

# FCL*Capital*

Outubro | 2014

## **Eleições, Performance e Cenário - Um Quadro para os Próximos Anos**

Fundada em 2007, a FCL Capital é uma empresa muito jovem. Apesar deste fato, nós prezamos por nossos rituais. Um deles é o de fazer a revisão da performance de forma abrangente somente em nossas cartas anuais, publicadas em janeiro, e não em nossas cartas mensais, principalmente porque mantemos uma perspectiva de longo prazo e, portanto, achamos que é contraproducente discutir e analisar os resultados o tempo todo.

Dito isso, alguns fatores específicos, como o nosso mau desempenho durante este ano e as recentes eleições brasileiras, nos convenceram a abrir uma exceção e usar esta carta para discutir nosso desempenho recente e, mais importante, analisar e avaliar nossas expectativas para os próximos anos da economia brasileira e seus mercados.

Como dissemos em nosso último relatório anual, entramos em 2014 com as seguintes convicções sobre o mercado brasileiro em geral:

- O Brasil vai continuar a ter uma taxa de crescimento baixa;
- As políticas econômicas não devem se alterar a curto prazo e;
- Dois fatores específicos dificultavam as empresas brasileiras da Bovespa quando se tratava de competir e lucrar: uma taxa de câmbio super apreciada e um ambiente de ganhos salariais reais combinado com baixo crescimento, que apertava as margens das empresas, especialmente as industriais.

Acreditávamos que esses dois fatores tinham que acabar, não importando o resultado da eleição brasileira.

Assim como o resto do mercado, podemos dizer que tivemos um ano difícil até agora. No primeiro trimestre, uma política econômica terrível colocou o país em estagflação<sup>1</sup>. Entrando no

---

<sup>1</sup> *Uma combinação de baixo crescimento e alta inflação, normalmente causada pela falta de incentivo ou vontade das empresas de investir em aumento da produção.*

segundo trimestre, não participamos do chamado "rali eleitoral", já que não tínhamos mudado a nossa convicção de que a taxa de câmbio estava sobrevalorizada e que as melhores oportunidades não estavam no setor de serviços ou no "kit eleitoral" (Petrobras, bancos estatais, etc.), mas em exportadoras e empresas industriais que tiveram sua capacidade de competir ferida por importações baratas.

A maioria dos investidores não concordou com a gente em um primeiro momento. Além disso, nunca estivemos no negócio de adivinhar quem ganharia as eleições e não sentimos que tínhamos uma vantagem competitiva neste jogo. Enquanto alguns investidores focaram neste evento binário, mantivemos nossa disciplina e respeitamos nosso mandato de procurar grandes oportunidades de longo prazo, mesmo quando o desempenho de curto prazo estava sendo ferido.

A má notícia é que ainda é um ano difícil: com o ambiente nervoso no mercado brasileiro, muitas das nossas posições experimentaram uma queda no preço da ação, na maioria das vezes sem nenhuma razão fundamental. A boa notícia é que esta realidade começou a se reverter em Outubro. A vitória trágica do PT trará mais irracionalidade econômica e autoritarismo, mas a nossa carteira estava bem preparada para isso.

Por fim, os investidores estão percebendo que a economia brasileira precisa (e vai experimentar) uma taxa de câmbio significativamente menor. Nosso portfólio, em grande parte, é composto por exportadores e industriais, e por isso performou bem nos dias seguintes ao resultado da eleição. Desde a nossa conversão de clube para fundo, estamos quase em par com o nosso benchmark, mantendo uma volatilidade menor e uma correlação muito baixa com o mercado e outros fundos de ações brasileiros.

A segunda razão citada na lista acima para o desempenho inferior das industriais, um mercado de trabalho aquecido, também irá provavelmente mudar. O desemprego não pode ser mantido baixo indefinidamente, a não ser em um ambiente de alto crescimento. É uma má notícia para os trabalhadores e para a economia como um todo, mas uma boa notícia para as empresas que tiveram suas

margens espremidas pelos ganhos salariais reais, sem um ambiente econômico onde pudessem reprecificar os seus produtos e manter suas margens.

