

FCL*Capital*

Janeiro | 2015

O poder dos ciclos produz fatos estonteantes

Ao longo do nosso relatório anual publicado mês passado, argumentamos que nosso portfólio teve um grande ano em 2014 e um aumento no seu valor intrínseco, apesar de todas as notórias falhas do governo e da sociedade Brasileira. Ainda assim, o valor de suas ações caiu, e portanto as cotas do nosso fundo também.

Visto por outro ângulo, isso faz com que a diferença entre valor intrínseco e valor percebido tenha aumentado. Isso significa que, se estivermos corretos, veremos uma valorização maior do fundo no futuro próximo. Nos lembramos sempre do final de 2007 e início de 2008, quando julgamos que o mercado estava sobreaquecido mas não agimos de acordo.

Aprendemos essa lição e no final de 2008, durante a crise financeira internacional, tomamos uma atitude da qual ainda somos muito orgulhosos: publicamos uma [carta especial](#) destacando o que achávamos ser um grande momento para investimentos – o que se provou correto.

Ao longo dos anos, uma importante evolução na gestão de investimentos da FCL foi um maior entendimento do poder dos ciclos. Em 2007, todos se consideravam gênios do investimento, ao passo que no momento atual, muitos acreditam que estão prestes a “perder tudo”.

Não podemos falar de outras casas, mas nesse momento o portfólio da FCL não possui nenhum derivativo, nenhuma posição *short*, e como sempre, nenhuma especulação ou aposta de curto prazo.

Em outras palavras, apesar de ser frustrante ver o preço dos papeis caindo como fizeram nos últimos meses, nossos investidores podem ficar seguros de que o risco total está controlado, sendo bem monitorado como sempre foi. De fato, o risco atual que o fundo está incorrendo pode ser considerado menor do que de costume.

Isso não significa de forma alguma que nossos investimentos não enfrentaram problemas em 2014. Entre os fatores que afetaram nossa performance, destacamos, entre outros:

1) Eleições presidenciais

Dado que o governo federal brasileiro colocou o país em estagflação – preços subindo sem crescimento econômico – o país se encontra em uma complicada situação fiscal, e é natural que investidores internacionais esperem um baixo crescimento econômico do país no futuro próximo.

Esse fato isolado não nos afetaria tanto porque temos um portfólio de exportadoras e companhias internacionais em sua maior parte, mas existem efeitos dominós. Observamos um aumento no custo de capital e na taxa de desconto dada às empresas brasileiras, além de uma grande aversão ao risco no curto prazo dada à qualquer empresa que sediada no país.

2) Escândalo da corrupção na Petrobras

Nunca tivemos ações na Petrobras exceto justamente por algumas posições *short*, e por anos criticamos a gestão da estatal. Quando os casos de corrupção vieram a tona, o escândalo produziu os mesmos efeitos observados acima: maior aversão à ativos brasileiros e maior taxa de desconto dado à economia brasileira como um todo por parte dos investidores internacionais.

3) Crise de energia

Uma das nossas principais teses é de que o câmbio brasileiro irá fortemente se desvalorizar nos próximos anos. Sendo essa nossa crença, procuramos caminhos de lucrar com essa mudança ao passo que mantemos nossa disciplina e seguimos nosso mandato de fundo *long-biased*, com horizonte de longo prazo de investimentos em ações.

Entre as empresas que acreditamos estar entre as grandes beneficiadas desta realidade econômica estão algumas de agribusiness (Minerva e Fibra) e exportadoras industriais (Gerdau e Braskem). Ainda estamos muito otimistas com os prospectos de longo prazo dessas empresas, como detalhamos nosso relatório anual.

Mas uma das adversidades dessa política no curto prazo é que adotamos um portfólio que pode ser considerado intensivo no consumo energético¹. Por isso, algumas de nossas empresas, sobretudo Braskem e Gerdau, sofreram muito nos últimos meses devido às incertezas em relação à situação energética brasileira.

