

FCL*Capital*

Novembro | 2014

Três argentinos em um bar em 2000

É Dezembro de 2000. A Plaza Rosada, em Buenos Aires, está repleta de pessoas protestando diariamente. Três amigos argentinos se reúnem para beber vinho, comer parillada e reclamar sobre os males do país. Como é comum neste canto do mundo, a Argentina tem muitas atrações - uma cultura incrível, boa comida e vinho, algumas das pessoas mais bonitas do planeta e a beleza da Patagônia - mas, como é ainda mais comum neste canto da terra, tem também alguns dos piores populismos e mais idiotas políticas econômicas que poderiam ser concebidas pela humanidade.

Durante os últimos três anos, começando em 1998, a Argentina experimentou uma recessão econômica terrível. A economia mundial está em um estado frágil e o Brasil, maior parceiro comercial do país, tem seus próprios problemas específicos, mas a maioria dos danos foram auto infligidos. Ao longo do século 20, a burocracia contínua e o desregramento fiscal, combinados com o desrespeito pela inflação levaram a um ambiente de negócios complicado. O baixo crescimento da produtividade e, principalmente, a pouca confiança na moeda nacional do país levou a administração anterior do país à efetivamente dolarizar a economia, um movimento tido em alta consideração por parte da população, se não pelos exportadores e industriais.

Os três amigos são empresários preocupados com as suas poupanças. Protestos diários contra o governo e a direção geral do país estão começando a ganhar força. Algumas pessoas mais nervosas já estão a emigrar para o exterior. O papo nas ruas é que a administração de Fernando de La Rúa pode não chegar ao fim do seu mandato.

Assim, o primeiro amigo diz: "Estou muito preocupado com a situação econômica do país, logo vou colocar todo o meu dinheiro em renda fixa e dormir tranquilo".

O segundo amigo responde: "Eu também estou preocupado, mas eu não confio neste governo. Eles podem desvalorizar a taxa de câmbio. Eles podem impor controles de capital. Eu vou colocar todo o meu dinheiro em imóveis, comprar alguns apartamentos na

região de Recoleta. Acho que o meu dinheiro vai estar mais seguro desta forma.”

O terceiro amigo diz: “Eu acredito no futuro econômico da Argentina. Eu vou colocar todo o meu dinheiro em ações.”

14 anos se passaram e agora temos o benefício da retrospectiva. Como é que cada amigo se saiu?

Primeiro de tudo, agora sabemos que coisas terríveis ocorreram após tal conversa imaginária. Depois de anos de recessão e de semanas de protestos pesados, o presidente Fernando de La Rúa renunciou no dia 20 de dezembro de 2001. Uma série de presidentes, alguns deles durando apenas dias no cargo, tentaram resolver os males do país.

Sem outra alternativa, no dia 26 de dezembro de 2001, a Argentina optou em não pagar 93 bilhões de dólares de suas dívidas, maior calote soberano do mundo de todos os tempos na época. O investimento estrangeiro secou. A taxa de câmbio, anteriormente fixada de 1 para 1 em relação ao dólar norte-americano foi destroçada, e o peso desvalorizado em quase 4 para 1, produzindo um aumento súbito da inflação e uma queda do PIB real de 11% em 2002.

Eventualmente, o país ofereceu em junho de 2004 uma proposta de reestruturação das suas obrigações inadimplentes, com um corte de 75% no valor presente líquido de sua dívida. Alguns credores, que foram mais tarde apelidados de “*holdouts*” não aceitaram os termos e processaram o governo argentino para tentar serem integralmente pagos.

