

# ALASKA

## ASSET MANAGEMENT

### CARTA SEMESTRAL

1º Semestre de 2019

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. A rentabilidade divulgada já é líquida das taxas de administração, de performance e dos outros custos pertinentes ao fundo, mas não é líquida de impostos. Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento dos fundos de investimento antes de aplicar seus recursos. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento, sugestão de alocação ou adoção de estratégia de investimento por parte dos leitores.

## O COMEÇO

Começar a investir em ações desperta as emoções mais viscerais e primitivas de uma pessoa. É semelhante ao que as mães e pais de primeira viagem sentem. É uma montanha russa emocional. Se um dia você acha que vai morrer louco pela privação de sono, noutro você fica em estado de graça com seu filho ninando em seus braços, momentos tranquilos nos primeiros meses do bebê em casa são raros. Choros, fraldas, amamentação, limpeza do cordão umbilical, febres e medo quanto à continuidade da respiração enquanto dorme são neuroses análogas ao que o investidor iniciante tem quando imagina o tamanho do estrago que notícias apocalípticas podem causar em suas ações. Medos quanto ao que o Trump ou o Bolsonaro *tweetam* e seus possíveis impactos sangrentos no portfólio, medo quanto ao tamanho do impacto na ação que a frustração do próximo resultado trimestral terá. Enfim, o investidor passa a sofrer os mesmos efeitos colaterais dos pais de primeira viagem: mudanças repentinas de humor, cansaço, alteração do apetite, privação de sono, crises agudas de ansiedade.

No entanto, desde que os pais e mães insistam no plano inicial de criar e educar seus filhos (normalmente sim, graças a Deus!), certas coisas típicas começam a acontecer. Os filhos passam pelo terceiro mês e as cólicas começam a cessar, é um dos primeiros grandes marcos e melhorias na qualidade de vida dos pais. Seria como os investidores iniciantes começando a entender que existem notícias que são ruídos e outras que são sinais. A imensa maioria são ruídos que servem apenas para sacudir os preços e gerar cliques/assinaturas para quem as produziu, não indicam mudanças nos fundamentos das empresas que estão investidos. Mas, como pais de primeira viagem ou investidores iniciantes, há muito aprendizado pela frente.

Uma forma de cortar caminho, tanto para investidores neófitos quanto para pais de primeira viagem, é se apoiar na sabedoria de quem já seguiu esses mesmos passos, pois aprender cometendo erros pode ser muito doloroso e só alimenta a insegurança inerente a ambos assuntos. Para encurtar esse sofrimento, não só aceite, mas procure ajuda dos mais experientes que sejam verdadeiramente bem intencionados. Converse com os mais velhos,

leia sobre os assuntos, há uma literatura extensa disponível que permitirá o aprendizado com erros dos outros.

O tempo inevitavelmente passará e os medos aos poucos se dissiparão. Os pais começam a entender o choro de seus filhos, facilmente separando o que é fome, sono, somente uma “manha” inofensiva, do que é realmente grave. O investidor passa a entender que uma subida repentina com base em notícia especulativa pode ser apenas um fogo de palha ou que a tela toda avermelhada do monitor não passa de uma correção típica e corriqueira, não um sinal inequívoco do Armagedon. Cada vez ficará mais claro que ambas as tarefas terão duração para a vida toda. As horas de estudo investidos na educação dos filhos (ou na gestão dos investimentos) não trarão efeitos imediatos. Pelo contrário, ensinar valores sólidos, desenvolver virtudes e investir em conhecimento acadêmico não tornará o seu filho e filha um gênio ou um sábio educado amanhã. Na verdade, nada do que você fizer de extraordinário e profundamente bom para o seu filho hoje provocará um salto repentino de comportamento amanhã. A disciplina, dedicação e amor contínuos dos pais trarão impactos no longo prazo, não na semana seguinte. Nada de relevante acontece do dia para a noite.