A maioria dos investidores não gosta de remar contra a maré e dá grande atenção ao curto prazo, então a boa notícia é que toda essa adversidade já está precificada. De fato, mesmo que o país enfrente uma crise de energia pior do que o mercado antecipa, poderíamos argumentar que o efeito no preço não poderia ser tão agudo.

Como qualquer estudante de finanças poderia atestar, um único ano de fluxos financeiros, mesmo que severamente afetados (o que não seria o caso), não afeta o preço alvo severamente dado o que o realmente importa são os fluxos de caixa descontados no longo prazo.

Mas como sabemos, o mercado as vezes elege uma preocupação como fator determinante, e no momento a crise energética parece pairar sob a cabeça de todo mundo, inclusive a nossa.

4) Alta do preço do gado

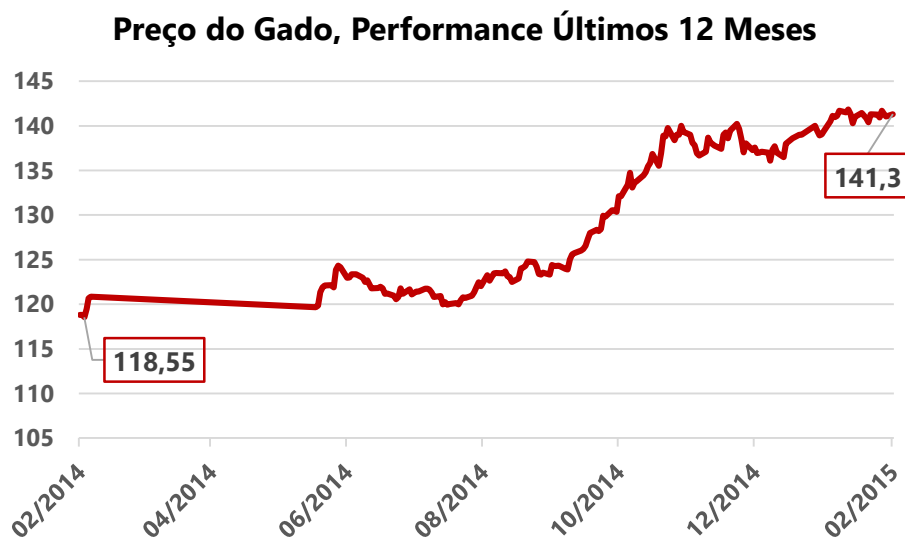
Uma quarta razão para nossa fraca performance recente é o alto preço da arroba do gado brasileiro pronto para abate, que afeta diretamente uma das nossas maiores posições, a Minerva.

¹ O hábito de ver nosso portfólio como uma grande "holding" é um costume peculiar e tradicional que gostamos de manter.

O ciclo do gado é um tema fascinante por si só. Quando os preços do gado estão altos, existe um incentivo aos fazendeiros de cruzar suas vacas para que mais bezerros nasçam e estejam prontos para o abate em três anos. Isso reduz o número de abates no curto prazo, já que as fêmeas são poupadas até que mais animais estejam prontos para se tornar alimento.

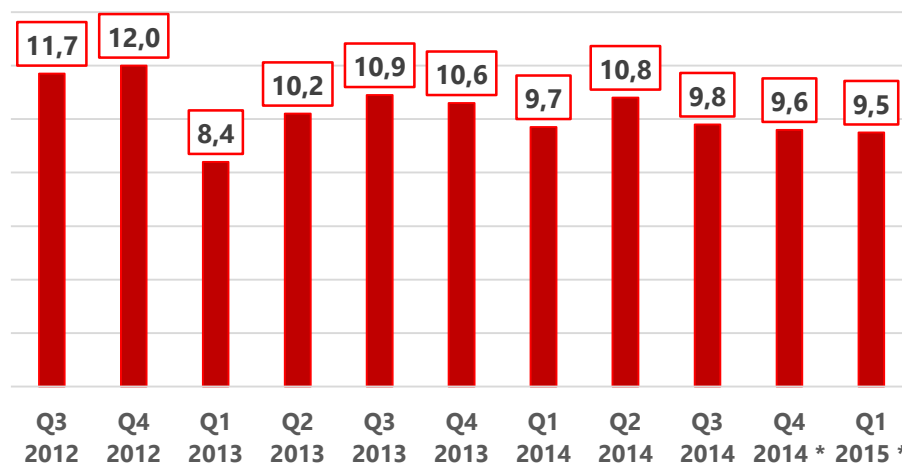
Quando isso ocorrer, o ciclo econômico se inverte, e o incentivo é maior para o abate quando existe maior oferta de bovinos e portanto os preços estão baixos.