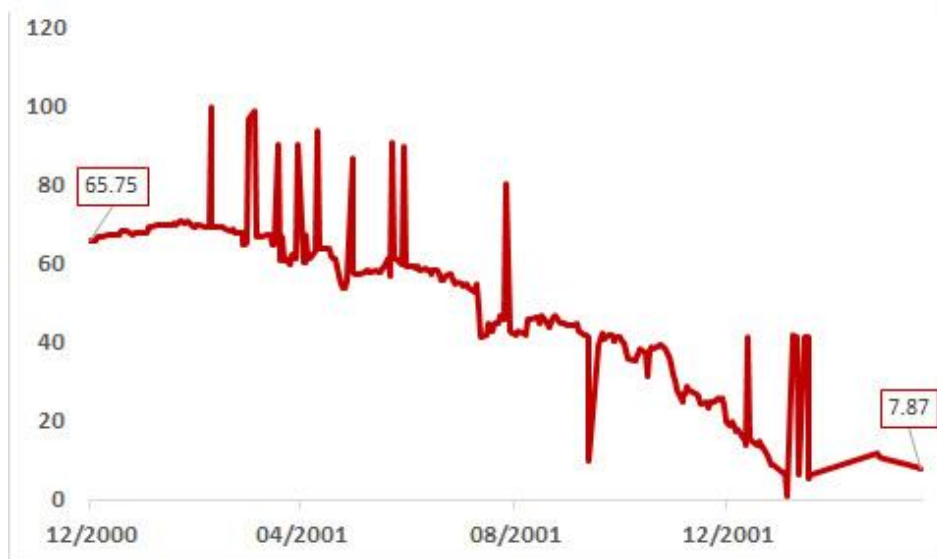
Com o tempo, alguns dos chamados “fundos abutre”, liderados por Paul Singer, compraram algumas das reivindicações e estão até hoje lutando ativamente com o governo argentino. Isso, por si só, faria uma carta mensal muito interessante, mas por hoje vamos voltar para os três amigos argentinos em nossa história.

Então, como o primeiro amigo, que estava com medo sobre as perspectivas e decidiu colocar a poupança de sua vida em renda fixa, teria se saído?

Terrivelmente é claro. Ele não previu o *default* do país. Mesmo admitindo que apenas 53% de suas participações foram reestruturadas (a percentagem média que foi reestruturada no momento), o *haircut* de 75%, em 2005, teria significado que até hoje ele provavelmente não teria recuperado as suas perdas. Sem mencionar o trauma de ver, em um único dia, todo o dinheiro que ele pensou que estava seguro desaparecer.

E isso antes de contabilizar a terrível inflação argentina dos últimos 13 anos. Como discutimos em nossas cartas passadas, os investidores costumam fazer muita confusão entre os retornos reais e nominais. Então, o resultado para o investidor de renda fixa na Argentina, após o pior *default* da história, foi ter perdido dinheiro em termos nominais e em termos reais. Em dólares, suas economias de uma vida praticamente desapareceram.

Derretimento dos Bonds Argentinos



Agora vamos voltar nossa atenção para o segundo amigo. Ele estava justamente preocupado com um possível *default*, ou controles de capitais no país, e decidiu colocar tudo no mercado imobiliário.

Primeiro de tudo, mercado imobiliário não é geralmente uma forma muito eficiente de investimento para a pessoa média. Uma série de preferências e desenvolvimentos culturais fez com que os

ibéricos, de quem argentinos e brasileiros descendem, gostem de colocar dinheiro em imóveis.

Essa nunca foi realmente uma maneira muito eficiente de se alocar capital. Os investidores não costumam colocar na equação os ganhos de capital, além de todos os tipos de custos, como corretagem, taxas, impostos, custos de vacância e de oportunidade. Vamos ser muito caridosos em supor que o investidor número 2 foi capaz de manter o poder de compra em dólares com seus investimentos imobiliários na Argentina.

Colocando em outras palavras, isto significa também que ele não teve retorno real. Ele tem exatamente o mesmo dinheiro que tinha há 14 anos, embora com mais pesos. Mas, por outro lado, um desastre não aconteceu, ao contrário do investidor número 1. Ele não se moveu para frente, mas ainda estava de pé.



Finalmente, chegamos ao terceiro investidor. À primeira vista, o único que deveria ter se saído mal. Ele foi certamente o mais errado sobre perspectivas econômicas do seu país. E, por um tempo, realmente teve os piores resultados.

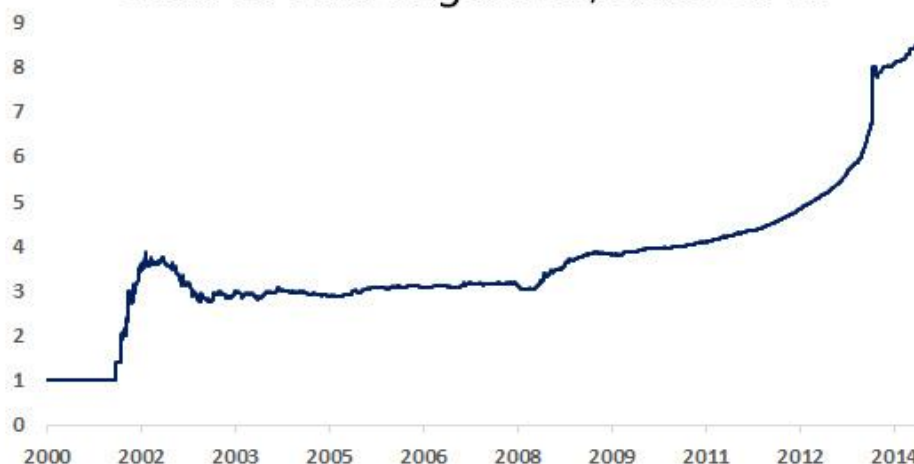
Do início de 2001 até meados de 2002, com a situação econômica confusa e investidores estrangeiros saindo do país, o Índice Merval perdeu 80% de seu valor. Pense nisso por um tempo: da posição de conforto de alguém que colocou todo o seu dinheiro em renda fixa, provavelmente o investidor número 1 teria ligado para