## VIÉS DE RECÊNCIA

A história da renda variável brasileira teve início no fim do século XIX, porém foi em meados da década de 60, com a regulamentação das bolsas, que assumiu a forma que conhecemos hoje. Mesmo com uma crescente penetração de serviços bancários durante esse período, o mercado de renda variável não conseguiu chegar a patamares de países desenvolvidos; hoje ainda somos cerca de um milhão de investidores diretos na bolsa, míseros 0,5% da população. Isso não se compara com cerca de 50% da população nos Estados Unidos, ou cerca de 150 milhões de pessoas. Se olharmos os países emergentes, a magnitude muda, sendo muito menos que nos EUA, mas ainda assim várias vezes o Brasil. Na Índia são cerca de 2% da população, 4x a proporção brasileira. Atribuimos parte da “culpa” desse fenômeno aos anos de instabilidade econômica e hiperinflação, mas, principalmente, aos juros reais altíssimos praticados no país, que acabaram

por acostumar uma geração de possíveis investidores com rendimentos acima de 1% ao mês sem nenhum risco (volatilidade).

Hoje em dia, observamos um fenômeno diferente. Por conta da redução do crescimento global, as taxas de juros estão cada vez mais baixas, muitas delas em patamares negativos. Para o Brasil, isso se traduz em juros reais muito comprimidos em relação aos patamares históricos, quebrando o paradigma da relação do investidor brasileiro com sua poupança, afinal os tempos de “1% ao mês sem risco” dificilmente voltarão. A busca por retorno praticamente forçará uma leva de novos investidores ao mundo dos investimentos em renda variável. Apesar de ficarmos felizes com a difusão da cultura de investimentos no Brasil, sabemos que nenhum processo de crescimento acontece sem dor. Será traumático para aqueles que não buscarem compreender a natureza variável do mercado de ações, mesmo assim estamos convictos que investir é algo que todos podem (e devem!) fazer.

Acreditamos que a maior fonte de erros evitáveis de investidores é de natureza psicológica e não técnica. Isso quer dizer que devemos tomar cuidado extra para não deixarmos que as emoções afetem a execução de nossos processos de investimento (quaisquer que sejam eles). Medo, ansiedade, estresse, alívio, pressão social, felicidade, dor, tristeza, tranquilidade, decepção, otimismo podem alterar significativamente a percepção de um indivíduo, principalmente em prazos mais curtos, levando à tomada de decisões erradas. O estudo desses equívocos econômico-financeiros de natureza comportamental vem atraindo o interesse de cada vez mais profissionais e leva o nome de *behavioral finance* (finanças comportamentais).

A lista de vieses documentados por estudiosos das finanças comportamentais é extensa e podemos associá-los a muitos fenômenos irracionais recorrentes no mercado. A formação de bolhas em ativos financeiros, já citada em cartas anteriores, é um fenômeno antigo e global, fruto de um viés que leva investidores a assumirem comportamento de manada (*herding*): pagam preços altíssimos simplesmente pelo medo de

ficarem de fora da tendência, abandonando sua análise individual e seu processo de investimento.

Além do comportamento de manada, outro importante viés é conhecido na literatura como *recency bias* ou “viés de recência”, consiste na atribuição de pesos desproporcionalmente grandes para eventos recentes no processo de tomada de decisões. Comportamentos viesados psicologicamente estão presentes desde a primeira infância e se estendem a assuntos além do mundo das previsões e análises de investimentos. A predisposição é tanta que interfere até em como interpretamos nossas experiências gastronômicas. Pesquisadores avaliaram que o tempo que levamos para comer novamente um alimento está diretamente correlacionado somente com o final de nossa última experiência gastronômica envolvendo este mesmo alimento. Quando o ponto alto da refeição é o fim, temos muito mais vontade de repetir a experiência do que teríamos se fosse no início, demonstrando mais uma vez a ênfase de nosso cérebro nas memórias mais recentes.

Efeitos desse tipo de viés são facilmente observados na história recente da economia brasileira. Há pouco mais de um ano, o mesmo mercado que hoje clama por cortes expressivos de juros, praticamente implorava por um choque a fim de conter a desvalorização do real, que parecia não ter limite graças à greve dos caminhoneiros e incertezas eleitorais. Investidores atribuíram maior peso para as semanas de instabilidade que depreciaram a moeda do que para a trajetória de inflação e crescimento do país no médio prazo. Também podemos citar a explosão dos preços dos empreendimentos imobiliários em São Paulo no período de 2011-2013. Havia a crença de que os aluguéis continuariam crescendo no mesmo ritmo de anos anteriores até patamares que provavelmente só veremos no final do ciclo atual de recuperação econômica.

