

FCL*Capital*

Junho 2013

www.fclcapital.com

10 anos depois, o castelo de cartas começa a desmoronar.

Uma das regras mais básicas para os analistas políticos ao redor do mundo é a de nunca prestar atenção ao que os políticos dizem. Ao contrário, devemos focar no que os políticos fazem.

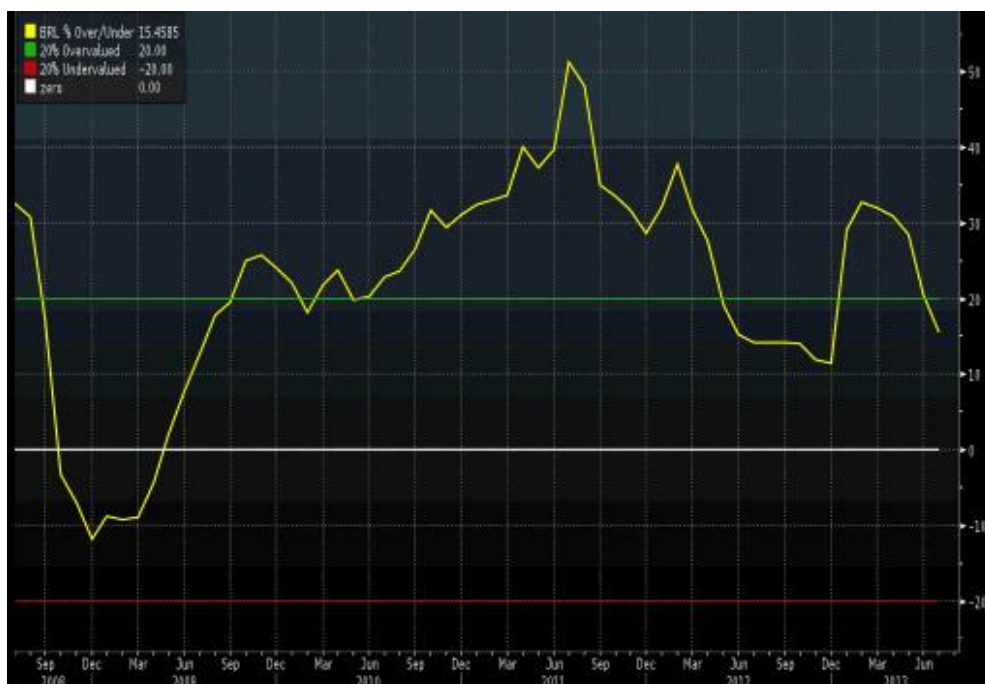
Por ter um ex-operário de fábrica como seu primeiro presidente, era óbvio que o Partido dos Trabalhadores iria afirmar aos quatro ventos que faria um governo “pró-produção”, em detrimento aos “especuladores do mercado financeiro” e às “elites”. Deste modo, visitas às fabricas produtivas da Embraer ou fazendas do cerrado eram quase que obrigatórias para todos os candidatos que participaram da hoje quase esquecida campanha presidencial de 2002.

Por outro lado, o que temos visto é que desde 2005, quando a direção da economia brasileira teve claramente um ponto de inflexão, mais e mais valor tem escoado dos setores industriais e produtivos, sendo gradativamente canalizado para os setores de serviço e consumo.

Isso se deu por vezes conscientemente, outras inadvertidamente, ou ainda por ideologia ou até respondendo à pressões organizadas, mas foi uma direção consistente, adotada pelas políticas fiscais (gastos estratosféricos), monetárias (inflação alta e juros marretados à força para baixo), assistenciais (transferências de renda em alta) e creditícias (créditos subsidiados, sobretudo para o consumo, e bem menos para a produção) e etc..

