

# FCL*Capital*

Agosto | 2014

## **Taxas de Câmbio, Mandato e Disciplina**

O delicado equilíbrio que consiste em buscar vantagem competitiva através de uma estrutura organizacional robusta, mantendo uma estrita disciplina e foco em nossa estratégia de investimento é e sempre será uma das nossas obsessões. Portanto, ter investidores de longo prazo alinhados com a nossa filosofia, junto com um mandato mais flexível é um meio para esse fim. Mesmo que isso signifique negar novos investimentos quando estes não estão alinhados. O objetivo final é procurar discrepâncias significativas entre preço e valor em lugares negligenciados pelo mercado.

Considerações macro como a taxas de juros, taxas de câmbio ou mesmo um único ano de crescimento do PIB só nos interessam quando têm um impacto em uma de nossas ideias de investimento. Dito isso, ao longo dos últimos dois anos, ficamos cada vez mais convencidos de que um dos maiores erros de precificação que ocorrem hoje em dia no mercado brasileiro e, portanto, uma das melhores oportunidades de risco/retorno a serem arbitradas pelos investidores vem do nível da moeda brasileiro.

De acordo com praticamente qualquer métrica possível, o real parece grosseiramente sobrevalorizado em relação à maioria das outras moedas, principalmente o dólar e o peso mexicano. Antes de afirmar as nossas razões para essa convicção, vale dizer que vamos lidar com esse desequilíbrio nos mantendo dentro do nosso mandato, que é encontrar ações subvalorizadas nos baseando em análise de empresa por empresa e não especular nos mercados de câmbio ou futuros.

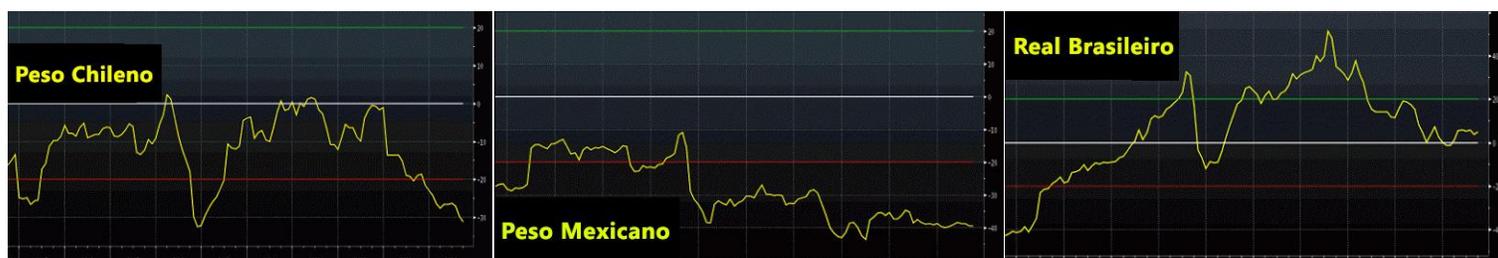
Dito isto, existem pelo menos duas maneiras para se demonstrar o quão longe de qualquer valor razoável o real chegou. A maneira elegante, com modelos e gráficos mapeados com base em econometria e a maneira simples, o bom senso. Vamos começar pelo modelo elegante:

### **1,1) PPP - Um *Outlier* Claro**

Desde que a revista The Economist começou a publicar o seu famoso "Índice Big Mac" há mais de uma década, mais atenção tem sido dada

à ideia de paridade de poder de compra, que significa simplesmente que os bens e serviços devem custar mais ou menos o mesmo, depois de convertidos de uma moeda para outra. Sempre que os bens e serviços de um país se parecem muito caros, sua moeda pode estar supervalorizada.

No entanto, os defensores desta teoria sempre notaram que esta regra não é absoluta. Bens, e especialmente serviços, devem ser mais caros, digamos, na Suíça do que na Tailândia. Portanto, para que a teoria faça algum sentido, países muito ricos devem ter moedas "caras" e os países emergentes e de baixa renda, mais baratas.



PPP do Peso Chileno, PPP do Peso Mexicano, e PPP do Real Brasileiro contra a PPP do Dólar Americano.