investidor 3 para lhe dizer o quão tolo ele havia sido por ter investido em ações durante esse período. Ele foi reduzido para apenas um quinto de suas economias de vida!

Então, muito lentamente, as coisas começaram a melhorar. Em meados de 2003, ele estava de volta a metade do seu investimento inicial no mercado de ações. Em 2005, cinco anos após o investimento, ele estava de volta ao seu investimento inicial e rapidamente entrou em território positivo. Até 2008 as coisas estavam melhorando e ele estava com um lucro de 60%, quando a crise financeira internacional aconteceu e ele terminou o ano com uma perda de 25% em termos de dólares sobre seu investimento inicial, mais uma vez.

Em seguida, ele recuperou lentamente suas perdas e depois de 14 anos, ele está no topo de um ganho de 180% em dólares norte-americanos. Um resultado muito melhor do que o de seu amigo, que investiu no setor imobiliário, para não mencionar o amigo que investiu em renda fixa apenas para enfrentar retornos que eram menores do que a inflação mesmo sem incluir o horrível default do país em suas dívidas.

Dólar vs Peso Argentino, 2000-2014



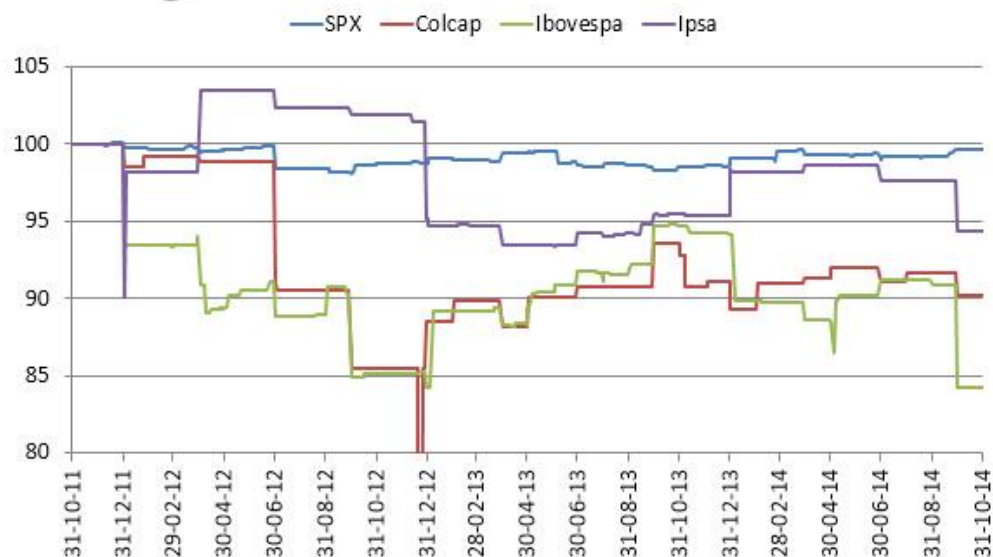
Então, o que podemos aprender com essa história? Pelo menos cinco pontos principais vêm à nossa mente:

1. A longo prazo, para dizer o óbvio, as ações rendem mais. Há muitas razões. Primeiro de tudo, não faria nenhum sentido isso não ser o caso. Por que alguém iria investir em ações se elas não tendessem a superar outros investimentos? Além disso, as ações fazem parte de empresas. E as empresas são uma coleção de ativos reais com pessoas reais, com incentivos reais, as liderando. Supondo que uma empresa tenha uma liderança decente, é esperado que a gestão vá fazer as coisas certas na maioria das vezes. Se os tempos estão difíceis, vão cortar os custos. Se existem oportunidades, é esperado que a gestão vá explorá-las. Assim, a longo prazo, quando as percepções mudam de pior para algo menos ruim, ações tendem a superar outros investimentos.