O fato é que no momento, a oferta está baixa no mercado brasileiro, como acontece periodicamente. Dada que a nossa tese em minerva é de longuíssimo prazo, e esperamos deter ações da empresa por muitos anos ainda, isso não nos preocupa em demasia, apesar de ser verdade que o ciclo afetará negativamente as margens da empresa.



Fonte: Bloomberg.

Minerva, Margem EBITDA %



* - Estimativas. Fonte: Bloomberg

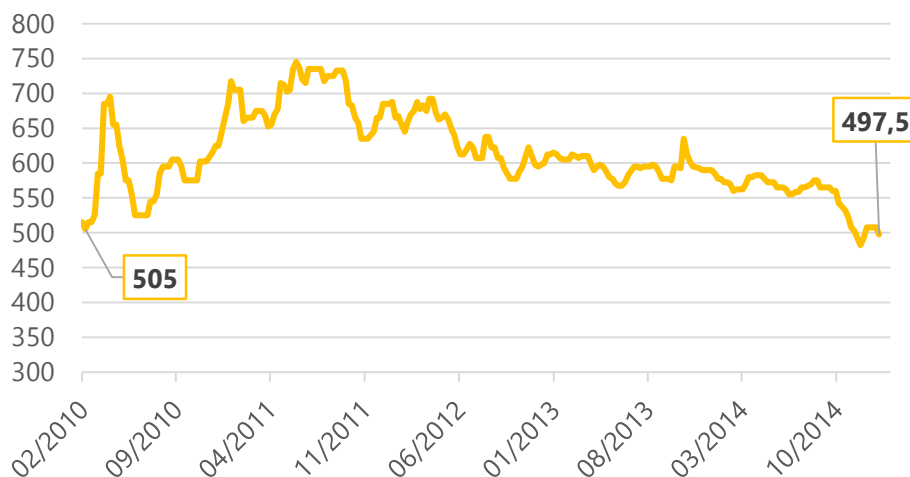
5) Excesso de oferta de aço

Por último, existe um excesso de oferta de aço que tem prejudicado as margens da Gerdau. A Gerdau é uma das melhores posições possíveis na Bovespa se você acredita, como nós, que o Brasil sofrerá uma grande desvalorização cambial nos próximos anos. O mundo está simplesmente inundado em aço, o que obviamente machuca as margens de todas as siderúrgicas do planeta.

Tradicionalmente, uma tonelada de aço longo produzido e vendido pela Gerdau no Brasil pode ser vendido com um prêmio de 15% sobre os aços turcos ou chineses, já que um importador teria que incorrer em custos de importação e logística.

Ao longo do ano passado, como discutimos no nosso relatório anual, a Gerdau foi a empresa que mais afetou negativamente nossa performance, porque se por um lado o excesso de oferta de aço não melhorou, pelo outro, o Real não desvalorizou tanto como esperávamos.