Vejamos algumas realidades econômicas brasileiras dos últimos anos:

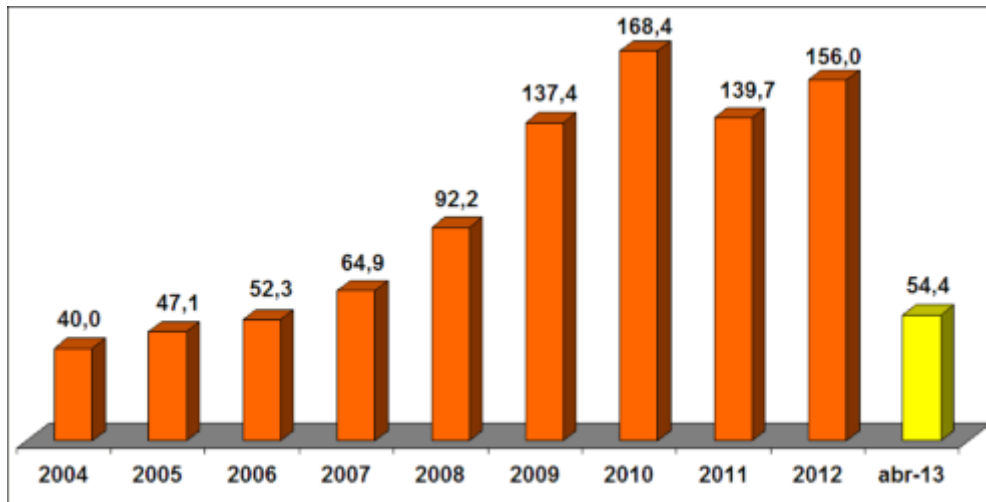
1) Uma taxa de câmbio claramente muito cara, que desincentivou a produção e fez a festa para o consumo: mesmo setores onde o Brasil é tradicionalmente competitivo (e não são muitos) sofreram nos últimos anos, se inseridos em setores *tradable*¹ da economia. Em compensação, é mais caro jantar no Rio do que em Manhattan, é *cool* para mulheres que ficam grávidas se esbaldarem em compras na Flórida e é mais caro comprar um apartamento no Leblon que um em Paris.



Paridade do poder de compra do Real vs Dólar de 2008 até hoje. Fonte: Bloomberg.

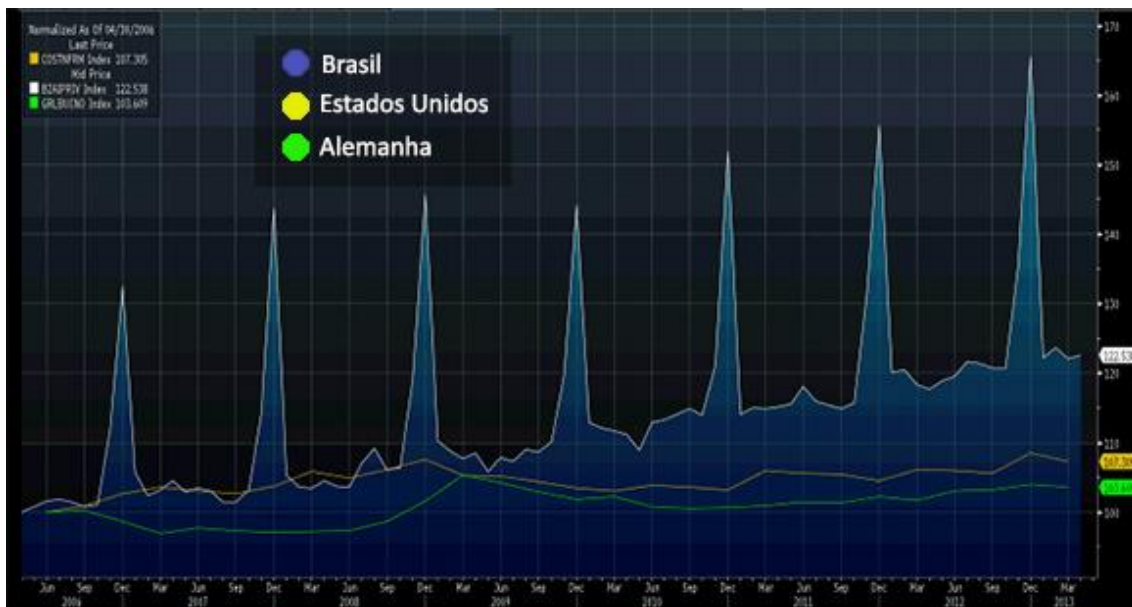
¹Setores sujeitos à concorrência internacional

2) Incentivos ao crédito: Subsídios concedidos pelo BNDES (em R\$ bilhões):



Desembolsos do BNDES. Fonte: BNDES.

