



Carta nº 6
DEX FIC FIA
Outubro 2022

Carta - Dois Anos do DEX FIC FIA e Um Pouco de Macro

“É com enorme satisfação que apresentamos a carta inaugural do DEX FIC FIA. O caminho foi longo até chegar a ela, e acreditamos, o melhor está por vir.”

Foi com essa frase que abrimos a nossa carta inaugural. O DEX FIC FIA completou dois anos e é um bom momento para trazeremos algumas reflexões.

Também faremos uma breve discussão sobre o ambiente macro.

Boa leitura!

Ambiente Macroeconômico

A nossa filosofia de gestão é focada fundamentalmente nos aspectos individuais das empresas, mas entendemos que as empresas não operam num vácuo, estando inseridas num contexto econômico, político e social, e assim é importante considerar tal contexto – e sua eventual evolução – nas decisões de investimento.

Acreditamos que o atual cenário macro é particularmente incerto, com cenários plausíveis divergentes, tanto no ambiente interno quanto no externo.

Ambiente Doméstico

Na frente interna temos as incertezas oriundas do governo que se inicia em 2023. Há várias questões a se considerar, em especial:

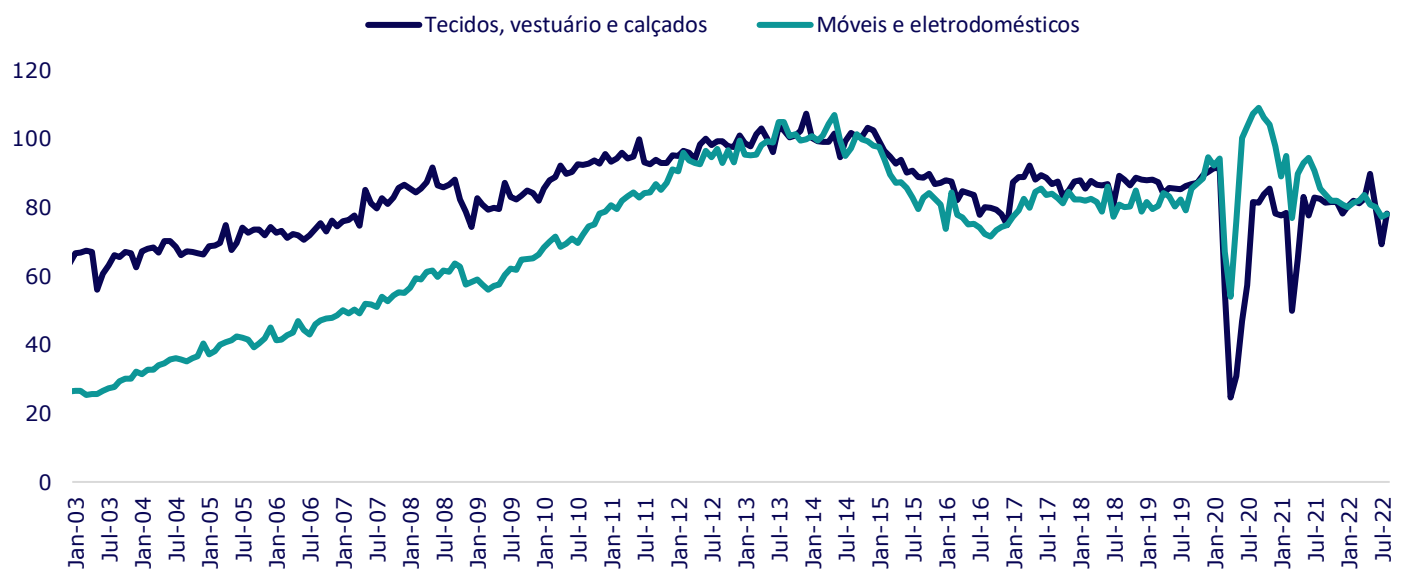
- O novo governo conseguirá conciliar a demanda da sociedade por mais gastos sociais com responsabilidade fiscal?
- Conseguiremos controlar a inflação e trazer os juros reais para patamares mais moderados?
- Será possível conter ou reverter a polarização política, de maneira que nos ocupemos mais com nossas semelhanças e necessidades comuns do que as nossas divergências?
- O processo de reformas estruturantes prosseguirá?
- O país entrará num rumo de crescimento sustentável?

Estamos cautelosamente otimistas com essa agenda, mas reconhecemos os riscos inerentes à sua execução.