Durante momentos de dificuldade, às vezes ajuda olhar para o longo prazo. Apesar de todos os problemas, o Brasil ainda é uma economia em crescimento, com o gradual amadurecimento dos mercados de capitais. Mais do que isso, o seu mercado de ações teve um desempenho surpreendente nos últimos 10 anos.

## Performance dos Índices, Últimos 10 Anos



O problema com o gráfico acima é que deixa muito espaço para a imaginação. Inevitavelmente, o leitor começa a pensar em como seria maravilhoso ter investido em março de 2009 ou quão miserável alguém que investiu no final de 2007 deve estar se sentindo. Por isso, é melhor olhar para uma tabela com retornos anualizados nos últimos 10 anos, após os bons e maus momentos.

Performance Anualizada dos Índices, Últimos 10 Anos	
Ibovespa (Brasil)	8,91%
SPX (Estados Unidos)	5,99%

Fonte: Bloomberg.

Olhando para os próximos anos, nossa visão é de que ainda existem boas oportunidades no Ibovespa e investidores inteligentes serão capazes de encontrar grandes oportunidades em ideias de investimento específicas. Existem muitas empresas incríveis no Brasil e nada vai mudar esse fato.

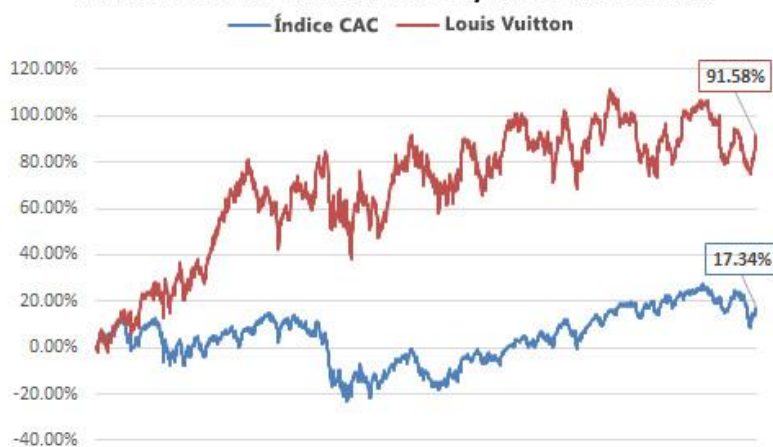
Note que não estamos afirmando que nos próximos anos a economia brasileira vai mostrar taxas de crescimento fantásticas. Não vai. Muitos investidores fazem essa confusão entre a economia nacional e o seu índice de ações, mas a conexão não é tão simples.

Para começar, as empresas hoje em dia não estão presas em ou mesmo são necessariamente dependentes de um único país, muitas grandes empresas fazem a maior parte de suas vendas fora dos seus países de origem e em alguns casos nem sequer é claro qual é o seu principal país.

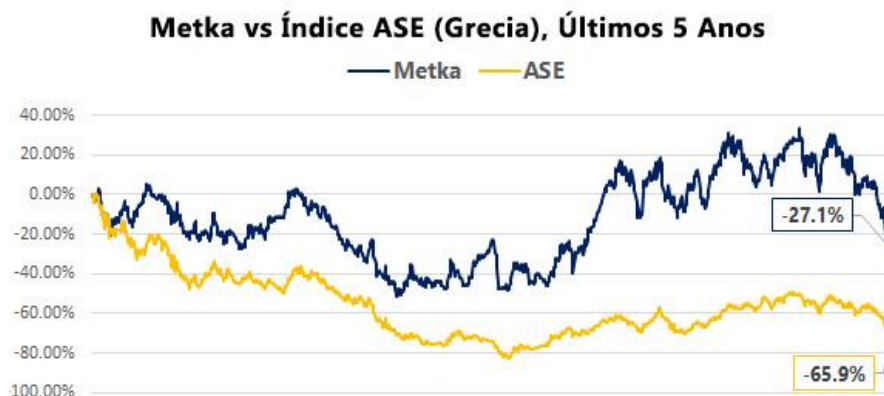
Além disso, o mercado de ações é uma máquina de desconto e, frequentemente, os tempos de baixo crescimento trazem as melhores oportunidades de investimento por causa de *valuations* mais pessimistas, mais atenção para o lado negativo, mais suspeita de fraudes ou contabilidade desonesta, e assim por diante.

