

FCL*Capital*

Fevereiro 2014

www.fclcapital.com

Correlação e a Maldição da Liquidez

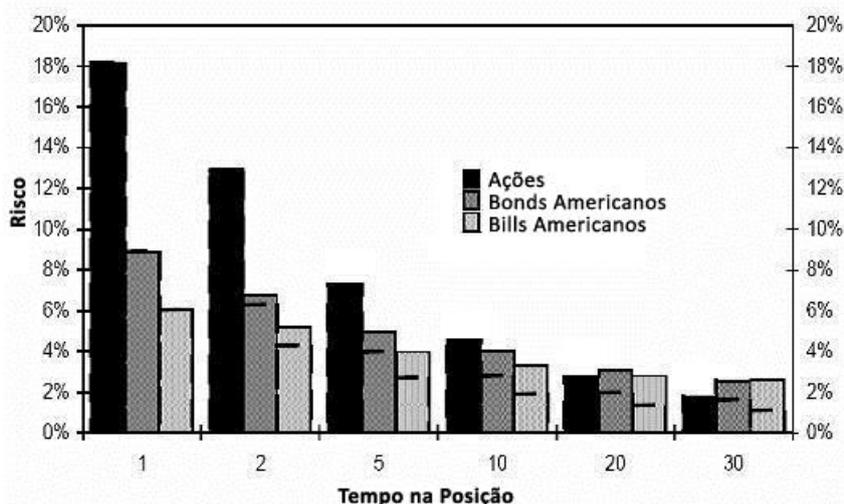
Liquidez é uma coisa boa. Mantendo tudo mais constante, a capacidade de vender um ativo rapidamente, seja ele uma casa, uma empresa, ou uma ação, significa que o risco de possuí-lo é menor, e, portanto, um investidor racional deveria exigir para ele um retorno menor do que o de um ativo menos líquido, com tudo mais idêntico. Isso é inquestionável. Mas como em muita coisa, quando se trata de interações humanas, o simples e inquestionável as vezes se torna complexo.

Como os nossos leitores de longa data sabem, temos uma profunda admiração por Warren Buffett e Charles Munger, os investidores por trás da Berkshire Hathaway. As cartas anuais da Berkshire têm sido leitura obrigatória para a equipe da FCL. Há um trecho em seu novo relatório anual que julgamos particularmente útil diante da volatilidade atual do mercado acionário brasileiro. Buffett conta a história de uma fazenda que comprou em 1986. Ele fez cálculos razoavelmente simples sobre o custo total da fazenda e como os preços do milho tenderiam a subir no longo prazo, e concluiu que ele poderia esperar retornos médios acima de 10% ao ano, o que se mostrou uma estimativa correta.

O fato interessante é que ao longo dessas décadas, o preço da terra no meio oeste dos EUA tem oscilado de forma muito mais dramática do que os retornos previsíveis de Buffett, e os preços das ações de empresas agrícolas - pedaços de empresas que possuem propriedades agrícolas, justamente como a de Buffett - oscilaram de forma ainda mais espetacular. É claro, os retornos dos três (a propriedade do Buffett, terras e ações) será muito semelhante no final das contas - o retorno dos ativos que você possui determina como as coisas vão acabar no final das contas, é claro - mas o meio da estrada vai ser muito diferente entre essas três alternativas.

O fato é que há uma grande confusão, até mesmo entre investidores profissionais, entre volatilidade e risco. Volatilidade é quanto o preço de seus ativos pode oscilar para cima e para baixo no curto prazo. Risco, por outro lado, é a possibilidade do poder de compra de seus ativos diminuir no longo prazo.

Se a pergunta for qual dos dois ativos é mais volátil, renda fixa ou ações, claro que a resposta correta será a segunda opção, já que a possibilidade de variação em termos nominais no valor de um portfólio é muito maior no caso de ações do que no caso dos bonds. Mas como Jeremy Siegel em seu clássico livro "Stocks for the Long Run" ("Ações para o Longo Prazo") tem mostrado, a alternativa de investimento menos arriscada para o longo prazo, acredite ou não, são as ações.