Talvez seja clichê, mas o país precisa retomar seu crescimento em bases sólidas.

No gráfico abaixo, mostramos a evolução do Volume de Vendas da Pesquisa Mensal do Comércio do IBGE para dois setores relevantes de consumo discricionário. Esses setores ainda não retornaram a seus picos de 2013/2014.

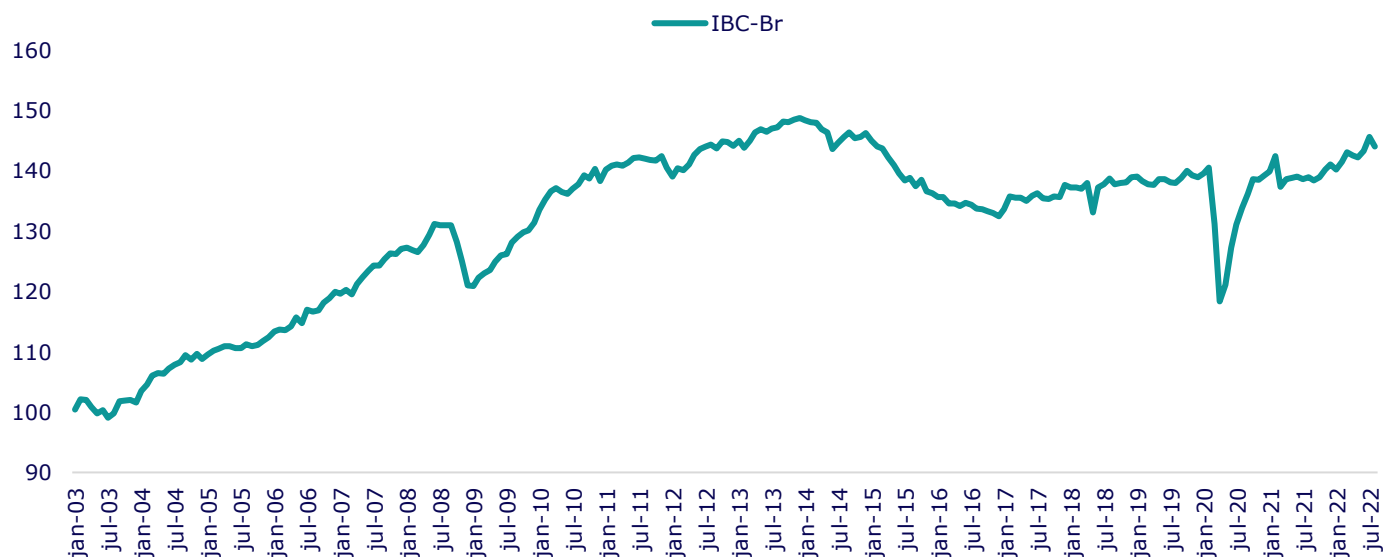
PMC - Número-índice do Volume de Vendas
(Com Ajuste Sazonal; Base 100 = 2014)



Fonte: IBGE

No gráfico seguinte, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central mostra que, também para a economia como um todo, a atividade econômica ainda não retornou ao pico de 2013.

Índice de Atividade Econômica do Banco Central - IBC-Br Com Ajuste Sazonal



Fonte: Banco Central do Brasil

O crescimento econômico traz com ele os recursos para o financiamento da agenda social. E num ambiente externo nebuloso como discutido a seguir, o Brasil, mediante a execução de um bom plano de ação, pode atrair investimentos relevantes, numa agenda estruturante e modernizante.

Ambiente Internacional

Acreditamos que as incertezas na frente externa sejam de natureza mais preocupante do que as internas. Isso deriva de nossa percepção que potencialmente o mundo está entrando numa nova configuração de poder, simultaneamente a um ambiente econômico mais inflacionário, e que talvez as lideranças mundiais possam não estar à altura do desafio, podendo até tomar decisões que agravem a situação.

Dentre nossas dúvidas, destacam-se:

- O mundo de fato entrou numa configuração de poder multipolar?
- Caminha-se para uma desglobalização, com perdas de eficiência econômica decorrentes da retração do comércio internacional, motivada por considerações geopolíticas?
- Os instrumentos de política monetária continuam potentes ou corre-se o risco de um acidente nos mercados de títulos?
- O excesso de liquidez poderá ser reduzido de maneira a se conter a inflação? Ou estamos condenados à inflação elevada por um longo tempo?
- O ambiente belicoso recente se estenderá?
- O crescimento econômico será estruturalmente mais baixo?