Nós da indústria de fundos também lidamos com viés de recência todos os anos quando observamos o comportamento de aportes e resgates em períodos de novas máximas e mínimas em outras ocasiões, destacamos a importância de aproveitar quedas de preços para acumular mais ativos, pressupondo que muitas vezes o valor do ativo em questão permaneça inalterado no curto prazo. Seguindo essa lógica, o momento de maior

investimento nos fundos da Alaska deveria coincidir com os períodos de desempenho ruim, porém notamos exatamente o inverso. Durante os *drawdowns* do fundo, percebemos uma redução substancial de “aplicações” (preferimos a palavra investimentos) que retornam somente depois de realizarmos novas máximas.

A lista de equívocos cometidos, tanto por investidores individuais, como institucionais, é extensa e possivelmente continuará crescendo a cada nova “preocupação extrema” do mercado. A presença do medo interfere na percepção do risco atual e futuro fazendo com que investidores tomem decisões irracionais ao comprar e vender ativos. Na maioria das vezes, o aumento da percepção de risco faz com que haja uma estimativa excessiva da probabilidade de ocorrência de catástrofes, medo do perigo imediato (redução do tempo de desconto e aumento do custo de capital), perda da independência, busca por dicas e confirmações de terceiros, aumento de desconfianças e incertezas.

Mesmo sabendo disso, não existe fórmula mágica para livrarmo-nos completamente dos vieses, afinal, muitos dos comportamentos instintivos contribuíram para sobrevivência de nossos antepassados em ambientes hostis. Porém, observamos que um padrão presente em investidores bem-sucedidos é a capacidade de ignorar impulsos e equívocos em momentos de estresse e seguir com seus respectivos processos de investimento. Percebemos que quanto mais longo o horizonte de investimento, há menos propensão a cair em armadilhas de comportamento.

Um dos ícones do *value investing* moderno, Joel Greenblatt, escreveu peças importantes sobre o valor que existe em dilatar prazos de investimentos de forma a podermos efetivamente arbitrar as variações de comportamento dos participantes de mercado. Ao escolhermos investir por prazos realmente longos (indefinidos preferencialmente), temos a vantagem de não precisar fazer nada em momentos que muitos investidores acabam agindo por impulso. A cada nova turbulência ou euforia, o mercado apresenta um leque de novas oportunidades de investimento proporcionadas por movimentos de participantes curto prazistas. O tempo é uma das melhores vantagens

competitivas que um investidor pode ter no mercado e está disponível para qualquer um.

## APRENDIZADO

Não há curso didático que ensine isso de forma objetiva, mas um passo importante nessa direção é ter um horizonte de investimentos cada vez mais dilatado. Como os participantes de mercado têm prazos de investimentos, objetivos e “limiares de dor” radicalmente diferentes, variações nas condições de mercado trarão reações distintas de cada um. Quem está amarrado a preços diários, cotistas nervosos e metas de retorno de curto prazo eventualmente será forçado a reagir na hora errada, algumas vezes vendendo ativos bons em quedas e outras comprando ativos “da moda” para correr atrás dos pares, esses movimento criam oportunidades enormes para quem tem não está preso à janela temporal curta.

Greenblatt nomeou o processo de dilatar o prazo de investimento de “*time arbitrage*”. Ao não atribuir peso excessivo a eventos recentes que não alteram as perspectivas de longo prazo dos ativos, o investidor independente tem uma clara oportunidade de arbitragem em relação aos participantes de mercado obrigados a tomar decisões de curto prazo.

Em momentos de alta, a proliferação de “gênios” prometendo desde fórmulas mágicas para enriquecer na bolsa até investimentos com rendimentos fixos elevadíssimos (supostamente sem risco!) ainda nos mostra que o investidor médio é passível de cair em armadilhas que prejudicam o desenvolvimento de uma cultura saudável e duradoura de investimentos no país. Há uma grande chance de que nem o eufórico e nem o desesperado estejam corretos em suas previsões. Ao afirmar que “árvores não crescem até o céu”, “poucas coisas vão a zero” e “poucas coisas são mais perigosas do que extrapolar eventos recentes para o futuro”, Howard Marks sintetiza a ideia de que os eventos recentes podem levar a lapsos na capacidade de julgamento de decisões de investimento.