Uma rápida olhada no gráfico acima, tirado de um terminal Bloomberg, mostra o Real como um *outlier* claro. Está mais barato apenas do que as moedas de países muito ricos, como a Noruega ou a Suíça, que são sete vezes e cinco vezes, respectivamente, mais ricos do que o Brasil em uma base per capita, e quase em paridade com o dólar americano, também cinco vezes mais rico do que o Brasil em uma base per capita. Está mais caro do que o euro.

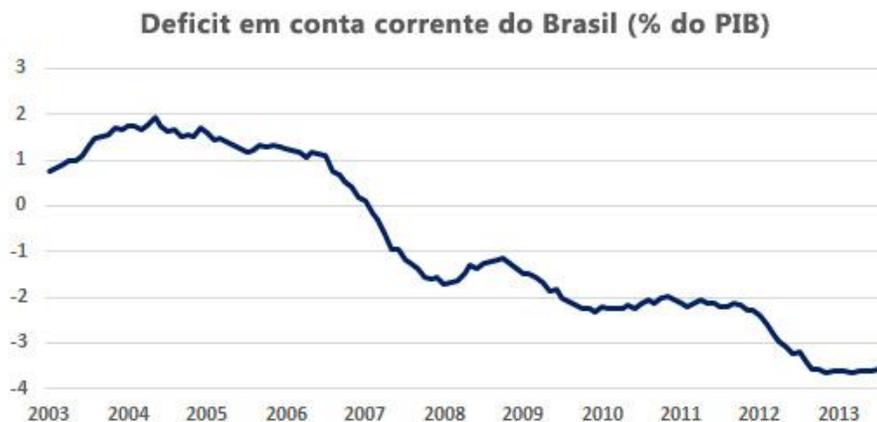
Enquanto isso, as moedas chilena e mexicana, ambas emitidas por países mais ricos do que o Brasil em uma base per capita estão 30% e 40%, respectivamente, subvalorizadas se comparadas ao dólar norte-americano, em torno do nível, nós suspeitamos, que o real deveria ser negociado.

## 1.2) Balança Comercial



Um gráfico que vale por mil palavras. O Brasil na década passada viu superávits comerciais significativos, ajudados por uma moeda relativamente depreciada - note que o nível nominal de câmbio não importa, mas o nível real ajustado à inflação - e por altos preços de commodities. Hoje em dia, essa realidade se foi e o Brasil provavelmente vai acabar 2014 com um excedente insignificante.

## 1.3) Saldo em Conta Corrente



Ninguém sabe o nível exato no qual um país não é mais capaz de financiar suas operações com o resto do mundo, porque este nível depende de muitos fatores específicos. Mas, em qualquer cenário, um déficit em conta corrente que já passou de 3,5% em relação ao PIB e ainda está piorando é motivo de preocupação. Um nível mais baixo de taxa de câmbio é a solução óbvia e parece quase inevitável para nós.

## 1.4) Preços das Commodities

Todo mundo sabe que a ascensão econômica da China teve um efeito indireto sobre a taxa de câmbio do Real, empurrando para cima os preços das commodities a níveis sem precedentes. Como o Brasil tem uma pauta de exportação pesada em commodities, com minério de ferro, açúcar e soja juntos representando 30% do total de suas exportações, é claro que sofrerá um grande impacto com a mudança de dinâmica que a China deve experimentar na próxima década.

O crescimento do consumo pessoal e a menor ênfase no investimento (o que reduz as importações de minério de ferro e aço) terão um impacto nos preços das commodities globais, podendo contribuir indiretamente para desvalorizar a moeda brasileira.



## 1.5) Fatores Artificiais - Diferencial nas Taxas de Juros e Swaps do BCB

Se parece tão claro que a moeda brasileira está grosseiramente sobrevalorizada, por que ela continua assim? Existem duas respostas diretas: diferenciais nas taxas de juros, com os chamados Bancos Centrais G-4<sup>1</sup>, assim como os programas de swaps postos em prática pelo Banco Central do Brasil, que estão mantendo artificialmente a moeda brasileira em sua gama atual de R\$ 2,25 - 2,30 por dólar.