Aço Chinês, Evolução do Preço por Tonelada



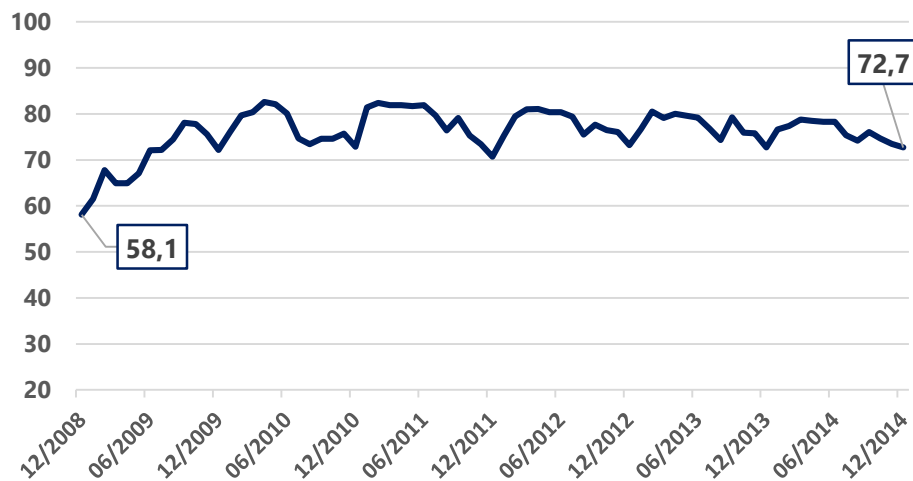
Aço Turco, Evolução do Preço por Tonelada



Fonte: Bloomberg

Agora temos bons motivos para esperar que ambas tendências se invertam: a depreciação do real está ganhando velocidade e o excesso de oferta mundial pode estar passando, agora que a China tem se esforçado para resolver diretamente o problema da sobre-capacidade.

Utilização % da Capacidade do Aço no Mundo



Essas razões ajudam a explicar o ambiente hostil de mercado que enfrentamos nos últimos meses. O mercado funciona através de racionalidade e análise, mas em momentos de crise, os horizontes se encurtam.

A próxima lista mostra algumas performances terríveis de empresas que, apesar se não fazerem parte de nosso portfólio (exceto Gerdau e Log-In), consideramos ao menos "razoáveis", e são portanto injustiçadas pelo horrível desempenho que obtiveram nos últimos 12 meses.

Empresa	Performance 12M
Rossi Residencial	-78,77%
Mills	-78,46%
Saraiva	-73,74%
PDG	-71,46%
Magnesita	-64,09%
Unicasa	-59,07%
Log-In Logística	-57,36%
Profarma	-54,76%
Metalurgica Gerdau	-51,24%
Eucatex	-50,63%
Tereos	-49,36%

Dessa lista, além de Gerdau e Log-In, começamos mês passado uma pequena posição em Mills, que não planejávamos montar, mas as ações caíram de forma tão absurdamente drástica e tão rapidamente que observamos uma incrível oportunidade se criando diante de nós.

O que nos choca em todos esses casos é o “curto-prazismo” de muitos investidores. Algumas dessas empresas, como Gerdau e Saraiva, tem mais de 100 anos. A Saraiva, por exemplo, foi fundada em 1914 e através de décadas se estabeleceu como uma importante editora e vendedora de livros no Brasil, com uma marca de forte reconhecimento.

Não somos particularmente entusiastas da empresa como negócio nem temos ações nela. Ainda assim, é assustador notar que seu valor caiu quase três quartos em apenas 12 meses.

Seria realmente o caso, gostaríamos de perguntar, que de fato o valor intrínseco desse negócio centenário caiu para um quarto de seu valor total apenas nesses últimos 12 meses? Alguém acha que os donos acreditam que três quartos de todo valor criado pela Saraiva sumiram de vez?

Nós realmente achamos que não. O mesmo vale para Gerdau, Tereos, e todas as outras empresas listadas acima. Seus preços flutuaram muito para pior, mas suas performances operacionais e valor intrínseco nem tanto – em alguns casos, até melhoraram.

Muitas vezes constatamos que volatilidade é o preço que se paga se quer se diferenciar do resto. É impossível vencer o mercado no longo prazo sem se desviar da média, e se você de fato se desviar da média você enfrentará longos períodos de fraca performance comparado ao mercado, invariavelmente.

