

FCL*Capital*

Abril | 2015

Após um começo de ano turbulento, Abril foi um bom mês para nosso portfólio. A maior parte das nossas posições performou bem e nosso fundo subiu 9.01% (16.08% em dólares) no mês.

Algumas mudanças importantes já ocorreram no nosso portfólio esse ano. Primeiro, encerramos nossa posição em Direcional Engenharia (DIRR3:BZ). Ainda gostamos da empresa e de sua gestão, acreditamos nas vantagens competitivas, mas com a atual situação fiscal na qual se encontra o governo brasileiro e as questões que por consequência existem por volta do programa Minha Casa Minha Vida, decidimos nos desfazer da posição ao invés de torcer por um cenário mais previsível.

A imprevisibilidade sempre será um problema para um investidor de valor, e apesar de investir se tratar de uma atividade probabilística, também é verdade que para poder estimar o valor de um negócio precisamos de alguma clareza em relação ao futuro.

Não gostamos de situações binárias. Apesar de desejarmos sucesso para empresa e termos seus gestores em alta estima, foi por evitarmos situações como essa que nos livraram de erros que outros cometeram no passado, como Kroton e OGX.

Diante de um novo cenário completamente não previsto, não temos mais certeza das vantagens competitivas da empresa, como sua capacidade de construir em larga escala e com baixo custo através do seu método industrial.

Não descartamos voltar a montar uma posição na empresa no futuro quando o panorama estiver mais claro mas acreditamos que manter a empresa em nosso portfólio seria um risco desnecessário no momento.

Com o processo de internacionalização que comentamos em nossa última carta, nós lentamente começamos duas posições ainda muito pequenas em nosso portfólio: a varejista de aeroportos Dufry, localizada na Suíça, e a Apple, da Califórnia.

Falaremos sobre ambos investimentos e o racional por trás das teses em grandes detalhes em cartas futuras.

* * *

Relendo a primeira parte de nossa carta, uma filosófica questão interna permanece: quando dizemos que nosso portfólio “performou bem” o que isso realmente significa? De fato, ele subiu em termos nominais em relação ao Real, nossa moeda local.

Retorno, afinal de contas, é formado por dois componentes: o numerador - que é o retorno nominal do portfólio, sua apreciação ou depreciação em valor – e o denominador, o que o portfólio está comparado contra, como a moeda local, a moeda americana, um índice de ações, a inflação nacional, uma commodity como ouro ou petróleo, etc.

Desde o começo da FCL dizemos aos nosso investidores que ao contrário da maioria das gestoras do Brasil, julgamos internamente nossa performance em Dólar, não em Reais. Achamos essa uma medida mais apropriada, dado que os Estados Unidos ainda são a maior economia mundial em termos nominais e o Dólar ainda é a moeda mais importante como reserva global.

Por outro lado, o Dólar ainda é uma moeda de papel, e provavelmente quando comparada com, por exemplo, o Franco suíço, nem mesmo a melhor das moedas de papel.

Então afinal de contas o que é dinheiro? Se qualquer retorno é apenas bom ou ruim se comparado com outra coisa, será que isso significa que todo retorno que um investidor consegue no mercado que atua é ilusório, um reflexo de algo que não é real? E se não for este o caso, o que é afinal, o ativo central, aquele que podemos usar como base de comparação para qualquer outro ativo? Esse é o tema central da carta deste mês.

Desde os tempos ancestrais, a humanidade tem procurado por algo que pode servir de base de comparação para medir riqueza e por isso criamos as moedas de troca.

A notícia ruim é que os governos ao redor do mundo tem sido péssimos em manter seu poder de compra ao longo do tempo. Da Roma Antiga, até a República de Weimar na Alemanha antes da Segunda Guerra Mundial, para o US Federal Reserve, até os governos endividados da América Latina dos anos 80, todos eles, em níveis diferentes, procuraram refúgio em tempos difíceis fazendo com que suas moedas perdessem valor.

A conclusão importante é que estamos vulneráveis à influência do governo quando temos nossas riquezas 100% correlacionadas à moeda de um único país, então nunca a moeda de um único país poderia ser esse ativo central que estamos procurando.

Dito isso, enquanto o Dólar se manter tão influente nos mercados financeiros globais, ele permanecerá como nossa métrica central de medição interna.