Os dois fatores são certamente temporários. Entre os quatro bancos centrais principais do mundo rico, só o BCE ainda está afrouxando a sua política e pode embarcar em uma rodada sem precedentes de

<sup>1</sup> Os quatro principais bancos centrais do primeiro mundo: o Fed dos EUA, o Banco Central Europeu, o Banco Central japonês e o Banco Central britânico.

*quantitative easing*. A maioria dos economistas esperam que o FED deva terminar seu programa de *quantitative easing* até o final de 2014 e muitos já estão esperando um aumento de taxa no primeiro semestre de 2015. O banco central britânico está ainda à frente em termos de normalizar sua política. Enquanto isso, o programa brasileiro de swap do Banco Central tem os seus limites e ninguém espera que dure muito mais tempo após as eleições deste ano.

## 2) Evidências Anedóticas

Mesmo sem a ajuda de modelos econométricos e gráficos, qualquer pessoa pode atestar que existem realidades bizarras na sociedade brasileira: de imóveis que estão mais caros que em Londres ou Nova York (!)<sup>2</sup>, para alguns dos restaurantes mais caros do mundo (com apenas qualidade razoável), até a reclamação comum feita por qualquer empresário sério de que, exceto o agronegócio, não há uma única indústria onde o Brasil possa competir com resto do mundo, já que os custos aqui são muito mais elevados.

Um hábito típico da classe média brasileira é o de invadir shoppings na Flórida, o que em nossa opinião é um claro sintoma de doença econômica. Nenhum país normal deveria ser tão proibitivamente caro que seu cidadão médio sonharia em voar oito horas para um país rico para ser capaz de comprar bens decentes a preços justos.

Podemos ajustar o Brasil por qualquer métrica que quisermos, como o PIB, poder de compra, etc., e ainda é louco que este país sozinho represente 70% das vendas brutas feitas em alguns shoppings da Flórida, como é o caso. Por que não são turistas do México, digamos, invadindo shoppings no exterior como brasileiros? Eles estão muito mais perto da Flórida do que os brasileiros. A resposta, claro, é a necessidade: eles não vivem em um país absurdamente caro como os brasileiros.

Evidentemente, nem todos os custos elevados encontrados no Brasil são devido à sua taxa de câmbio sobrevalorizada. O famoso "custo Brasil" está muito vivo e prospera, basta lembrar dos altos impostos e da burocracia louca que faz importações serem caras e difíceis<sup>3</sup>, mas

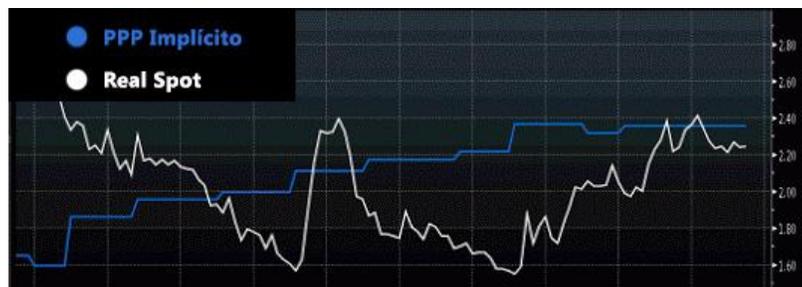
---

<sup>2</sup> <http://www.estamosricos.com.br/2014/01/chuck-norris-x-vila-madalena.html>

<http://showmetech.band.uol.com.br/viajar-comprar-playstation-4-miami-barato-comprar-brasil/>

<sup>3</sup> Como o Brasil é, infelizmente, uma economia um pouco mais fechada, com impostos muito altos de importação, os consumidores brasileiros não podem fazer uma substituição adequada de produtos nacionais caros por outros mais baratos importados.

estamos convencidos de que a taxa de câmbio sobrevalorizada desempenha um duplo papel, fazendo produtos Brasileiros serem caros demais e a viagem ao exterior mais barata do que deveria.