Fonte: "Stocks for the Long Run" de Jeremy Siegel.

Suponha que eu tenha obrigações ou outros títulos de renda fixa contra o governo de qualquer país. Deixando de lado a possibilidade trágica de um default, eu certamente receberei de volta, com algum retorno nominal adicional, meu dinheiro. Mas se o seu portfólio pessoal é fortemente concentrado em títulos de renda fixa, no longo prazo o dinheiro vai subir em termos nominais, mas vai cair em termos de paridade de poder de compra, porque o retorno da renda fixa é muitas vezes menor do que até mesmo a taxa de inflação em qualquer país desenvolvido, e estamos caminhando para esta direção no Brasil também.

Isso parece realmente paradoxal: um investidor de renda fixa vai ganhar dinheiro a cada ano, ao contrário de um investidor de ações, mas depois de uma ou duas décadas, ele vai ter menos dinheiro em termos de poder de compra que o investidor de ações que terá de enfrentar um percurso muito mais acidentado. Logo, a “paz de espírito” que a renda fixa compra tem certamente um preço bastante alto.

Bill Gross, CEO da Pimco e um homem que entende de renda fixa tanto quanto qualquer outro no mundo, tem uma metáfora perfeita: “se você jogar um sapo em uma panela fervendo, ele vai saltar fora e salvar sua vida. Por outro lado, se você joga um sapo em água morna e muito lentamente começar a ferve-la, ele não vai notar o perigo e morrerá. Os investidores de renda fixa precisam ter muito cuidado para não deixar a ilusão de retornos nominais - ao contrário de retornos reais - guiarem suas ações, pois correm o risco de estarem sendo lentamente cozinhados pela inflação no longo prazo, assim como o pobre sapo do exemplo de Bill Gross.

As ações são ativos inegavelmente voláteis. Liquidez às vezes leva as pessoas à hiperatividade, principalmente quando elas estão nervosas. Logo, muitas vezes a liquidez, que como vimos é uma coisa boa, pode também levar investidores a fazer coisas estúpidas. O mesmo não ocorre em algumas outras classes de ativos.

Como as pessoas não fazem ideia da variação no preço de, digamos, um imóvel que elas possuam, um certo dia elas acabam concluindo que o preço dos imóveis não variou, e como o preço é estável, imóveis não são “arriscados”. Ou seja, elas confundem iliquidez com segurança. Mas as ações possuem uma vantagem fundamental no longo prazo¹: eles são direitos sobre ativos produtivos reais. Afinal, elas são, no final das contas, partes de empresas.

Embora muita tinta seja gasta discutindo proteção da inflação com portfólio acionário, o fato é que boas empresas no longo prazo geralmente são capazes de repassar o aumento dos custos para os seus clientes e assim suas ações conseguem superar a inflação em longos períodos de tempo.

Em períodos de tempo longos, a inflação moderada que vai corroendo o poder de compra de um portfólio é um assunto fundamental. Como o exemplo da fazenda de Buffett mostrou, se um investidor tem o cuidado de comprar participações em boas empresas a preços razoáveis e que manterão boas posições competitivas, ele provavelmente vai obter retornos satisfatórios.

Por que ações são tão voláteis? Basicamente, porque os investidores não querem perder dinheiro no curto prazo, muito pelo contrário. Como consequência, as opiniões, novos fatos macroeconômicos e principalmente as emoções fazem o valor das empresas listadas no mercado de ações oscilar muito mais do que os fundamentos.

¹ Até imóveis não são verdadeiramente ativos produtivos. Diferente de empresas, tais ativos se depreciam no longo prazo.

Isso cria oportunidades para os investidores de valor de longo prazo, como nós, e é por isso que acreditamos que nossos investidores precisam entender a nossa estratégia e perceber que as flutuações de curto prazo são parte do jogo.