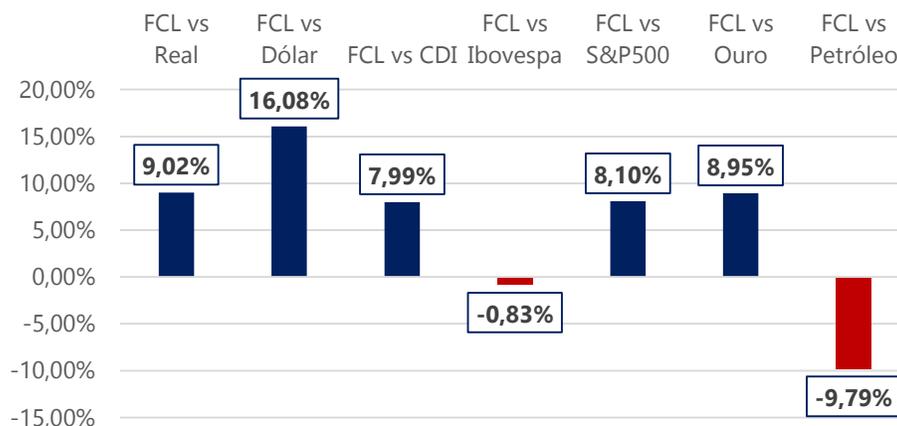
Mas isso não significa que nosso futuro está atrelado ao dólar, somos um fundo de ações afinal, e em sua maioria nossas empresas tem resultados em outras moedas.

Como os retornos geralmente são medidos por moedas do governo como o Real brasileiro ou o Dólar americano, e como essas moedas podem enfrentar problemas, é importante ter cautela sobre a forma que investidores medem suas performances de curto e longo prazo.

Pode-se tratar de um número ilusório. Por exemplo, podemos dizer com certeza que quem comprou ações no Zimbábue ou no Brasil durante o começo dos anos 90 com certeza ganhou dinheiro, pelo menos em termos nominais, se não em termos reais.

O gráfico abaixo mede os retornos da FCL nesse mês comparado à diversos outros ativos. Tenha em mente que estamos medindo exatamente a mesma performance do mês.

FCL vs Outros Ativos, Resultado em Abril 2015



Se moedas nacionais não podem ser o ativo central, será que um ativo central sequer existe? Provavelmente se olharmos para história da humanidade o mais perto que chegamos disso é com o ouro. Podemos observar por séculos em quase todas as culturas de todas as regiões do globo, e mesmo antes dos tempos Cristãos, que o ouro sempre foi algo de valor. E quanto mais você estuda a história do outro, o mais cético você se torna com os governos nacionais, e um evangelista maior do ouro você se torna.

Interessantemente, o ouro tem muitos detratores, e o argumento central tende a ser que, bem, o ouro não tem muita utilidade ou valor intrínseco, exceto pelo valor que as pessoas julgam que o ouro tem.

Warren Buffet notoriamente disse:

"[O Ouro] é cavado do chão da África ou de algum lugar. Nós o derretemos, cavamos outro buraco, enterramos ele de novo e pagamos à pessoas para ficar por perto guardando ele. Ele não tem

utilidade alguma. Quem nos visse de Marte não estaria entendendo nada.”

“Você poderia pegar todo ouro que já foi minerado, ele encheria um cubo de 67 pés em cada direção. Nas atuais cotações, você poderia comprar, não algumas, mas todas as fazendas dos Estados Unidos. E depois, poderia comprar 10 Exxon Mobils, e ainda teria um trilhão de dólares na carteira. Ou você poderia ter um gigantesco cubo de metal. Qual você escolheria? Qual produziria mais valor?”

Poderíamos discutir o argumento de Buffet diretamente no seu âmagô: talvez o ouro seja um grande candidato para ser o ativo central justamente porque ele tem pouca ou nenhuma utilidade. Se tivesse, poderia ser medido contra outra coisa e seria substituído. Ele poderia ser analisado fundamentalmente e a partir dos fundamentos – e não fatores psicológicos – seu preço seria influenciado.

Mas devido à sua utilidade limitada, e porque ainda assim as pessoas sempre o quiseram, é que o ouro é um candidato tão interessante. Ouro simplesmente é valioso. Sempre foi assim e provavelmente sempre será, e fim de papo.

O ouro ainda é uma reserva de valor bem melhor que imóveis: se você fosse um refugiado judeu tentando subornar alguém para sair da Alemanha ou da Polônia durante a Segunda Guerra Mundial você poderia fazer isso com ouro. Você poderia tentar enterrar seu ouro até que você estivesse de volta anos depois. Mas certamente você não poderia levar seu imóvel até a fronteira. O ouro é facilmente trocável e razoavelmente líquido. Ele é portátil, mantém seu valor, e sobreviveu ao teste do tempo.