Por essa razão sempre dissemos a nossos investidores que é possível o fundo vivenciar uma queda de topo até o “fundo do poço” de algo entre 40% e 50% uma vez a cada década mais ou menos. Será doloroso mas não nos afetará em nossa busca de longo prazo em entregar uma performance anual média mais alta que o mercado.

Por que o mercado é tão volátil? A nossa opinião é que desde o século passado investir em ações tem sido simplesmente um negócio bom demais para ser verdade, dando retornos em dólares de quase 10% ao ano incluindo dividendos, muito mais do que qualquer ativo de renda fixa. Um negócio excelente.

Qual a pegadinha, então? Simples, a volatilidade. Os investidores sabem que irão superar a renda fixa, mas em compensação, irão sofrer. É o preço que se paga. As cotações variam com velocidade. O que se provou é que na hora crucial muitos investidores não querem (ou simplesmente não conseguem) pagar esse preço de suportar a alta volatilidade em troca de retornos muito mais altos no longo prazo. E justamente por isso as ações eram, são e continuarão sendo um negócio fabuloso. Porque poucos conseguem dominar e entender os ciclos.

No atual contexto do Brasil, acreditamos ser ainda mais importante ter uma carteira concentrada de bons negócios com horizonte de longo prazo. Já que o custo de capital é tão alto, a fronteira de risco e retorno é maior para a maioria dos investidores brasileiros que para os americanos ou europeus a nosso ver, afinal você está competindo com retornos em reais em altos dígitos para começo de conversa.

Dada que essa é uma missão muito específica, um grupo seletivo de investidores que pensam como a gente e entendem o que fazemos é um ingrediente necessário para nosso sucesso, e a FCL tem sido capaz de permanecer com capital praticamente permanente.

Ciclos são portanto ainda mais proeminentes no contexto de um mercado emergente e menos eficiente como o Brasil do que nos países mais desenvolvidos. Como sempre, os *insiders* são um bom termômetro do quão otimista está qualquer mercado: em 2007, dezenas de empresas correram para fazerem IPO e vender suas ações aos preços excessivos que o mercado estava pagando.

Hoje em dia, ouvimos sobre empresas saindo do mercado e recomprando suas ações. Quase nenhum IPO aconteceu no ano passado. Não poderia ser de nenhuma outra forma – todos os insiders conhecem suas empresas melhor que os de fora, sobretudo investidores de curto prazo. Insiders sabem a diferença entre preço das ações e valor de suas empresas melhor que qualquer um.

Talvez essa seja a razão pela qual todos os grandes investidores passaram por anos difíceis de baixa performance, provando-se corretos quando muitos os declararam “errados”² sobre o mercado. Como Bill Ackman uma vez disse, *“investir é um negócio em que você pode parecer muito tolo por um período significativo até que prove-se que você estava certo.”*

Como frequentemente acontece, nos lembramos o conto do Sr. Mercado, o “parceiro maníaco-depressivo” citado por Benjamim Graham no clássico “The Intelligent Investor”. Algumas vezes Sr. Mercado está eufórico, oferecendo muito dinheiro para comprar suas cotas no negócio que vocês dois tem em conjunto.

Em outras ocasiões ele está muito preocupado e depressivo, oferecendo à você a parte dele no negócio por baixíssimos preços. Em ambos os casos é correto se aproveitar da visão de curto prazo do Sr. Mercado. A maior parte do tempo, porém, a coisa mais sábia é não fazer nada, e deixar que sua participação no negócio trabalhe por você. É assim que pensamos sobre mercados, com esse conto narrado por Graham seis décadas atrás sempre em mente.

² Um famoso exemplo ocorreu quando um jornalista de tecnologia declarou, no auge da euforia das empresas ponto.com, que o Warren Buffet deveria pedir “desculpas” à todos os seus investidores por ter perdido o barco.