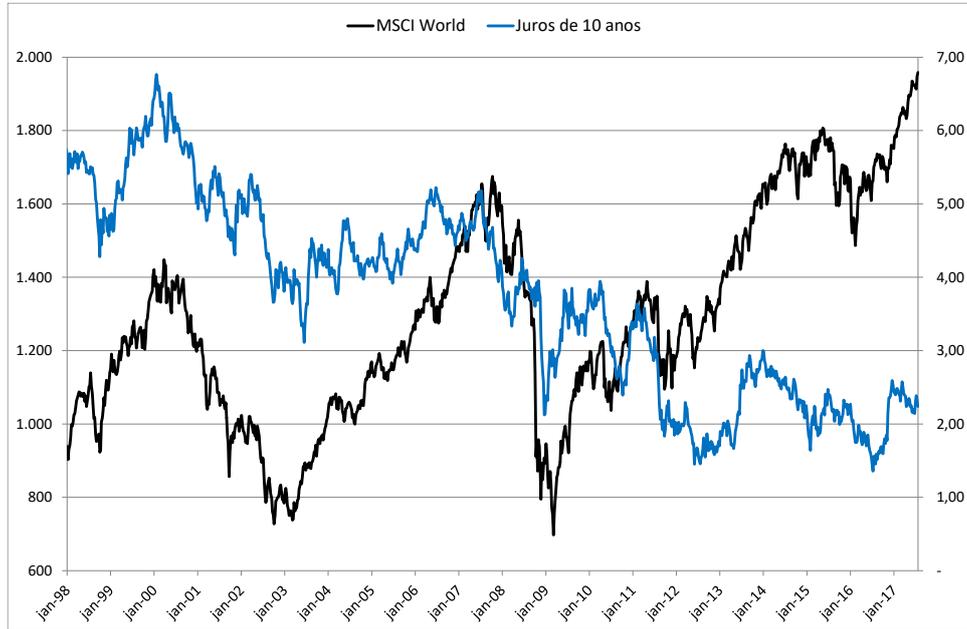
*“Further interest rate hikes by the U.S. Federal Reserve will be "good news" for the world because they will show its largest economy is in good health, though they could pose a challenge for emerging markets (...)”*

Todos demonstram muita ansiedade às vésperas de cada aumento de juros, porém evidências empíricas mostram que talvez não haja motivos para tanta preocupação. Vemos nos gráficos abaixo que o comportamento dos mercados de ações esteve longe de ser caótico nos últimos ciclos de alta de juros, e apresentaram, na verdade, desempenhos positivos nesses momentos de alta dos juros, assim como, inversamente, comportamentos negativos nos ciclos de baixa. Comparamos índices de ações de países desenvolvidos e emergentes com tanto as taxas de juros definidas pelo FED (*Fed Fund Rates*) quanto os juros de 10 anos americanos.

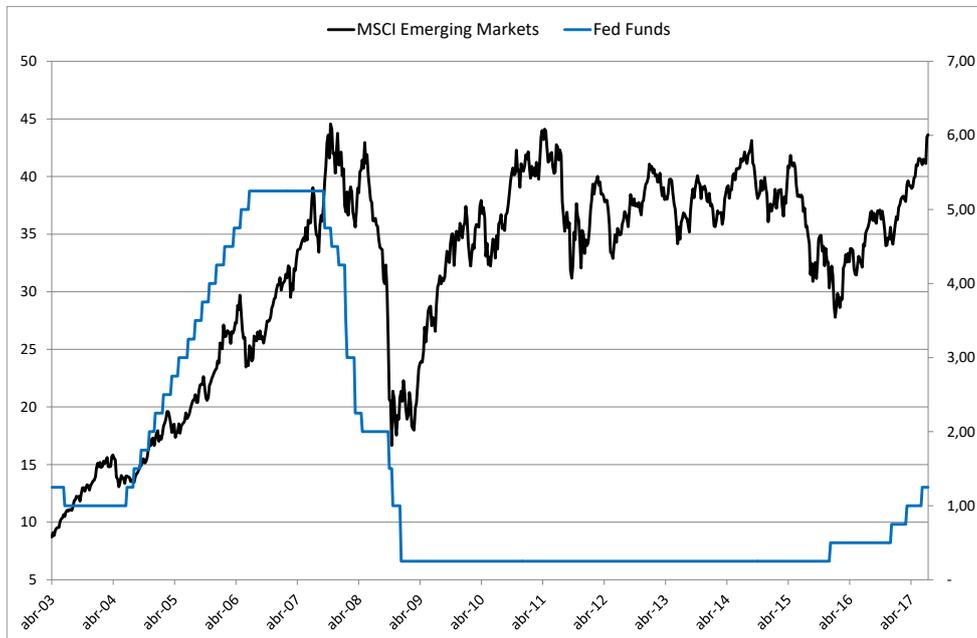
MSCI mundo vs juros de curto prazo:



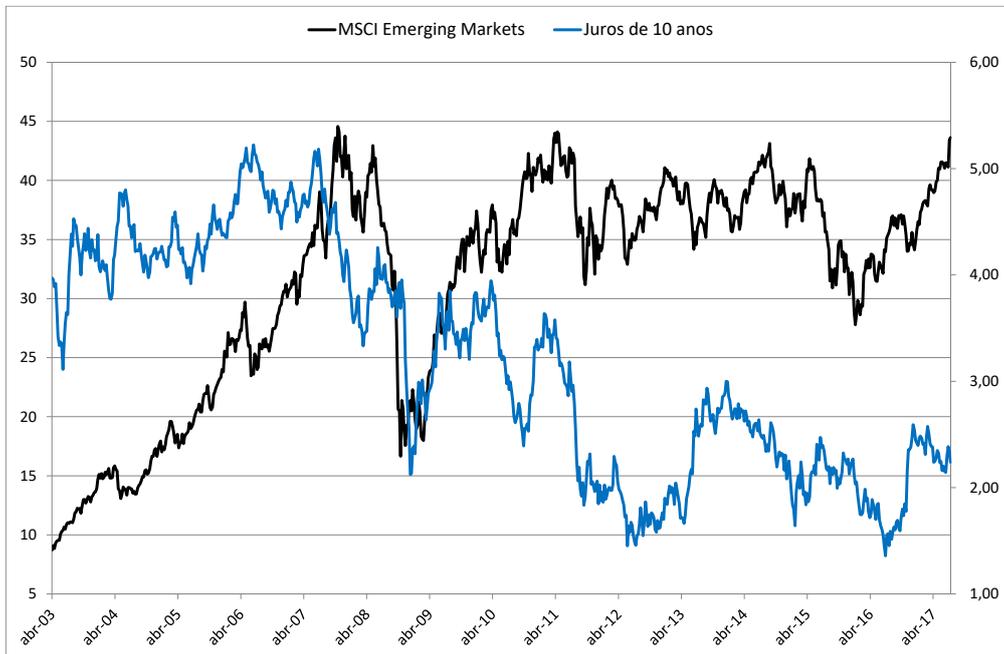
### MSCI mundo vs juros de dez anos:



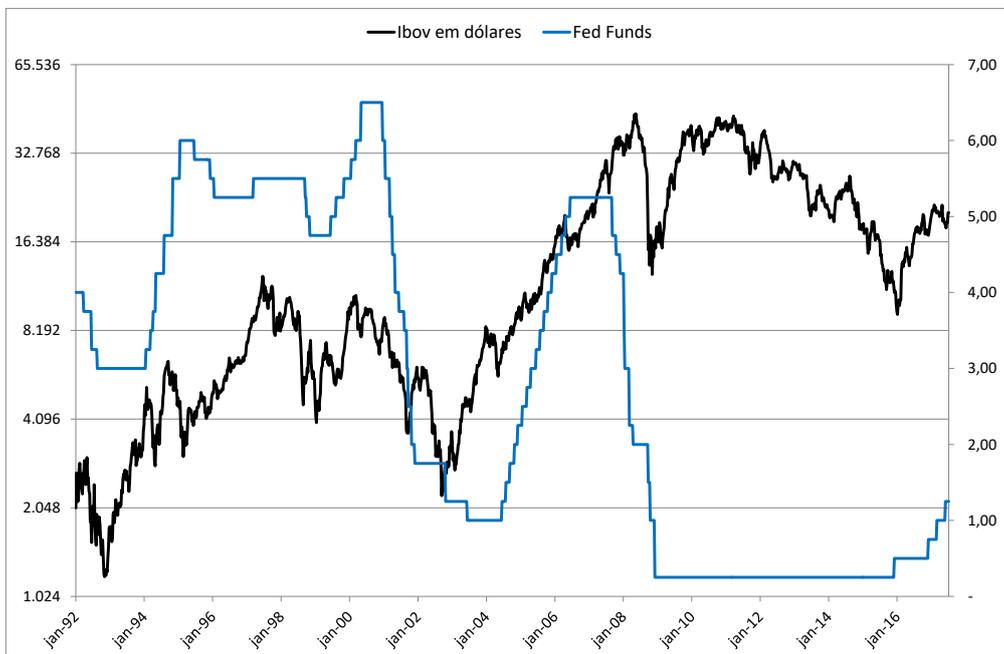
### MSCI mercados emergentes vs juros de curto prazo:



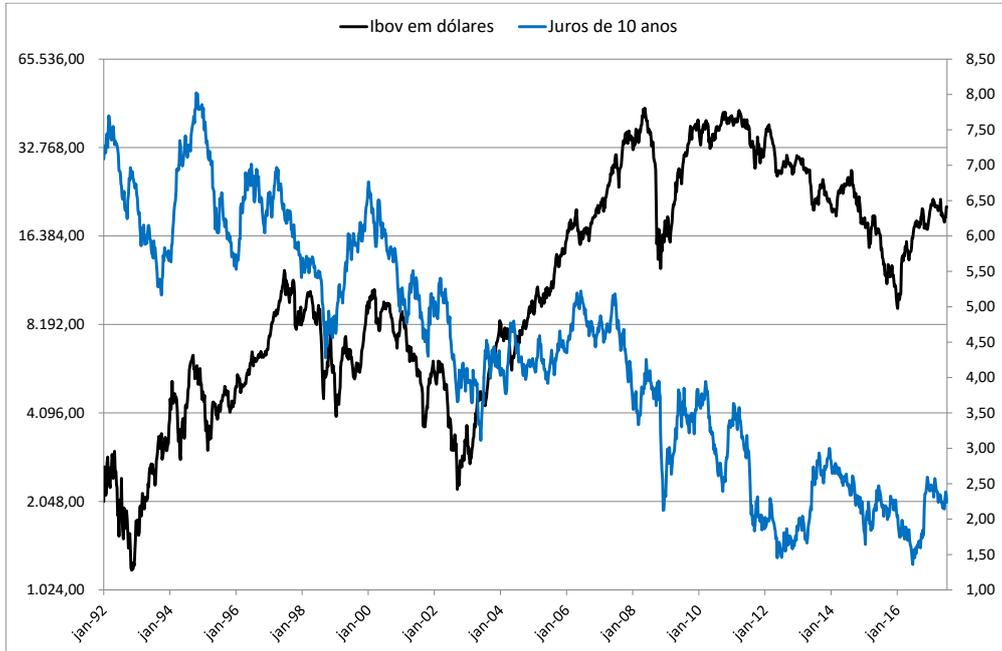
MSCI mercados emergentes vs juros de dez anos:



Ibovespa em dólares vs juros de curto prazo:



Ibovespa em dólares vs juros de dez anos:

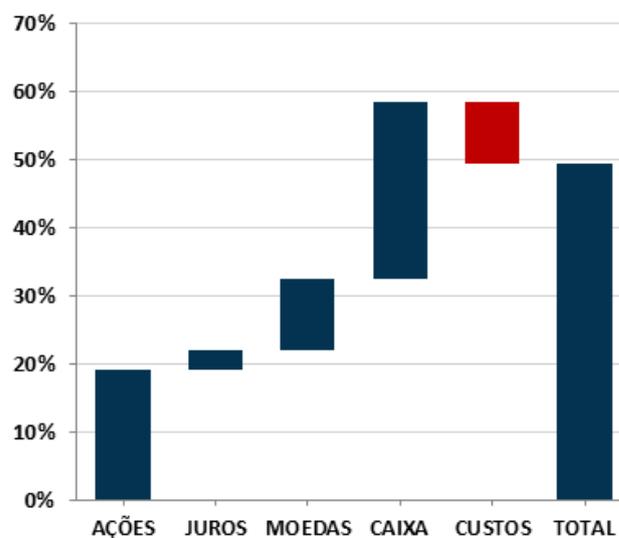


## Alaska Range

Aproveitamos a carta semestral para falar sobre o nosso fundo multiestatégia, o Alaska Range, que completou dois anos em 30/06/2017 após ter o mandato completamente reformulado em 2015. O fundo opera nos mesmos mercados que o Alaska Black: juros, moedas e ações, mas com objetivos diferentes. Diferentemente do Alaska Black, o Range estrutura suas posições pensando primeiramente em entregar o maior retorno possível respeitando uma volatilidade entre 6% e 9%, e por isso carrega boa parte de seu patrimônio em títulos de renda fixa. Seus retornos devem ser comparados com o CDI e analisados em um prazo de no mínimo 12 meses.

Como o Alaska Range visa sempre otimizar o retorno de suas posições dentro de sua meta de volatilidade, a gestão faz ajustes táticos periódicos nos tamanhos de cada estratégia. As posições podem diferir das presentes no Alaska Black. A carteira de ações do Range, por exemplo, tende a ser mais diversificada e mais líquida por conta dos parâmetros de risco. Mesmo assim, os fundos compartilham uma mesma equipe de gestão e filosofia de investimentos.

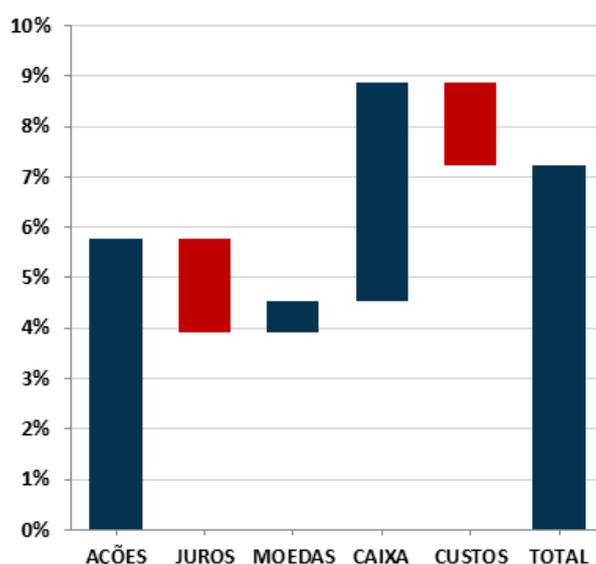
Nos dois anos desde sua reformulação, o fundo teve uma rentabilidade de 49,50% contra 28,77% de seu *benchmark*, o CDI. Segue abaixo a distribuição de resultados desse período:



No primeiro semestre de 2017, os mercados passaram por momentos bem distintos. No começo do ano, a percepção do avanço das reformas trabalhista e previdenciária, além da lei da terceirização, fizeram com que os ativos de risco tivessem um bom desempenho. O fundo Alaska Range conseguiu captar boa parte desse movimento, principalmente através de suas posições direcionais vendidas tanto em USD/ BRL quanto em taxas longas da curva de juros local.