Mas é evidente que existem muitos problemas em investir no ouro. Sem dúvida, nenhum investidor vai ter muito sucesso se a maior parte do seu capital estiver investido em ouro no longo prazo, como alguns gestores de Nova Iorque aprenderam depois da crise financeira.

Como o ouro não produz nenhuma renda, ele pode ser um bom hedge contra um desastre – uma forma de mitigar o risco – ou uma boa reserva de valor quando os juros estão muito baixos. Quanto eles não estão, o custo de estar investido em ouro cresce exponencialmente.

Além disso, existem indícios que a exclusividade do ouro pode estar terminando. Hoje em dia, se você é um oligarca russo ou um empresário brasileiro querendo tirar o dinheiro do país, existem muitas táticas inteligentes, como comprar Bitcoins ou obras de arte. Ambas tem vantagens e desvantagens mas o ponto é que o ouro poderá deixar de ser a única opção viável de reserva de valor.

No final, quase tudo tratando-se de investimentos é uma faca de dois gumes, com vantagens e desvantagens, ou um argumento circular. Até o ouro tem que ser medido contra alguma coisa. Ele pode chegar perto, mas mesmo o ouro não é o ativo central.

Portanto os investidores estão presos em um labirinto. Eles podem medir seus portfólios contra o ouro, que é uma medida tão boa quanta as outras, como dólares, reais, o índice Ibovespa, mas mesmo assim, o ouro provavelmente não terá bons retornos na próxima década, eles terão que medir suas reservas de ouro contra alguma outra coisa.

Então que tal índices de ação? Como somos um fundo de ações é obviamente importante medir nossa performance contra benchmarks de ação. Investidores não podem esquecer nunca de se assegurar que seu gestor é capaz de gerar alfa no longo prazo. Por outro lado, apesar dessa medida fazer sentido para um fundo de ações, os investidores que tem o portfólio provavelmente não tem todo seu capital investido em apenas uma classe de ativos.

Até mesmo fundos de ação têm dinheiro em caixa (como nós temos) quando estão esperando por oportunidades melhores de investimento. Isso significa que, na sua devida proporção, podemos estar mais dentro ou fora do mercado. De certa forma, medir

performance exclusivamente contra um índice de ação que não pode fazer o mesmo contra um fundo de ações é uma “trapaça”.

E commodities como o petróleo? Pensar nelas como ativos centrais não faz muito sentido. Nós colocamos gasolina em nossos tanques, comemos trigo ou milho, mas essas compras não fazem nem de longe 100% dos nossos gastos, então nossa riqueza não pode ser completamente ligadas à elas, a não ser que você esteja medindo a performance de uma empresa específica agrícola ou petrolífera.

E o Bitcoin? Como libertários, adoraríamos ver o sucesso de moedas eletrônicas, mas o Bitcoin, para dizer o mínimo, ainda tem que sobreviver o teste do tempo e ganhar muita aceitação global.

E que tal inflação e ativos de renda fixa? Também não funcionaria. A maioria dos investidores do mundo globalizado tem ativos e passivos em mais de um país, então índices inflacionados continuamente não são capazes de medir uma cesta de ativos e gastos pessoais até mesmo para pessoas comuns com ativos e obrigações em múltiplas jurisdições.

Além disso, um país específico pode falir, o que acontece de tempos em tempos. Finalmente, apesar de não ser o caso, ativos de renda fixa, no longuíssimo prazo, não tendem à produzir retornos satisfatórios se seus investidores tem todo seu dinheiro atrelados nisso.

E imóveis? Não são portáteis, então você está atrelado à um lugar específico e o destino individual deste lugar. Se a Grécia falir e você tem imóveis gregos, seu portfólio vai se desvalorizar em relação à um portfólio de imóveis em Manhattan. Além disso ele não é líquido, porque cada pedaço de chão é único.

Então porque não ativos produtivos, com um portfólio internacional de ações e empresas privadas? Apesar de provavelmente você obter retornos de longo prazo satisfatórios, você continuaria exposto à ciclos globais de negócio, sem contar que muitos ativos como bonds

teriam performance muito melhor em períodos de crise. E os investidores de curto prazo? E os investidores avessos à risco? É injusto para eles pensar nisso como um ativo central quando tantas pessoas tem passivos e obrigações no curto prazo.

E assim continua a busca pelo ativo central, uma das questões mais fundamentais quando se trata de investimentos.

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

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



Regulamentação



Administração



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)