

FCL*Capital*

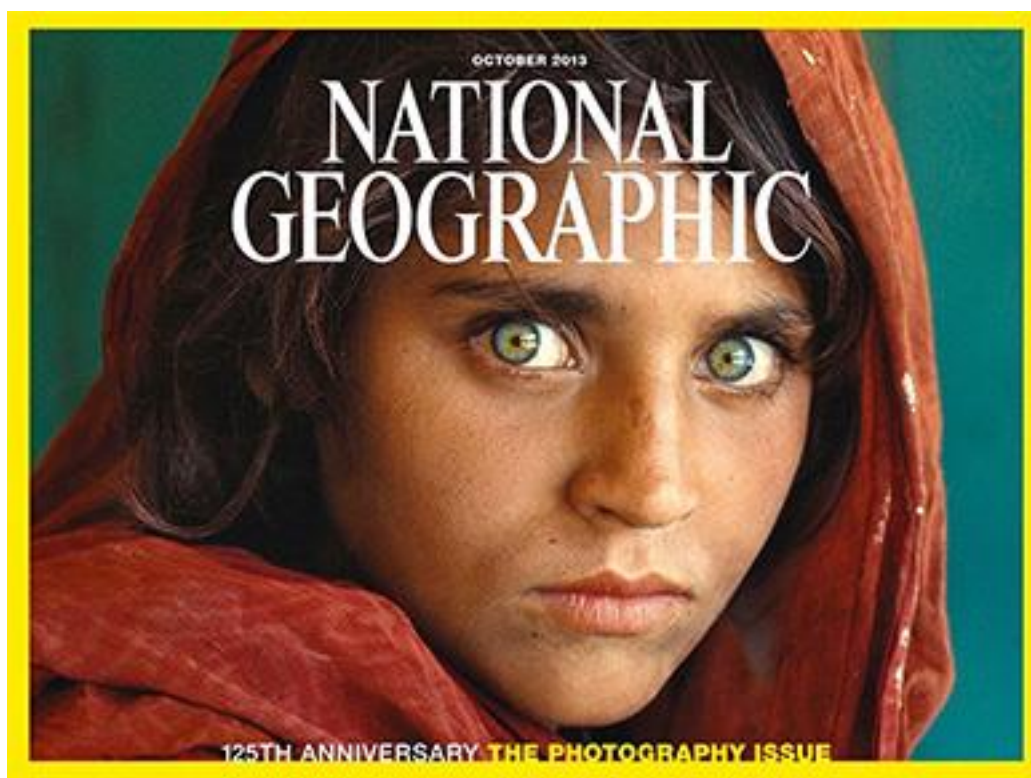
Agosto | 2015

Uma saga contada por duas capas de revista

Imagens são capazes de cativar a imaginação do mundo. Algumas vezes, percebemos isso instantaneamente, em outras é necessário tempo para admirarmos uma obra-prima, uma imagem capaz de mudar ou simbolizar como a humanidade enxerga os fatos.

Desde a famosa foto do Beijo em Times Square tirado no “dia da vitória” em Nova Iorque, até as obras de Cartier Bresson, muitas imagens icônicas documentam o mundo em que vivemos.

Talvez a capa mais icônica – uma das fotografias mais incríveis já tiradas – foi a clássica capa de junho de 1985 da revista National Geographic, onde o fotógrafo Steve McCurry, explorando o Afeganistão num ensaio sobre a ocupação soviética no país, fotografou em um campo de refugiados uma garota tímida que usava véu.



O tema dessa carta também será uma imagem icônica que para sempre iria se tornar uma das capas mais famosas da revista The Economist, uma publicação considerada por muitos, nós inclusos, a melhor revista do mundo.

Estamos falando das capas de 14 de novembro de 2009, a edição com o Cristo Redentor alçando voo e a frase “O Brasil decola”; e da subsequente capa da revista de setembro/2013, onde o Cristo é visto em queda livre, com a pergunta “Será que o Brasil estragou tudo? ”.



É fácil se tornar emocional em relação à essas edições. Tornamos público múltiplas vezes em nossas cartas mensais o nosso desgosto pelo governo do Brasil, que consideramos populista, esquerdista, incompetente e corrupto.