Após o movimento inicial dos ativos, o cenário político começou a deteriorar conforme novas notícias, prisões e delações atingiam o governo, como resultado disso os ativos ficaram “de lado”, e o mesmo aconteceu com a cota do fundo. As posições pouco tinham sido alteradas e acabaram acompanhando o mercado. O dia 18 de maio foi uma ruptura, os mercados reagiram muito mal à notícia da delação de Joesley Batista. Nos dias seguintes ao “Joesleygate”, a volatilidade dos mercados se acentuou muito e os ativos de risco tiveram péssimo desempenho. Dadas as magnitudes dos movimentos decidimos reduzir as posições do fundo taticamente. Nessa redução de risco, levamos em conta somente os movimentos exagerados dos mercados, já que nossa visão construtiva de longo prazo para os ativos brasileiros permanece a mesma.

Conforme a volatilidade dos mercados diminuía foi possível voltarmos para as posições condizentes com nossa visão de longo prazo. Dessa forma, o fundo conseguiu capturar boa parte do movimento de melhora dos ativos de risco locais no mês de julho. Abaixo, segue a composição de resultados do fundo Alaska Range primeiro semestre:



### Atribuição de resultados – Alaska Black

No primeiro semestre de 2017, o Alaska Black FIC FIA - BDR Nível I registrou +7,14%, ante +4,19% do IPCA+6% (benchmark), +5,66% do CDI e +4,44% do Índice Bovespa.

	1S17	2016	Desde Início
Alaska Black	7,14%	129,21%	109,40%
Ibovespa	4,44%	38,93%	10,82%
IPCA + 6% a.a.	4,19%	12,64%	95,54%
CDI	5,66%	14,00%	77,04%

A composição do desempenho do semestre por setor é mostrada abaixo:

Estratégia	1S17
Consumo	21,36%
Hedge	-20,48%
Petroquímico	-1,00%
Papel e Celulose	2,79%
Custos	-2,94%
Industrial	2,01%
Logística	2,01%
Caixa	1,47%
Shopping	2,20%
Arbitragens	0,06%
Imobiliário	2,79%
Tecnologia	-0,23%
Energia Elétrica	-0,37%
Mineração	-0,82%
Siderurgia	-1,71%
<b>Total</b>	<b>7,14%</b>

O fundo encerrou o 1º semestre de 2017 com as seguintes características:

1. Investimentos e Desinvestimentos: No primeiro semestre de 2017, desinvestimos de duas empresas, uma do setor industrial e a outra de tecnologia. Adicionamos cinco empresas, uma em cada um dos seguintes setores: papel e celulose, shopping, energia elétrica, mineração e siderurgia/metalurgia. Encerramos o semestre

com dezesseis ações na carteira, três a mais que a quantidade no encerramento do semestre anterior.

2. **TIR:** A taxa interna de retorno esperada do portfólio de empresas projetada passou de 29,52% no fim do ano de 2016 para 27,14% ao ano no fim do primeiro semestre de 2017. A taxa caiu devido ao retorno positivo que a estratégia de ações teve no semestre.
3. **Proventos:** No primeiro semestre de 2017, o fundo recebeu em proventos (dividendos e JCP – juros sobre capital próprio) 1,42% do patrimônio no final do período.
4. **Outras Receitas:** O fundo teve um resultado negativo de 18,95% em outras receitas/despesas como aluguel de ações, operações de Arbitragem/Hedge e remuneração sobre o caixa no período.

Na tabela abaixo, mostramos quanto o lucro líquido e as receitas das empresas que investimos representam do patrimônio líquido do fundo. Como enxergamos o fundo como uma *holding*, comparamos a carteira do fechamento do primeiro semestre de 2017 com a carteira que tínhamos um ano atrás. A redução da relação Receita Líquida/Patrimônio Líquido do fundo representa a alocação de recursos maior em companhias com menor múltiplo Receita Líquida/*Market Cap*. Mesmo assim, o lucro da *holding* apresentou ligeira melhora em relação ao capital investido.

% do PL do fundo	30/06/16	30/06/17	Variação
Receita Líquida	261,66%	<b>119,38%</b>	<b>-54,37%</b>
Lucro Líquido	3,74%	<b>3,79%</b>	<b>1,17%</b>

Agradecemos a confiança de nossos clientes e parceiros.

Atenciosamente,

Alaska Asset Management.