## CONSISTÊNCIA, PACIÊNCIA E VALUE INVESTING

Qualquer empreitada que almeja resultados realmente grandiosos envolve uma liturgia inevitável; não é possível se tornar campeão olímpico em 20 dias, muito menos gestar um filho em um mês ou educá-lo completamente em apenas cinco anos. É necessário um processo de evolução consistente, coerente e muito tempo de maturação.

No início da jornada, mesmo ancorados em leituras, estudos e orientações sobre as possíveis dificuldades ao longo do processo, vemos que a teoria não é substituta para a prática. Somos atingidos pelo sentimento de descontrole sobre as variáveis, submetendo-nos a picos de ansiedade que nos compelem a ações (na grande maioria das vezes) irracionais. O aprendizado pode até ser lento, mas é inevitável, e consultar aqueles mais velhos que já passaram pelas mesmas situações várias e várias vezes pode dar uma vantagem em como prosseguir no caminho. Quanto menos peso dermos para “atalhos”, quanto menos tempo perdermos buscando “balas de prata”, mais tempo nos dedicaremos ao que realmente importa.

### Atribuição de resultados – Alaska Black

No primeiro semestre de 2019, o **Alaska Black FIC FIA - BDR Nível I** registrou +14,40%, ante +5,19% do IPCA+6% (*benchmark*). O CDI acumulado do período foi de +3,07%.

O **Alaska Black FIC FIA II - BDR Nível I** registrou +16,15%, ante +14,88% do Índice Ibovespa (*benchmark*). O CDI acumulado do período foi de +3,07%.

O **Alaska Black Institucional** registrou +4,88%, ante +14,88% do Índice Ibovespa (*benchmark*). O CDI acumulado do período foi de +3,07%.

O **Alaska 70 Icatu Previdenciário FIM** registrou +3,82%, ante +15,21% do Índice IMA-B (*benchmark*). O CDI acumulado do período foi de +3,07%.



	1S19	Desde Início*
Alaska Black FIC	14,40%	408,99%
Ibovespa	14,88%	77,90%
IPCA + 6% a.a.	5,19%	136,74%
CDI	3,07%	102,01%

\*Início em 29/12/2011

	1S19	Desde Início*
Alaska Black FIC II	16,15%	151,72%
Ibovespa	14,88%	63,34%
IPCA + 6% a.a.	5,19%	25,97%
CDI	3,07%	20,49%

\*Início em 03/01/2017

	1S19	Desde Início*
Alaska Black Institucional	4,88%	110,24%
Ibovespa	14,88%	46,22%
IPCA + 6% a.a.	5,19%	24,18%
CDI	3,07%	18,46%

\*Início em 21/02/2017

	1S19	Desde Início*
Alaska 70 Icatu Previdenciário FIM	3,82%	13,46%
IMA-B	15,21%	24,52%
Ibovespa	14,88%	19,42%
IPCA + 6% a.a.	5,19%	12,35%
CDI	3,07%	7,40%

\*Início em 02/05/2018

A composição do desempenho do semestre por setor é mostrada abaixo (fundo Alaska Black Master FIA):

Estratégia	1S19
<i>Hedge/Macro</i>	10,94%
Transporte	3,65%
Consumo	3,26%
Óleo e Gás	1,48%
Educação	1,44%
<i>Utilities</i>	1,24%
<i>Shopping Malls</i>	0,92%
Caixa	0,67%
Arbitragem	0,09%
Aço	0,01%

<i>Real Estate</i>	-0,01%
Custos*	-0,10%
Indústria	-0,17%
Mineração	-0,47%
Tecnologia	-0,51%
Papel e Celulose	-0,92%
Petroquímico	-3,89%
<b>Total</b>	<b>17,64%</b>

\*O quadro acima apresenta os resultados do **fundo Master**. Os custos dos FICs foram diferentes em função de suas taxas de performance serem cobradas em indicadores diferentes.