- E como ficam os problemas que demandam a cooperação de países, como questões climáticas e de saúde pública?

O que fazer?

Há que se reconhecer que estamos num ambiente que inspira cuidados, e que precisa ser consistentemente monitorado, com especial atenção a riscos que não estavam bem mapeados, como a volatilidade recente no mercado de títulos ingleses e a necessidade de intervenção do Banco Central inglês. Momentos de turbulência tendem a revelar vulnerabilidades previamente não identificadas. Ou como diz a frase imortalizada por Warren Buffett, “quando a maré baixa, você vê quem estava nadando nu”.

Alguns temas emergem dessa discussão, que informam às nossas decisões de investimento:

- Ambiente de crescimento moderado: atenção a empresas com múltiplos muito elevados, cujos preços embutem muito crescimento;
- Capital mais caro e mais restrito:
 - Maior dificuldade de crescimento de empresas já com níveis elevados de alavancagem;
 - Arrefecimento da competição proveniente de *start-ups*;
 - *Cash is king*, com potencial de consolidação por parte das empresas geradoras de caixa;
- Certa preferência por empresas com *drivers* domésticos.

Dois Anos do DEX FIC FIA

Quando iniciamos o fundo ao final de setembro de 2020, a DEX tinha uma equipe de 3 pessoas e muitos planos. Tínhamos apenas uma corretora parceira. Atualmente, somos 8 pessoas na equipe, há pelo menos 18 meses trabalhando junto, e operamos com 5 corretoras.

Quando lançamos o fundo, o nosso *research* era mais limitado e o número de empresas cobertas era parecido com as 22 empresas do portfólio inicial. Viemos evoluindo o processo de investimento, ampliando seu escopo e o número de empresas de nossa cobertura está hoje em torno de 60.

A expansão de cobertura continua sendo um foco da empresa, tanto em profundidade nos nomes da atual cobertura, quanto na adição de novos nomes. A ampliação da cobertura é de fundamental importância já que permite uma otimização de posições num universo maior de nomes, gerando competição por capital, diversificação informada, e maior agilidade na adaptação a mudanças de cenários setoriais.

Os Principais Acertos

Começamos pelo nosso principal acerto, ao nosso ver: time e cultura. A criação de uma cultura de gestão está naquela categoria de coisas fáceis de fazer em teoria, mas não tão fácil na prática. A cultura de uma empresa está em constante evolução. Já abordamos alguns de nossos princípios de investimento / gestão em cartas anteriores, mas gostaríamos de ressaltar alguns elementos:

- Opiniões têm que ser devidamente embasadas, sustentadas por dados. Assim tentamos mitigar o efeito de emoções ou preferências pessoais nas decisões, e a legitimidade se dá pela qualidade da argumentação e suas evidências;
- O trabalho individual está aberto ao escrutínio de todos, sem silos, favorecendo a assimilação de *best practices*; o *insight* de um membro da equipe é compartilhado por todos;
- Pode-se tomar riscos calculados, devidamente avaliados. Se der errado, aprende-se e segue-se em frente;
- Foco contínuo em conhecimento incremental e em produtividade; fazer bem para não fazer duas vezes. *Return on Time* é um conceito crítico numa atividade com excesso de informação.

Outro acerto importante foi a implementação de uma infraestrutura competitiva, à frente da base de ativos. Na nossa experiência prévia de investimentos em fundos, vimos muitos fundos falharem justamente no momento de captação relevante de ativos, por não terem a estrutura já estabelecida.

Assim, utilizamos a Lote45 e a Compliasset para gestão de risco, *tracking* de carteiras e *compliance*, além da Quantum e da Bloomberg. Ampliamos os nossos relacionamentos comerciais para melhor viabilizar a execução de ordens e, em particular, melhoramos de maneira relevante a execução dos aluguéis de papéis da carteira. Contamos com materiais institucionais que explicam a nossa filosofia de investimento e gestão de risco.

E a expansão do *research* reduz o risco de sucesso de performance ficar restrito a um grupo limitado de papéis em que tenhamos especial bom entendimento. A replicabilidade de bons resultados depende da habilidade em se adaptar a diferentes ambientes de mercado e dinâmicas setoriais.

Os Principais Erros

Acreditamos que cometemos dois erros principais, um em gestão de risco de posições perdedoras e outra no dimensionamento de posições em empresas passando por mudanças significativas. Ambos trouxeram aprendizados importantes.