2. Não há nenhuma relação entre o desempenho das ações e o crescimento do PIB. Todo mundo sabe que as ações tendem a performar melhor a longo prazo. O que muitos investidores não sabem é que não existe uma hora exata na qual elas são esperadas a fazê-lo. Muitas pessoas pensam que quando a boa notícia vem é a hora de comprar ações, mas isso é errado. Quando a boa notícia vem, as pessoas já estão se sentindo melhor e isso já está no preço. O que move os preços das ações no longo prazo são os lucros das empresas. Mas, no curto prazo, como em um ano ou dois, são mudanças nas expectativas.

3. As margens são tão importantes quanto o crescimento das empresas. Este também pode ser contra intuitivo, mas, às vezes, o crescimento mais baixo é exatamente o que o mercado precisa. Achamos que um dos principais fatores para o mau momento do Brasil e da maioria dos países da América Latina nos últimos anos é o choque de custos que as empresas do continente tiveram que absorver. Os níveis de desemprego caíram muito abaixo de sua taxa natural, enquanto que, alimentada pelo boom das commodities e do *quantitative easing* do FED, as moedas da região apreciaram a níveis muito acima do que os fundamentos poderiam sugerir. Assim, a consequência foi uma queda constante das margens. Talvez, a recuperação de margens seja tão importante neste momento para as empresas da Bovespa do que o crescimento das receitas.

Margens Brutas nos Últimos 12 Meses



4. Não estamos dizendo que o Brasil também passará por um *default*, mas achamos que esta história é um lembrete útil de que **investimentos em renda fixa (como todos os outros tipos de investimentos) têm riscos**¹. O ponto principal desta parábola é dizer que a volatilidade não é a mesma coisa que o risco. Qual investimento é mais volátil: renda fixa, imóveis ou ações? Obviamente, ações. Certamente o investidor número 3 sofreu variações de preços a cada dia de maneira mais violenta do que seus dois amigos. Mas, que classe de investimento é, a longo prazo, a mais arriscada? (Significado: carrega uma maior chance de uma perda permanente do principal). Nós não temos tanta certeza sobre a resposta.

5. Finalmente, a maioria dos investidores faria bem em não tentar fazer "timing" no mercado. Isto foi dito por nós inúmeras vezes, mas vamos dizer mais uma vez. Entristece-nos saber que muitos investidores de fundos mútuos terão retornos mais baixos do que o próprio fundo. E por que isso acontece? Simplesmente porque os investidores, na maioria dos fundos de ações mútuos,

¹ Estes riscos são percebidos de forma diferente dependendo da memória recente de um determinado conjunto de investidores. Os argentinos, por exemplo, têm uma tendência natural de tentar tirar seu dinheiro do país o mais rápido possível, devido ao recente "Corralito", enquanto os brasileiros não confiam no sistema financeiro e preferem comprar imóveis, devido ao "Confisco" que enfrentaram em 1990 durante o governo de Collor.

tendem a investir exatamente após o mercado de ações ter subido muito, e, em especial, decidem resgatar seu dinheiro exatamente após as piores perdas no mercado.

Estudo após estudo mostra que, quando o mercado de ações sobe, os investidores colocam mais dinheiro nele. E quando ele vai para baixo, eles tiram tal dinheiro. O problema com a tentativa de "*timing*" do mercado é que os investidores costumam vir para o mercado depois que os maiores aumentos já ocorreram e tendem a sair nos pontos mais baixos ou perto deles.

O exemplo mais marcante que conhecemos vem do famoso Magellan Fund da Fidelity, que durante os anos de Peter Lynch (1977-1990) foi capaz de mostrar o excelente desempenho de 29% ao ano, mas durante esse tempo o investidor médio do fundo perdeu dinheiro!² E isso não é exclusividade deles; este fenômeno também acontece com frequência em fundos de ações brasileiros.

A este respeito, FCL está distante da multidão. Temos uma pequena base de investidores leais, que, como nós, estão pensando a muito longo prazo e comprometidos com o que estamos tentando alcançar ao longo dos ciclos econômicos, e investem como tal. Como dissemos antes, esta é uma enorme vantagem competitiva para nós.

Seja ganancioso quando os outros estão com medo e medroso quando os outros são gananciosos. A maior sabedoria do mundo dos investimentos, mas também a mais difícil de praticar.

²<http://www.tuveinvestments.com/documents/Disipline-Akeytosuccessinbusinessandinvesting.pdf>