## Carteira Dolarizada

O aumento do dólar em relação ao real é uma das melhores apostas em relação a risco/retorno que podemos pensar no momento. Por outro lado, como dissemos no início de nossa carta, não importa o quão convencidos estejamos em um evento ou cenário macro específico, devemos nos ater ao nosso mandato e ser disciplinados. Nós não poderíamos agir de outra maneira, já que nossos investidores naturalmente esperam previsibilidade, foco e transparência.

Como costumamos dizer, uma das belezas de investir em ações é que um investidor pode construir posições e apostas direcionais para quase qualquer ocorrência macro através de seleção de ações. Por exemplo, qualquer investidor pode apostar em uma subida ou descida das taxas de juro (possivelmente através de posições em bancos ou companhias de seguros), commodities (comprando, por exemplo, uma mineradora de ouro ou cobre), os preços dos imóveis (por meio de ações de corretores de imóveis ou construtoras), taxas de câmbio (importadores e exportadores), e assim por diante. Isto é, em nossa opinião, uma das vantagens mais subapreciadas de investimento de ações.

Na FCL, gostamos de pensar em nosso portfólio como se fosse uma única empresa, com suas diferentes participações como partes desta grande empresa. De acordo com nossos cálculos, pelo menos 70% das receitas da nossa carteira (grande empresa) são em dólares ou em outras moedas do mundo rico. Mas, isso é só o começo da história.

Voltando ao caso da mineradora de ouro, é razoável esperar que, na maioria dos casos, haja alguma "alavancagem" na tese, já que se o preço do ouro sobe, digamos 10%, provavelmente um mineradora de ouro puro vai subir mais do que isso, uma vez que os custos praticamente permanecem os mesmos, tornando as margens da empresa superiores. Da mesma forma, algumas empresas específicas cuidadosamente selecionadas na bolsa de valores brasileira poderiam ver seus ganhos subindo proporcionalmente muito mais do que um eventual 20% ou 30% de aumento do dólar, uma vez que têm receita em moeda americana e custos na brasileira. Suas margens aumentariam exponencialmente.

Abaixo, você encontrará uma tabela muito superficial e resumida de alguns de nossos investimentos e sua situação depois de eventual desvalorização da taxa de câmbio:

## **Minerva**

- 70% de sua produção é exportada com receita em dólares americanos.
- Sua dívida é *hedged*, portanto, uma eventual alta da moeda norte-americana não deve apenas manter o poder de compra de seus investidores, mas apresentar uma assimetria positiva.
- Suas receitas devem subir muito mais do que seus custos, portanto, a geração de caixa da empresa deve subir muito mais proporcionalmente do que qualquer queda na moeda brasileira.

## **Braskem**

- 100% de suas receitas, incluindo as suas vendas a clientes brasileiros são referenciadas em dólar.
- A empresa também tem projetos no exterior e compete com as importações - adicionando mais uma camada de assimetria favorável no caso de uma desvalorização da moeda devido à concorrência com as importações.
- Além disso, apenas 70% dos custos são em dólares, portanto, qualquer aumento do dólar deve melhorar consideravelmente as perspectivas da empresa.

## **Gerdau**

- Provavelmente o caso mais assimétrico em nosso portfólio. Metade de sua produção está fora do Brasil, portanto, quando convertido para reais, o lucro da empresa deve subir automaticamente, em termos nominais.
- Sua produção interna compete com as importações que estão entrando no mercado brasileiro mais baratas (em grande parte devido à taxa de câmbio sobrevalorizada no Brasil) e as suas exportações das usinas brasileiras têm sofrido nos últimos anos.
- Segundo nossos cálculos e estudos anteriores realizados por terceiros, um aumento de 1% na moeda americana contra a brasileira, deve impactar positivamente a geração global de caixa da empresa em 4%, fazendo dela um dos casos mais favoravelmente assimétricos no universo do mercado acionário brasileiro, em caso de desvalorização do Real.

## **BTG Pactual**

- Apesar de parecer que o lucro do banco não deve ser afetado por movimentos de moedas (além de apostas das mesas de câmbio do banco, o que não é o foco deste estudo), é importante notar que o BTG está passando por um importante processo de internacionalização, com as recentes aquisições de instituições como Celfin no Chile e Serasin na Suíça. Portanto, embora o BTG não divulgue a fração exata de seus lucros que é obtida fora do Brasil, é razoável estimar que um percentual importante seja em moedas fortes.
- BTG é, de longe, o banco brasileiro mais internacionalizado (em percentagem do total de ativos, o Itaú está muito atrás) e candidato do Brasil com maior probabilidade de ser global. Assim, também parece razoável para nós esperar que uma porcentagem ainda maior de suas receitas no futuro gradualmente venha de moedas do G-7.