O fundo encerrou o 1º semestre de 2019 com as seguintes características:

1. **Investimentos e Desinvestimentos:** Ao fim do primeiro semestre de 2019, o fundo era composto por vinte ações. Não houve saída ou entrada de empresas em relação ao fim de 2018.
2. **TIR:** A taxa interna de retorno esperada do fundo no final do primeiro semestre de 2019 era de 20,54%. No fim de 2018, o fundo estava com uma taxa de retorno de 21,14%.
3. **Proventos:** No primeiro semestre de 2019, o fundo recebeu em proventos (dividendos e JCP – juros sobre capital próprio) 0,53% do patrimônio no final do período.
4. **Outras Receitas:** O fundo teve um resultado positivo de 11,60% em outras receitas/despesas como aluguel de ações, operações de Arbitragem/Hedge/Macro e remuneração sobre o caixa no período.

Enxergamos o fundo Alaska Black como uma holding. Dessa maneira, mostramos na tabela abaixo a receita e o lucro da “holding Black”, bem como quanto esses valores representam do patrimônio do fundo.

Comparamos a carteira do fechamento do primeiro semestre de 2019 com a carteira que tínhamos um ano atrás. Os aumentos absolutos de receita e lucro são consequências do aumento do patrimônio do fundo e do crescimento de resultado operacional das empresas. Como porcentagem do Patrimônio Líquido, a redução indica exposição maior a empresas com múltiplos maiores (Receita/Valor de Mercado e Lucro/Valor de Mercado) e também expansão dos múltiplos das empresas investidas pela valorização das ações.

R\$ Mil	29/06/2018	28/06/2019	Variação
Receita Líquida	1.343,57	<b>2.353,17</b>	<b>75,14%</b>
Lucro Líquido	90,13	<b>152,41</b>	<b>69,09%</b>

% do PL do fundo	29/06/2018	28/06/2019	Variação
Receita Líquida	102,74%	<b>74,20%</b>	<b>-27,78%</b>
Lucro Líquido	6,89%	<b>4,81%</b>	<b>-30,27%</b>

## Mercados

No primeiro semestre de 2019 os preços dos ativos locais continuaram a ser majoritariamente afetados por notícias vindas do ambiente político. Depois de uma forte valorização dos ativos no início do ano, que pode ser atribuída a alguns fatores como o otimismo com o novo governo e um ambiente externo mais calmo em relação ao final de 2018, os participantes do mercado focaram a atenção em como o governo recém-eleito iria tratar a situação fiscal do país, e isso obrigatoriamente envolvia uma reforma no sistema previdenciário.

Após o governo apresentar um texto propondo uma reforma na previdência, cuja economia pelos próximos dez anos superava um trilhão de reais, o mercado renovou seu otimismo e o Ibovespa bateu 100 mil pontos pela primeira vez na história. A grande dúvida passou a ser como um governo sem base no Congresso conseguiria aprovar uma reforma tida como impopular. Os primeiros passos de um longo caminho no Congresso já foram dados rumo à aprovação da reforma da previdência após o encerramento do primeiro semestre de 2019: a aprovação em duas comissões e no plenário da Câmara em dois turnos. Agora falta a aprovação de outra comissão e dois turnos no plenário do Senado. Por se tratar de uma tramitação longa e demorada e o novo governo não ter base parlamentar consolidada, a

capacidade de articulação política do Planalto foi monitorada de perto pelo mercado.

No transcorrer do semestre, tentando se manter fiel ao discurso da campanha eleitoral, o presidente por algumas vezes criticou o Congresso, via redes sociais ou até mesmo em programas de TV; o resultado disso foi um agravamento na relação do presidente com os principais líderes partidários, o que culminou numa crescente apreensão nos participantes do mercado. A relação entre Planalto e Congresso seguiu entre altos e baixos até metade de maio, quando os presidentes dos três poderes fizeram um pacto em prol do país. Esse alinhamento entre os poderes e manifestações populares a favor do governo e suas propostas deixaram o ambiente político mais favorável à aprovação da reforma da previdência, cujo efeito foi prontamente refletido nos preços dos ativos locais.