Muitos investidores continuam a fazer a associação entre o desempenho do país e o das empresas, mas provavelmente deveriam analisar muitas empresas de uma maneira diferente. Um exemplo vem do grupo LVMH, o famoso fabricante das bolsas Louis Vuitton e muitos outros produtos de luxo, que era negociado a um baixo *valuation* por causa dos problemas na economia francesa, quando hoje em dia seu principal negócio é vender produtos de luxo para clientes asiáticos.

### Índice CAC vs Louis Vuitton, Últimos 5 Anos



Um caso mais extremo vem do grupo industrial grego Metka, que mesmo possuindo 95% de suas operações fora da Grécia, era negociado a níveis de falência durante o auge da crise grega.



Investidores inteligentes perceberam que para ambos os casos acima, o valuation estava errado e tiveram excelente desempenho com esses trades, que observados em retrospecto parecem quase óbvios. Da mesma forma, é muito importante que nossos investidores percebam que é perfeitamente possível ser otimista quanto às empresas brasileiras específicas enquanto se é pessimista quanto às perspectivas da economia brasileira e vice-versa.

Não estamos totalmente devastados com a vitória de Dilma e, portanto, achando que o Brasil vai enfrentar uma desastrosa crise iminente. O Brasil tem muitas qualidades. É membro dos BRICs, é a segunda maior economia emergente e tem uma população de 200 milhões de pessoas, a maioria criativa e tolerante. Com todas as suas falhas, tem uma democracia enraizada, liberdade religiosa, estado de direito e uma cultura muito pacifista que se mantém completamente ausente de conflitos internacionais de todos os tipos. Em outras palavras, tem muito potencial.

Infelizmente, o Brasil está com uma tendência de longo prazo de declínio estrutural. Ele está preso na armadilha da renda média devido à falta de competitividade, que tem muitas razões, como uma economia muito fechada, burocracia, alta tributação, e, mais importante, terrível gestão econômica e política, que é responsável por um declínio gradual das liberdades econômicas e políticas dos brasileiros.

Agora a boa notícia: se podemos ser otimistas quanto a empresas brasileiras específicas, e até mesmo o mercado de ações brasileiro como um todo, sem sermos otimistas quanto ao Brasil como país ou economia, provavelmente existem muitas oportunidades para se ganhar dinheiro neste vasto país, como certamente é o caso.

Além disso, os países em dificuldades possuem, geralmente, algumas das melhores oportunidades por causa dos baixos *valuations* pagos por investidores devido ao risco. Como dissemos muitas vezes antes, o nível de seu ponto de entrada em qualquer investimento é fundamental para seus retornos subsequentes. Já que os investidores devem “comprar ao som de canhões, vender ao som de trombetas”, os países que têm problemas costumam possuir também as melhores oportunidades.

Fizemos um pequeno estudo sobre quatro democracias importantes que sofreram reveses nos últimos anos: Brasil, Argentina, África do Sul e Israel. Note que nós não incluímos Venezuela ou Bolívia em nossa pesquisa, porque, francamente, o Brasil não pode ser comparado a eles. Seu tamanho, importância, maturidade institucional e profundidade dos mercados estão simplesmente em um nível totalmente diferente em comparação com esses vizinhos.