Esse, porém, não será o tema desta carta. Como nossos investidores sabem, não ligamos tanto para ciclos, sejam eles positivos ou negativos. Após ler, reler, e discutir ambas matérias publicadas pela The Economist, tentaremos discutir com nossos leitores como analisamos o potencial de longo prazo e as fraquezas de nosso país, apontando a direção em que os mercados brasileiros estão indo. Em outras

palavras, o que achamos que irá acontecer na próxima década, após o PT, se tivermos sorte, deixar o poder.

A opinião sobre nosso país tende a ser binária, por vários motivos. Como nota a *The Economist* na edição de 2009, quando o Goldman Sachs criou o termo “BRIC”, muitos se perguntaram como um país que tem uma taxa de crescimento tão pequena como seus famosos biquínis poderia estar incluso no grupo. Primeiro veio a dúvida, depois veio a euforia, e por fim, numa típica curva S, o ceticismo retornou.

Os estrangeiros não são os únicos que carregam essa culpa. Brasileiros são um povo de sangue quente por natureza. Por toda métrica objetiva e racional, seja ela PIB per capita, conectividade, direitos de propriedade, ou qualquer outro dado, o Brasil está na verdade, bem no meio do caminho, um típico estudante “nota 6” - nem Suíça e nem Somália.

O problema é que, muitas vezes, trazer essa observação à um brasileiro é considerado algo quase ofensivo. Deve-se acreditar que o Brasil é a próxima superpotência ou o pior lugar da Terra. Mas as pessoas não gostam de ouvir e parecem irritadas com a verdade: O Brasil é apenas medíocre, um estudante “nota 5” como qualquer outro. E pelo menos no futuro observável, assim permanecerá.

Como observado pela revista, o Brasil é na verdade superior aos outros BRICS em vários aspectos. Ao contrário de China ou Rússia, nosso país é uma democracia com uma imprensa livre, apesar das tentativas do governo vigente de silenciá-la; possui cortes independentes, ao contrário da Índia; não é pobre em níveis desesperadores, e está em paz com seus países vizinhos, localizado num fuso horário estratégico

entre EUA e Europa.¹ O Brasil sempre andou tão devagar que não foi difícil para o PT vender a falsa imagem de um país prestes a se tornar uma superpotência. De fato, um dos mitos que a América do Sul mais ama é que a única razão pelo qual os países latinos ainda não despontaram é pelo impedimento de alguma força maligna exterior que os previne.

O debate do Pré-Sal foi simbólico. Supostamente, se trava da “segunda descoberta do país”, segundo o ex-presidente Lula. Porém a triste verdade é que, se o petróleo permanecer abaixo de US\$45 por barril, o valor econômico de todo Pré-Sal é perto de zero.

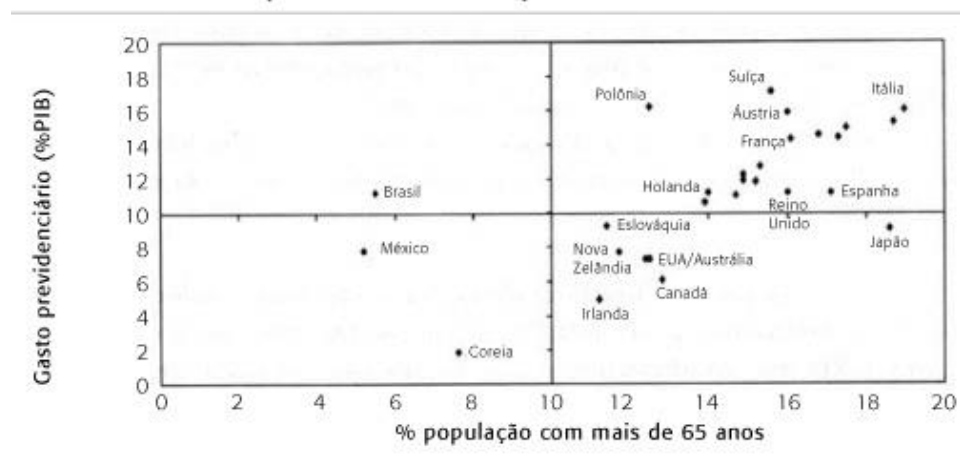
Devemos creditar a Economist por ter notado, mesmo na edição otimista de 2009, muitas das fraquezas do país, como gastos crescendo num ritmo mais acelerado que as receitas, e a corrupção crônica de nosso governo. Podemos adicionar outros mais: a tendência sintomática de indivíduos apropriando pedaços do estado para eles mesmos, sejam eles empresários com laços e empréstimos subsidiados pelo governo, a classe média, com suas universidades públicas e sistema de pensão esclerótico, ou o segmento de baixa renda como os esquemas de transferência.