Portanto, assim tem sido desde o início dos mercados acionários. Existem ciclos e às vezes as pessoas estão eufóricas (medo generalizado de ficar de fora da alta) e às vezes assustadas (medo generalizado de perder dinheiro). Howard Marks descreveu perfeitamente as seis fases dos mercados de capitais:

1. Alguns investidores inteligentes começam a acreditar que as coisas vão melhorar, ou pelo menos parar de piorar;
2. A maioria dos investidores percebe que a melhora está realmente em andamento;
3. Todo mundo passa a ter certeza de que as coisas só vão melhorar para sempre - as ações atingem altas históricas;
4. Alguns poucos investidores inteligentes percebem que nos próximos anos as coisas podem piorar, ou pelo menos parar de melhorar;
5. A maioria dos investidores percebe que as coisas vão realmente ficar pior;
6. Todo mundo passa a ter certeza de que as coisas só podem piorar para sempre - ações atingem mínimas de vários anos e surgem grandes oportunidades de compra.

E voltamos para a fase 1. Nos últimos 12 meses, temos ficado cada vez mais certos de que em relação ao mercado de ações brasileiro, atualmente estamos entre as fases 6 e 1.

Sigmund Freud, em um de seus ensaios mais brilhantes, discutiu o tema da felicidade. Felicidade, escreveu ele, é necessariamente uma coisa momentânea: as coisas boas acontecem e em seguida as pessoas ficam felizes.

Após pouco tempo, porém, estas boas notícias se tornam um novo ponto de partida do qual as pessoas querem mais. Aquelas boas notícias já estão incorporadas, ou já estão, usando termos financeiros, “no preço”. Logo, boas notícias adicionais são necessárias para manter as pessoas felizes e a óbvia consequência é que eventualmente essa escalada torna-se cada vez mais impossível. E o mesmo ciclo necessariamente finito ocorre no sentido contrário.

A consequência: não é tanto o que acontece com você que determina sua felicidade, mas sim a equação realidade menos expectativas. Se a realidade, seja qual for, é melhor do que a expectativa (e as expectativas também se movem ao longo do tempo), a felicidade irá ocorrer.

Poderíamos fazer um paralelo entre o ensaio de Freud e os ciclos do mercado acionário. A percepção do desempenho de uma ação é determinada principalmente pelo ponto de partida em que um investidor a observa.

Alguns são levados a acreditar que um bom desempenho no mercado acionário ocorrerá se boas notícias macroeconômicas surgirem, quando na verdade esta relação nunca existiu; Boas notícias econômicas já podem estar no preço, enquanto uma notícia terrível fará o mercado subir contanto que ela seja melhor do que os investidores esperavam.

Logo, as pessoas pensam sobre o futuro com expectativas diferentes em momentos diferentes, e essas expectativas irão determinar o futuro do mercado. Neste sentido, ao contrário do senso comum, o

pessimismo e o medo são os ingredientes necessários para posteriores altas do mercado acionário, pois assim surgem excelentes oportunidades de investimento.

No final, a reversão à média é uma força da natureza, e ser um investidor contrário, contra cíclico, temeroso no momento de euforia e ganancioso nas baixas, é apostar na reversão à média.

Um dos melhores conselhos práticos para os investidores de ações, como nós mesmos, seria olhar todos os dias para o espelho e repetir muitas vezes: "O crescimento econômico não determina os retornos do mercado de ações".

O mercado é uma máquina de desconto e vai descontar um cenário que ele vê pela frente, corretamente ou não. E é incrível como as coisas mudam, especialmente em mercados emergentes como o Brasil. Em 2007 nós éramos o futuro, a salvação em uma economia mundial em crise. Mas, com o mesmo partido político no poder, uma política econômica que, sejamos sinceros, era quase tão ruim quanto a atual, merecíamos nas mentes dos investidores internacionais um grande prêmio sobre os mercados acionários de países desenvolvidos.

Já em 2014, por outro lado, o mercado brasileiro está sendo negociado com os múltiplos mais baratos da última década, a não ser por um breve período no auge da crise internacional de 2008. Dito de outra forma, isso significa que nas mentes da comunidade internacional de investimentos, o mercado de ações brasileiro merece o mesmo nível de desconto sobre os pares internacionais que recebia em 2004, quando o Novo Mercado tinha duas empresas e não 120 empresas, quando uma empresa listada na Bovespa possuir Tag Along era uma raridade, e quando a China mal tinha entrado na Organização Mundial do Comércio, mudando para sempre a economia mundial.