Em paralelo ao cenário político, a atividade econômica local no primeiro semestre decepcionou; seguidos ruídos políticos e incertezas quanto à aprovação da reforma da previdência minaram a confiança dos consumidores e empresários que tinham tido fortes altas após as eleições de 2018. Além disso, também tivemos alguns fatores pontuais que afetaram a recuperação da atividade como o desastre de Brumadinho/MG e queda nas exportações, principalmente por conta da recessão na Argentina. Já no ambiente externo, vimos seguidas revisões para baixo no crescimento mundial, parte dessa desaceleração pode ser atribuída a um ambiente político mais conturbado principalmente por conta da guerra comercial. O resultado dessa desaceleração econômica global foi uma postura mais *dovish* dos principais bancos centrais do mundo, que culminou numa queda generalizada nas taxas de juros nos mercados.

### Alaska Range

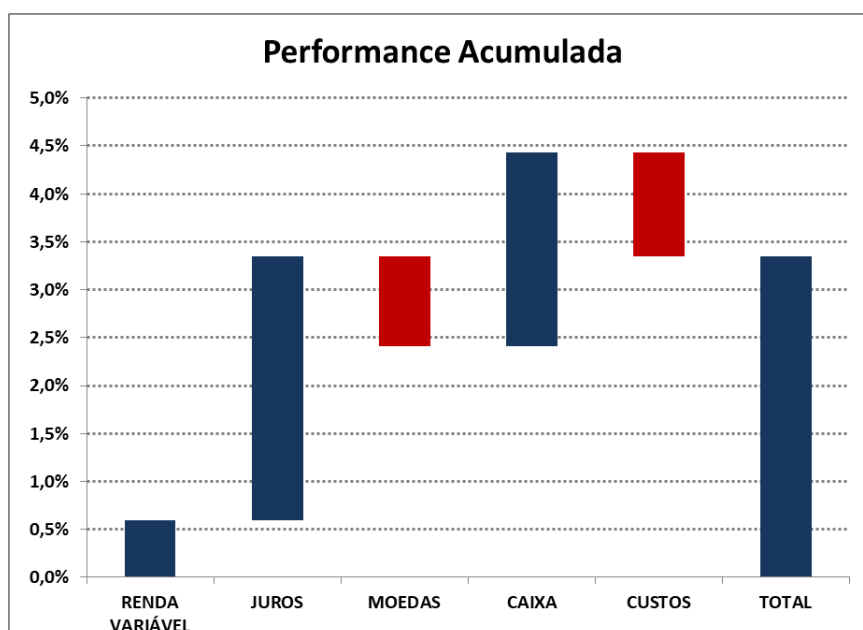
No primeiro semestre de 2019 o fundo Alaska Range apresentou um retorno de 3,35%, já seu *benchmark*, o CDI, retornou 3,07%. Como descrito na seção Mercados, no primeiro semestre de 2019 os preços dos ativos locais foram fortemente afetados por eventos políticos, porém isso não mudou nossa

principal tese de investimento: os ativos locais estão num ciclo de valorização, tanto em moeda local quanto em dólar.

A principal fonte de ganhos do fundo nesse período foi a posição vendida em juros, que, após boa parte do semestre permanecer no mesmo patamar, caíram fortemente com a soma de alguns fatores: avanço na tramitação da reforma da previdência, seguidos dados econômicos evidenciando estagnação na atividade, índices de inflação benignos e um possível ciclo de corte na SELIC no transcorrer do segundo semestre.

Embora o Ibovespa tenha valorizado perto de 16% no período, os ganhos em renda variável foram modestos. Parte desse motivo foi o desempenho da nossa carteira de ações inferior ao próprio Ibovespa e a forte alta do S&P 500 no período (17,35%), instrumentos utilizados como hedge pelo fundo.

Já no mercado de moedas, começamos o ano com uma exposição próxima a um patrimônio vendido no dólar contra o real, que foi a principal fonte de ganhos no começo do ano. Porém, após o real se valorizar perto de 6% contra o dólar, ruídos políticos e atividade econômica anêmica fizeram com que o real se desvalorizasse mais de 12% perante a moeda americana. Tal movimento fez com que reduzíssemos drasticamente nossa exposição no câmbio. Esse ajuste de posição resultou num prejuízo perto de 1% no período; ao final do semestre a variação do real contra o dólar acabou sendo perto da estabilidade.



Agradecemos a confiança de nossos clientes e parceiros.

Atenciosamente,

Alaska Asset Management.