Em toda democracia existe uma tendência natural de evitar custos de curto prazo em favor de ganhos de longo prazo. No Brasil, essa noção é levada ao extremo, sendo incapazes de reformar o sistema de pensão, sem uma reforma tributária e das leis trabalhistas para enfraquecer o governo corrupto e trazer mais transparência quando se trata de negócios e regulação.

¹ A África do Sul foi incluída no grupo mais tarde por políticos e para todos os motivos não deveria nunca ser tratada como um BRIC de verdade. Se uma nação da África tivesse que ser incluída, sem dúvida deveria ser a Nigéria, que possui um potencial muito maior.

Resumindo, o ponto é que as pessoas tendem a ver o Brasil sob uma ótica de copo meio cheio / copo meio vazio. A verdade é sempre mais complicada, e o país convive com suas forças e fraquezas ao mesmo tempo. No nosso melhor, somos quase um EUA tropical, e no nosso pior, um país de políticas duvidosas, clientelismo, e “campeões nacionais” que “por acaso” são amigos próximos do governo.

Gasto previdenciário de países selecionados



Fonte: Giambiagi (2007:93).

Mais do que tudo, o Brasil tem um grande potencial. De fato, se um marciano viesse para a Terra amanhã, ele poderia julgar que o Brasil tem o quarto maior potencial de qualquer país no planeta. Apenas cinco países são ao mesmo tempo do tamanho de um continente (o que os dá escala, recursos naturais e custos menores) e uma população de mais de 100 milhões de habitantes: Os quatro BRICS e o Estados Unidos.

Considerando que EUA, China e Índia, com populações muito maiores, certamente estão destinados para serem disparadas as três maiores economias do mundo pelo remanescente do século 21, o Brasil é destinado a ser, se alcançar pelo menos parcialmente seu potencial, a quarta maior economia. O país goza de melhor demografia e tem

mais escala e potencial que Japão, Alemanha, França ou Rússia.

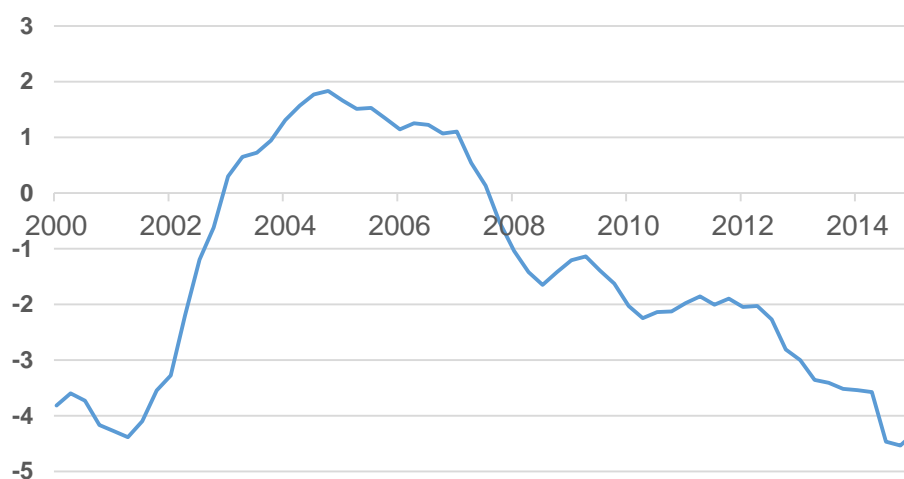
De fato, mesmo após a desvalorização cambial recente, a maior empresa do país por capitalização de mercado, a Ambev, vale mais de US\$80 bilhões. Esse fato por si só serve de lembrete sobre o quão relevante a economia do país é. Não são muitos mercados que tem o poder de fogo para produzir empresas comparáveis em tamanho com Ambev e Itaú. Você certamente não pode comparar o Brasil com Colômbia ou Argentina.