Evolução do múltiplo Preço/Receita, últimos 10 anos



Fonte: Bloomberg.

Acreditamos que os investidores estão colocando um desconto injustificado e, portanto, estamos mais otimistas com o mercado acionário brasileiro do que em qualquer outro momento em muitos anos. Um fato curioso: as histórias sempre mudam e se adequam para justificar a atual fase de euforia ou medo.

Em 2007, nós merecíamos múltiplos elevados porque O Brasil iria crescer mais do que os mercados desenvolvidos (uma tese que se mostrou correta). Agora, nós merecemos múltiplos mais baixos, porque nós temos uma política econômica ruim (uma observação que já era obviamente verdadeira na época). Investidores sempre criaram um quadro de racionalização para justificar as suas emoções².

Evolução do múltiplo Preço/Valor Patrimonial, Últimos 10 anos



Nós não estamos dizendo que a economia do Brasil vai crescer rapidamente nos próximos anos. O que estamos afirmando é que esta não é uma condição necessária, uma vez que não há relação entre crescimento e retornos acionários. Ou melhor, não da forma que todos pensam haver, na verdade, segundo as pesquisas acadêmicas³ mais recentes, parece sim haver, embora ela seja ligeiramente negativa, provavelmente porque os investidores dão um múltiplo mais elevado para países onde se espera um crescimento econômico mais elevado no futuro. Assim, voltamos mais uma vez para o conceito Freudiano de pontos de partida.

Esta casa acredita sim que no longo prazo os mercados emergentes oferecem as melhores oportunidades de investimento no mercado acionário, mas por um motivo totalmente diferente: são mercados menos eficientes do que seus pares desenvolvidos e logo melhores oportunidades de investimento normalmente estão à disposição.

E pode haver mais: um ambiente com baixo crescimento frustra potenciais entrantes e diminui o risco de aumentar demais a capacidade produtiva e a concorrência em muitos setores. Projetos mirabolantes de expansão costumam ser engavetados. O caixa passa a ser mais bem tratado. É um período onde as fraquezas costumam ser expostas e eliminadas.

Um ambiente de baixo crescimento econômico, no final, não é uma coisa terrível para investimentos acionários. O que machuca os retornos é basicamente o medo do crescimento mais baixo e não o crescimento em si. A não ser que estejamos, é claro, falando de uma depressão e mesmo assim, é impressionante a quantidade de fortunas e incríveis novas empresas que surgiram nos EUA na década de 1930.

²<http://video.ft.com/3127436212001/Emerging-opportunities/Markets>

³<http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21596533-past-economic-growth-does-not-predict-future-stockmarket-returns-growth-paradox>

Performance dos Índices, 2010 - 2014 YTD



Correlação

Por fim, vamos também visitar o tópico da correlação. Uma vez que percebemos que o mercado se move em ciclos que dependem basicamente de seu ponto de partida, uma nova anomalia também merece atenção. No longo prazo, obviamente, o retorno de cada ação do mercado vai depender de quão bem cada empresa (lembre-se, as ações são partes de empresas) vai se sair.

No curto prazo, os investidores, incluindo investidores profissionais, têm uma tendência irritante de se referir ao mercado de ações como “o mercado” ou “a bolsa”, quando evidentemente querem se referir ao índice de cada país. Isto é compreensível, uma vez que as ações em mercados emergentes no curto prazo realmente possuem alta correlação umas com as outras e tendem a se mover juntas, para cima ou para baixo.

Isso não deveria ser verdade. Suponha que nós fundemos uma empresa agrícola. Assim, compramos nossa primeira fazenda, depois uma segunda, depois uma terceira, e um belo dia, abrimos nosso capital na bolsa de valores. Obviamente, muitos fatores macroeconômicos podem influenciar o nosso negócio: o preço de commodities como soja e milho, taxas de câmbio, o preço da mão de obra, etc. Mas por que afinal nossas ações deveriam variar a cada dia, subindo e caindo quase em sincronia com o preço de, digamos, uma companhia de mineração ou uma varejista?