3) Disparada dos custos unitários do trabalho: a falta de mão de obra disponível, o fim da era de expansão demográfica do Brasil e o mercado de trabalho apertado, devido à diversas políticas governamentais, elevou a demanda e conseqüentemente o preço da mão de obra, apertando as margens das empresas.



Custos da mão de obra unitária nos últimos 5 anos. Os picos no gráfico representam o mês de dezembro no Brasil. Fonte: Bloomberg

O resultado de todos estes fatores acima é óbvio: os investimentos relacionados ao consumo doméstico representaram um dos poucos pontos positivos da Bovespa nos últimos tempos. A combinação de uma taxa de câmbio sobre apreciada, um mercado de trabalho muito apertado e políticas de incentivo ao consumo em detrimento da produção garantiu que quase todas as empresas focadas no consumo interno brasileiro se saíssem bem nos últimos anos.



Índice de Consumo (ICON) vs Índice Ibovespa nos últimos 3 anos. Fonte: Financial Times.

Como em todos os *bull markets*, um conjunto de teses e explicações se formou para explicar porque o setor de consumo interno da bolsa deveria mesmo subir tão rapidamente e o mito da “nova” Bovespa, do consumo, versus a antiga, das commodities e intervenção do governo, rapidamente surgiu.

Estamos firmemente convencidos de que este castelo de cartas está finalmente desmoronando: para começar, acreditamos na afirmação filosófica de que tudo o que não pode durar para sempre, eventualmente, não vai. Já existem sinais muito claros de que essa tendência irá atingir seu fim inevitável. E o “velho” Ibovespa, com uma gama de indústrias em que o Brasil tem vantagens comparativas, como agronegócio e exportadores, e sim, dentre eles alguns produtores de commodities, será onde o valor estará no futuro. Logo, estamos *long* em “bolsa velha” e no geral, neutros ou *short* na “bolsa nova”. E em nossa visão já existem alguns sinais bastante claros apoiando nossa tese:

1) A taxa de câmbio esta finalmente se depreciando. Nós não somos em essência analistas macro, mas por puro bom senso, não nos espantaríamos com uma taxa mais próxima de R\$ 2,60 reais por dólar no médio prazo. Ainda assim, vale dizer que este valor ainda colocaria o real como uma moeda sobre apreciada (acima de seu valor justo) no famoso *big mac index* e nas demais listas de PPP (paridade do poder de compra) de diferentes moedas no mundo. Esse cenário não colocaria o balanço de pagamentos em situação mais confortável que os atuais 3,2% do PIB de déficit em transações correntes, e deteriorando rapidamente.