Na ausência de mudanças de fundamentos, em geral aumentamos posições cujos preços caíram e reduzimos as posições cujos preços aumentaram. Se identificamos mudanças de fundamentos, ajustamos imediatamente a posição.

Mas e se os fundamentos mudarem e nós não identificarmos a mudança rapidamente? Refletindo sobre esse tipo de situação, provavelmente tivemos uma convicção excessiva na capacidade em antever mudanças e corretamente interpretar eventos.

Como forma de não amplificar os nossos próprios erros, criamos uma regra "*Stop-Add*": a partir de determinadas perdas (proporcionais ao tamanho da posição), não podemos mais adicionar automaticamente a uma posição. Introduzimos essa alteração no nosso algoritmo de *sizing* de posições no início de 2022, o que tem contribuído para a mitigação de perdas.

Quanto à questão de empresas passando por transformações significativas, falhamos em dimensionar as posições para um eventual insucesso da transformação. Nessas situações, houve adicionalmente elementos de não-recorrência de resultados iniciais, positivamente afetados pela pandemia, e/ou a aceitação de múltiplos muito elevados.

O aprendizado dessas situações é que devemos dimensioná-las de maneira mais conservadora e sermos mais exigentes com evidências da transformação. O *sizing* deve melhor refletir os riscos de insucesso de um evento transformacional, seja uma reestruturação ou uma expansão agressiva (orgânica ou através de M&A). E devemos ser particularmente cautelosos quando o sucesso da transformação já estiver em boa escala refletido no preço da ação.

Concluindo

Em breve a DEX estará de endereço novo e convidamos a todos para virem tomar um café e conhecer o novo escritório.

Estamos particularmente felizes pelos progressos na execução do nosso projeto, claro, com muitas adaptações ao longo da jornada.

O caminho foi longo até chegar aqui, e acreditamos, o melhor está por vir.

Até a próxima!



PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. A DEX CAPITAL NÃO COMERCIALIZA NEM DISTRIBUI COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO OU QUALQUER OUTRO ATIVO FINANCEIRO. AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL SÃO DE CARÁTER EXCLUSIVAMENTE INFORMATIVO E NÃO SE CARACTERIZAM E NEM DEVEM SER ENTENDIDAS COMO UMA PROMESSA OU UM COMPROMISSO DA DEX CAPITAL. A DEX CAPITAL NÃO SE RESPONSABILIZA POR DECISÕES DO INVESTIDOR, NEM POR ATO OU FATO DE PROFISSIONAIS ESPECIALIZADOS POR ELE CONSULTADOS. O INVESTIDOR DEVE SE BASEAR, EXCLUSIVAMENTE, EM SUA OPINIÃO E NA OPINIÃO DE PROFISSIONAIS ESPECIALIZADOS POR ELE CONTRATADOS, PARA OPINAR E DECIDIR. DISTRIBUIDORES POR CONTA E ORDEM PODEM ADOPTAR HORÁRIOS DIFERENTES PARA APLICAÇÃO E RESGATE DAS COTAS DE FUNDOS POR ELES INTERMEDIADOS. POR ISSO, RECOMENDAMOS AOS COTISTAS QUE CONFIRMEM O HORÁRIO LIMITE PRATICADO PELO DISTRIBUIDOR DE COTAS POR MEIO DO QUAL O INVESTIMENTO FOI REALIZADO. 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, ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO, E A CONSEQUENTE OBRIGAÇÃO DO COTISTA DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS PARA COBRIR O PREJUÍZO DO FUNDO. ESTE FUNDO ESTÁ AUTORIZADO A REALIZAR APLICAÇÕES EM ATIVOS NEGOCIADOS NO EXTERIOR. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS – FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO PELO INVESTIDOR AO APLICAR SEUS RECURSOS. DEMAIS INFORMAÇÕES SOBRE O FUNDO PODEM SER OBTIDAS ATRAVÉS DA LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E NO REGULAMENTO DO FUNDO, DISPONÍVEIS NO SITE DA CVM. A DEX CAPITAL NÃO SE RESPONSABILIZA POR EVENTUAIS ERROS, OMISSÕES OU IMPRECIÇÕES NAS INFORMAÇÕES DIVULGADAS. OS DADOS CONSTANTES NESSE SITE SÃO CALCULADOS COM BASE EM CERTAS VARIÁVEIS E PODEM SER ALTERADOS A QUALQUER MOMENTO, SEM PRÉVIA COMUNICAÇÃO.