A resposta é que não deveria e isso só acontece porque os investidores leem os mesmos jornais e tendem a tornarem-se otimistas ou pessimistas ao mesmo tempo. Isso é um pouco verdadeiro em um mercado mais desenvolvido como os EUA, mas é especialmente verdadeiro em um mercado como o Brasil onde o capital marginal é externo e pode bater em retirada com velocidade. No longo prazo, é claro, cada empresa terá um resultado diferente e, portanto, suas ações também, mas a curto prazo, ou seja, um dia, um mês e um ou dois anos, as diferentes ações tenderão a se mover juntas.

Agora as coisas se tornam interessantes: A correlação, ou seja, o grau de quanto às ações tendem a se mover juntas, também muda ao longo do tempo. Normalmente, durante momentos de pânico, a correlação dispara, já que os investidores querem bater em retirada e simplesmente vendem tudo quase que a qualquer preço. Nestes dias, leremos no jornal que “o mercado despencou” e isso pode parecer uma

coisa ruim, mas é na verdade um ingrediente necessário para que investidores de valor de longo prazo, como esta casa, possam achar discrepâncias entre preço e valor intrínseco.

Logo, sempre viveremos como um faca de dois gumes: em momentos de baixa, o mercado irá cair assim como nossas quotas, apesar de que lutaremos para que estas caiam menos que o mercado, mas em compensação provavelmente seremos capazes de identificar ótimas oportunidades que explicarão nossos retornos quando o ciclo se reverter. Já em momentos de alta, o mercado irá subir, se desempenharmos bem nosso trabalho, então subiremos mais que o mercado, mesmo que as oportunidades de investimento neste período se tornem menos óbvias. Nestes períodos os investidores costumam ser mais capazes de perceber que uma companhia agrícola não é uma mineradora, e estas duas não são a mesma coisa que uma varejista.

E assim, os pontos de partida mudam com o tempo, a correlação sobe e cai e com elas as oportunidades óbvias de mercado. O mercado acionário sobe no longo prazo - como deveria ser, uma vez que o PIB nominal também sobe no longo prazo e os múltiplos não podem cair para menos que zero - mas ele também exibirá oscilações dramáticas no curto prazo.

Alguns investidores serão capazes de se aproveitar destas oscilações exibindo capacidade de identificar oportunidades específicas, e com elas bater o mercado. Mas esteja avisado: estes investidores são uma espécie rara, períodos de ganância e medo (e todas as emoções entre eles) vão sempre se alternar, perpetuando assim o ciclo dos mercados financeiros.

Sobre a FCL Capital

A FCL Capital é uma gestora de recursos sediada no Rio de Janeiro, cujo objetivo é maximizar o retorno de seus investidores. A FCL tem como nicho principal, mas não exclusivo, investimentos em empresas abertas, listadas em bolsa de valores (posições compradas e vendidas nos mercados acionários). Para saber mais sobre nosso trabalho, entre em contato conosco ou acesse nosso website: www.fclcapital.com.

Relacionamento com Investidores

Felipe Marcondes

felipe.marcondes@fclcapital.com

info@fclcapital.com

Avenida das Américas, 500 - Bloco 3

Sala 125

Rio de Janeiro / RJ - Brasil

CEP: 22640-100

Telefone: (55) (21) 3268-7918

www.fclcapital.com

Auditoria



Custódia



Bradesco

Regulamentação



Administração e Distribuição



BNY MELLON

Advertência jurídica: Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações almejando dar transparência aos nossos investidores e não deve ser entendida como uma oferta de venda do clube de investimentos FCL Capital ou de qualquer valor mobiliário nela citada. As opiniões e estimativas citadas nesta carta são considerações feitas até o momento da publicação e podem mudar sem nenhum anúncio ou aviso prévio. Performance passada não é garantia de performance futura. Fundos de investimentos não possuem garantia de seu administrador, do gestor, ou qualquer mecanismo de seguro de fundos. As performances exibidas são sempre líquidas de taxas de administração e performance, mas não do imposto de renda devido pelos cotistas. Para maiores informações favor acessar o Portal Educação Financeira da ANBIMA "Como Investir" (www.comoinvestir.com.br)