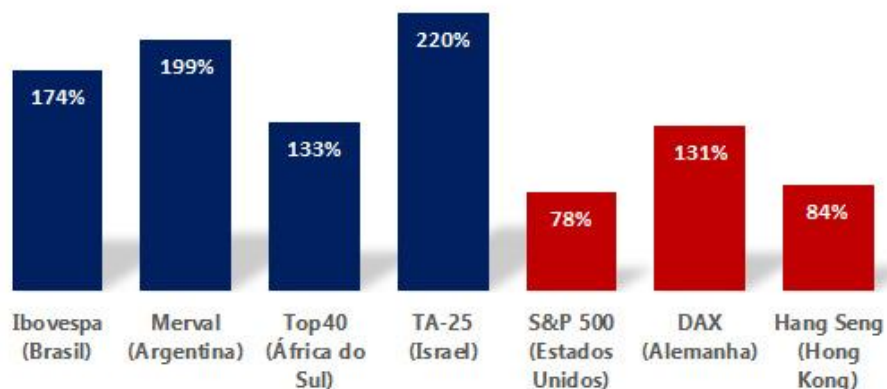
Argentina, por outro lado, tem um nível per capita semelhante e uma força de trabalho educada, mas as políticas populistas e despesas fiscais excessivas, sem uma política monetária responsável foram responsáveis por uma inflação fora de controle.

A África do Sul, sob o governo do partido ANC, tem progressivamente se afastando do legado de Nelson Mandela. A adoção de políticas de redistribuição até marxistas tem assustado muitos investidores e segregado sua população.

Israel, de longe o país melhor situado economicamente neste grupo, tem uma liderança que tem sido completamente incapaz ou sem vontade (ou ambos) de fazer a paz com os seus vizinhos, enquanto vem gradualmente erodindo as liberdades de religião e de expressão.

Em outras palavras, qualquer pessoa provavelmente iria fazer uma aposta de que estes quatro mercados tiveram desempenho inferior na década passada. Só que isso não aconteceu. Eles superaram os mercados americano, europeu e chinês. Além disso, eles têm os múltiplos P/L e preço sobre valor patrimonial menores, como deveríamos mesmo esperar.

## Quarteto Não-Fantástico vs Países Desenvolvidos, 10 Anos



Preço / Lucro dos Índices	
Ibovespa (Brasil)	15,48
Merval (Argentina)	14,37
Top40 (África do Sul)	17,39
TA100 (Israel)	16,97
SPX (Estados Unidos)	17,66

Fonte: Bloomberg, Outubro de 2014.

Preço / Valor Patrimonial dos Índices	
Ibovespa (Brasil)	1,37
Merval (Argentina)	1,73
Top40 (África do Sul)	2,30
TA100 (Israel)	1,43
SPX (Estados Unidos)	2,69

Fonte: Bloomberg, Outubro de 2014.

Por que isso aconteceu?



Primeiro de tudo, a convergência como uma força econômica não acabou. Desde 1991, os mercados emergentes experimentaram um crescimento do PIB per capita de 2,4 pontos por ano à frente dos EUA, crescendo muito mais rápido durante alguns períodos e mais lento em outros.

Mas, mais importante, o mercado é uma máquina de desconto. Não é comprando algo que é considerado bom, seguro e valioso que terá retornos impressionantes. É comprando algo que tem muito valor e poucas pessoas percebem - mantendo uma disciplina rigorosa de evitar risco para não se machucar após os inevitáveis erros.

Os investidores devem, obviamente, olhar para ótimas empresas. Mas, ótimas empresas não estão necessariamente localizadas em ótimos países. É possível se ter o melhor dos dois mundos: o investimento em uma empresa de classe mundial incrível se pagando por um valuation descontado em um mercado de múltiplos baixos, mais ineficiente. Este é o Santo Graal que os investidores devem procurar.

Nossa conclusão é que, apesar de atravessarmos um ano difícil devido a vários fatores que fazem parte do nosso negócio, olhamos para os próximos quatro anos sem verdadeiras razões para esperar um retorno diferente do que conseguimos no passado.

Se você está infeliz por causa da reeleição de um governo inepto, nós também estamos, mas não precisa ser muito pessimista. Um ambiente onde as pessoas pensam que as coisas são perfeitas traz complacência, menor aversão ao risco e, mais importante, altos valuations. Tempos e lugares problemáticos, geralmente, trazem as melhores oportunidades, é onde podemos encontrar os diamantes brutos negligenciados.