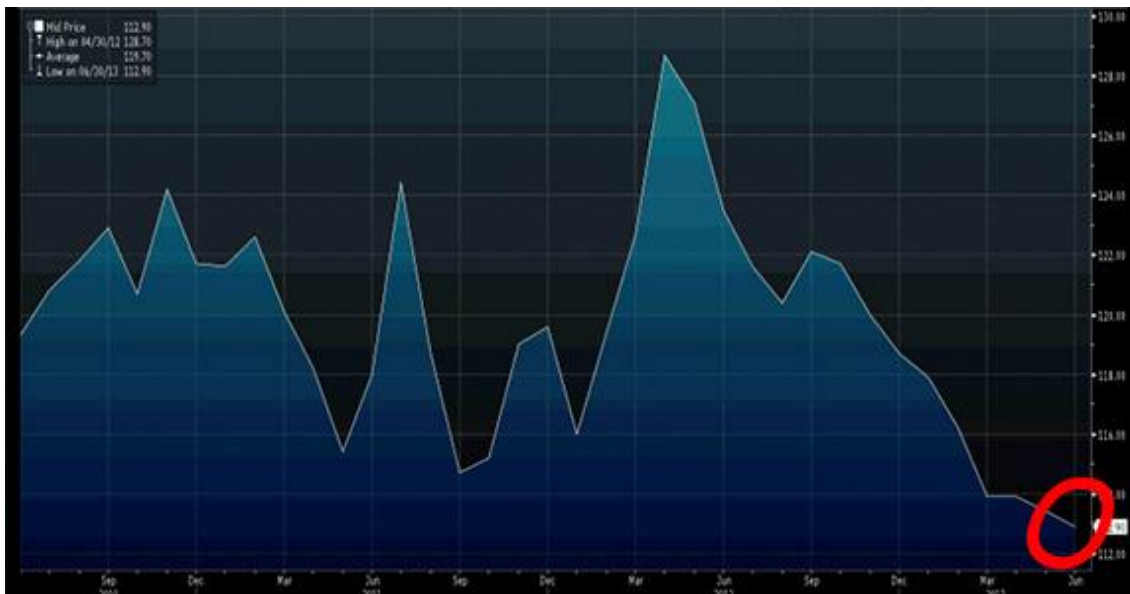


Balança de pagamentos em deterioração e chegando a déficit de 3,2% do PIB



Paridade do poder de compra do Real vs Peso Mexicano de 2008 até hoje. Fonte: Bloomberg.

- 2) As políticas de crédito atingiram claramente um ponto de saturação, especialmente com uma situação fiscal mais apertada.
- 3) O mercado de trabalho está se transformando, os ganhos reais dos salários estão diminuindo e algum aumento no nível de desemprego pode surgir. Nenhuma economia funciona em pleno emprego permanente e o Brasil não é exceção.
- 4) Por último, mas não menos importante, a confiança do consumidor está começando a corroer.



Índice de confiança do consumidor nos últimos 5 anos. Fonte: Bloomberg

Portanto, nossa tese básica é que a taxa de câmbio vai se depreciar ainda mais, o mercado de trabalho vai dar uma afrouxada e o governo será obrigado a reverter um pouco, mesmo a contragosto, algumas de suas políticas. Isso tudo fará com que, ao menos em parte e sem depender da melhora da conjuntura internacional, na qual acreditamos, o valor comece a fluir do consumo de volta para produção. Felizmente, fomos capazes de posicionar o nosso portfólio para a mudança dos tempos que há algum tempo avistamos:

- De nossa carteira, 65% são compostos por empresas que poderiam se beneficiar

significativamente de uma taxa de câmbio brasileira mais fraca (basicamente Braskem, Gerdau e Minerva);

- Nós não temos nenhuma exposição aos varejistas negociados a múltiplos esticados ou cases milagrosos que “garantem proteção” devido a sua exposição unicamente à economia local;
- Estamos short em algumas empresas que julgamos muito caras e em cases levados a mercado no topo do ciclo da bolha de consumo discricionário brasileiro.

O índice de ações brasileiro é um dos que possuem pior desempenho no mundo nos últimos anos. Mas ao contrário, por exemplo, da Grécia, a economia do Brasil não experimentou nenhuma recessão. Então, por que o índice foi tão mal?

A explicação, em nossa opinião, é bastante simples. A economia, de fato, não estava particularmente mal, e logo as receitas das empresas se mantiveram estáveis ou em crescimento. As margens, por outro lado, afundaram. E a razão é muito simples: a já mencionada combinação de uma taxa de câmbio fora do lugar com o mercado de trabalho mais apertado da história econômica local. O custo unitário do trabalho, aliado ao câmbio, reduziu a competitividade da economia local, mesmo em setores onde o Brasil possuía clara vantagem comparativa histórica?

A boa notícia é que rapidamente o modelo adotado pelo governo tem se comprovado completamente equivocado, e sozinho o mercado irá corrigi-lo, mesmo se tiver que ser a reboque do governo. E de fato, tanto a taxa de câmbio como os custos unitários do trabalho estão revertendo suas tendências.