## **Log-In Logística**

- Embora muitas vezes a Log In Logística seja vista como uma empresa que pode sofrer em caso de uma maxi-desvalorização do real, devido aos seus custos de combustível que são principalmente referenciados em dólares americanos, é importante notar que o objetivo da companhia é ser a melhor solução logística para as empresas industriais no Brasil.

- O advento de uma taxa de câmbio mais fraca certamente impactaria favoravelmente a produção industrial do Brasil, mesmo que este seja um cálculo muito difícil de se fazer, supomos que a desvalorização seja benéfica para a empresa no longo prazo.

Com essas explicações, cabe um lembrete importante: Os aspectos mais importantes para nós são ainda a qualidade e integridade da gestão, as perspectivas individuais dos negócios e a *valuation* em que somos capazes de entrar como sócios da empresa. Apesar de não concordarmos com a separação entre *bottom-up*, e *top-down*, sempre preferimos uma abordagem única e holística, o ambiente macro raramente é o ponto principal de nossas considerações.

Como temos dito aos nossos clientes, sempre construímos uma carteira por um período de tempo mais longo do que um ciclo eleitoral ou um evento macro específico e, portanto, nunca iríamos fazer um investimento por causa de um evento. Nós gostamos de "testar", pelo menos hipoteticamente, nosso portfólio em diferentes cenários. Já que dissemos na carta do mês passado que pensamos que nosso portfólio iria bem com uma desvalorização cambial, usamos esta carta para explicar o porquê para os nossos investidores.

No próximo mês, vamos discutir porque achamos que alguns investimentos de renda fixa podem não ser tão seguros para os investidores com horizonte de tempo secular como muitos supõem e porque achamos que a seleção de ações específicas pode apresentar algumas das melhores oportunidades para os investidores de longo prazo.

Achamos que muitos investidores estão confundindo risco com a volatilidade. O primeira é a possibilidade de se ter um poder aquisitivo menor no futuro. O segundo significa a variabilidade dos retornos em um determinado período, como um ano civil.

Uma vez que esta casa tem uma perspectiva secular e se esforça para manter o poder de compra dos seus investidores, nos sentimos confortáveis com desempenhos baixos se comparados aos benchmarks em períodos curtos se o *trade-off* for retornos absolutos superiores e mais visíveis a longo prazo.

Como dissemos na carta do mês passado, não pensamos que possuímos qualquer conhecimento superior em relação ao resultado

das eleições no Brasil. Temos, portanto uma carteira "agnóstica" ao cenário eleitoral: não temos opções fora do dinheiro na Petrobras ou qualquer coisa desse tipo. Temos dito que, se a atual administração perder o seu emprego (como qualquer pessoa em sã consciência espera que aconteça), a nossa carteira deverá ir muito bem, embora provavelmente ainda perca para o Ibovespa.

Por outro lado, se a atual administração atual ganhar as eleições, achamos que estamos muito bem posicionados para superar o mercado em termos relativos (já que mantemos empresas baratas, defensivas com receita em moedas fortes), mas a nossa carteira não irá tão bem em termos absolutos.

O mês de agosto parece ter confirmado nossa tese. Com o aumento das esperanças da oposição, nossas ações se valorizaram mais de 7% no mês, ainda assim perdendo para o Ibovespa por dois pontos. Vale considerar que o índice é fortemente dependente da Petrobras e de outras grandes empresas, que certamente vão subir rápido e primeiro em caso de *bull-market*<sup>4</sup>. Para o longo prazo, continuamos confiantes de que não poderíamos estar mais bem posicionados do que estamos agora.

---

<sup>4</sup> Em um típico *bull market*, *small caps* demoram mais do que as *large caps* para subir, mas sobem com mais intensidade quando isso acontece.