Então, pensamos que a “velha Bovespa” irá de alguma forma necessariamente reemergir. E claro, um investidor no Brasil tem que ser seletivo. Nós sempre teremos um pé atrás quanto a empresas que têm forte influência do governo do Brasil. Simplesmente não acreditamos que seja um bom negócio possuir o governo como sócio. Nunca. Acreditamos em alinhamento de interesses dos acionistas, em empresas que respondam a incentivos capitalistas.

Dito isso, um mercado de trabalho mais fraco e a taxa de câmbio voltando a patamares razoáveis devem ser suficientes para que as margens de muitas empresas brasileiras possam se recuperar rapidamente, mesmo em um país onde o ministro das finanças é colocado à ridículo diariamente por suas próprias afirmações e onde combate à inflação não é lá muito uma prioridade.

Estamos especialmente preocupados com dois setores do Ibovespa:

1) Empresas focadas em consumo. Nós acreditamos que o consumidor brasileiro irá dar uma pisada no freio nos próximos anos e o consumo, sobretudo o mais discricionário, poderá cair de forma um pouco assustadora. O consumidor está começando a notar uma realidade diferente da qual ele acreditava e poderá responder a essa nova percepção quanto ao que o governo estava lhe dizendo que era a verdade.

2) As chamadas “*clean stories*”. Tudo tem um preço, e o preço sendo pago por tudo o que é percebido como “seguro”, “de valor” e “gerador de caixa e de dividendos” já passou do razoável há muito tempo. Logo, nosso portfólio está menos concentrado em empresas que pagam dividendos,

²Não estamos, de forma alguma, advogando intervenção cambial para ajustar a taxa de câmbio. Não acreditamos em intervenções governamentais. Acreditamos que, justamente ao contrário, é a intervenção governamental, principalmente através de gastos elevados, que contribuiu para o nível gritante da taxa de câmbio brasileira.

se comparado ao que historicamente tem sido o caso, e achamos que isso só melhorou a nossa margem de segurança.

| Empresa | Ticker | Preço sobre valor patrimonial |
|--------------------|--------|-------------------------------|
| Gerdau Metalúrgica | GOAU4 | 0,65 |
| Braskem | BRKM5 | 1,56 |
| Lojas Renner | LREN3 | 5,85 |
| Odontoprev | ODPV3 | 6,46 |

Performance

O FIA FCL Equities obteve performance de -5,48% no primeiro semestre, comparando-se favoravelmente à um desempenho de -22,14% do Ibovespa. Obviamente, nossa performance relativamente favorável pode parecer um consolo pequeno diante da enorme queda do índice no semestre, mas aí vem a beleza do investimento em ações: investidores que suportam a volatilidade costumam obter retorno substancialmente superior à renda fixa nesta classe de ativos no longo prazo.

Como dissemos em nossa carta sobre ciclos do mercado acionário, períodos de euforia da bolsa lançam as próprias sementes de períodos subsequentes de desempenho abaixo da média, e períodos ruins trazem neles mesmos os ingredientes para valorizações posteriores. Neste sentido, nossa recomendação para nossos investidores neste momento é não resgatar suas quotas nas depreciadas cotações atuais a não ser por extrema necessidade, uma vez que elas estão, em nossa opinião, com um dos mais significativos potenciais de valorização de nossa história.

Do dia 3 de abril de 2007 ao dia 30 de junho de 2013 nossas quotas passaram do valor de 1 para 2,7805, enquanto o Ibovespa andou quase de lado, de 46.288 para 47.457 pontos. Se fizermos uma regra de 3 simples com a cotação do Ibovespa em 3 de abril de 2007, data de abertura de nosso clube, para cota 1 chegaríamos a uma cota de 1,0252 no dia 30 de junho de 2013.

Dito de outra forma, quase 100% de nossa apreciação neste período de mais de 6 anos foi alfa puro, sem ajuda alguma do índice. Estamos confiantes que teremos épocas mais favoráveis ao investimento em ações no Brasil, e pretendemos colher os frutos destes períodos futuros.