Países com território superior à 5.000.000 KM²	Interseção	Países com mais de 100 milhões de habitantes
Canada Austrália	Brasil Rússia Índia China Estados Unidos	Indonésia Paquistão Nigéria Bangladesh México Filipinas

Então porque o país está afundado na lama? Como estávamos falando, muitas das feridas do país são antigas. Mas se corrupção, estadismo e clientelismo não são novos no Brasil, o PT certamente aprofundou esses problemas, aumentando os gastos muito além do que era responsável e acreditando cegamente que os bons tempos iam continuar para sempre, recompensando seus aliados e ignorando previsibilidade, sistemas legais e facilidade de fazer negócio.

O Brasil é, no começo do século 21, uma imagem espelhada da China e não por acaso: muito consumo, pouco investimento. Não poderia ser de outra forma. O futuro é algo muito pouco importante na América Latina em geral. “Os juros estão altos, o panorama é incerto, vamos viver pelo hoje”, os governos regionais certamente devem pensar. O problema é que, eventualmente, o futuro de fato chega.

Déficit Fiscal do Brasil



Fonte: Bloomberg

No curto e médio prazo, o problema primordial do país é fiscal. Nos últimos 12 meses, o rebaixamento do país foi de uma possibilidade remota para uma quase certeza, e o Ministro da Fazenda Joaquim Levy está lentamente mostrando sinais de que está prestes a desistir da luta.

Não invejamos ele. Ele tem que convencer uma bagunçada coalisão de Marxistas e coronéis clientelistas a deixar seus instintos de lado e votar por cortes de custo que fariam o país saudável novamente no longo prazo, sobretudo se acontecer também uma reforma no sistema de pensão. Mas, no curto prazo, eles perderiam votos, e como sabemos, o futuro é desinteressante para o Brasil. Vivemos para o hoje.

Quando a China deu os primeiros sinais de problemas cinco anos atrás, a resposta natural do governo foi retornar à sua mentalidade estadista, fomentando subsídios para indústrias e empresas arbitrariamente, protecionismo, evitando o livre mercado e criando novas regulações e tratados de natureza duvidosa, obrigando executivos à não demitirem ninguém, entre outras coisas.

Acima de tudo, uma troca frequente das leis que ignora a importância de previsibilidade para uma empresa privada. Quase toda manhã o antigo ministro Mantega estaria convocando a imprensa para anunciar uma nova mudança, com tal frequência que o Brasil se tornou a “Anti-Suíça”. Se o país dos alpes é tão previsível e seguro que o chamam de “entediante”, o Brasil sem dúvida é o seu oposto.

Países de renda per capita em nível médio, como o Brasil, certamente estão em uma posição complicada. Países muito pobres geralmente necessitam de apenas algumas mudanças básicas para que se desenvolvam. Por exemplo, para muitos países africanos hoje em dia, ou para a China três décadas atrás, o êxodo rural foi o estopim de uma nova era, povoando as cidades e dessa forma desenvolvendo um mercado privado.

Quando os países se aproximam da renda per capita considerada média, porém, mudanças pequenas não são mais o suficiente. Produtividade começa a fazer diferença, e para a produtividade melhorar, diversas outras questões se tornam importantes, como uma infraestrutura decente, educação em níveis crescentes, boa ética de trabalho, sistema legislativo funcional e o uso sensível e moderado de impostos e regulações.

Sobre isso, o Brasil ainda tem muito no que trabalhar, e o que é mais preocupante, o governo continua preocupado

com o curto prazo, e não liga ou não tem interesse em atacar nenhum desses problemas.

A boa notícia é que a maré irá subir novamente. Se o Brasil fosse uma ação, certamente sua recomendação seria de compra. Um competidor forte, que apenas precisa de uma mudança em sua administração. É uma pena que os Carl Icahans do mundo não possam comprar um país e forçar com que mudem, como fazem com as empresas abertas. A mudança terá que vir de dentro para fora. Ainda assim, uma imprensa livre e executivos que se encontram crescentemente frustrados podem vir a servir de pavimento para mudanças.

O país, ao contrário de como era nos anos 90, tem um regime de câmbio flutuante, certamente a razão de não estar em uma crise ainda maior. Quando se trata de gastos no exterior, porém, a classe média terá que esquecer de viagens para Flórida por enquanto.

Um importante lembrete para os investidores é: não existe correlação entre crescimento do PIB e retornos do mercado de ações, ou ainda, existe uma correlação negativa, pois quando a economia está crescendo, o valor de mercado das empresas listadas provavelmente já reflete isso.

Julgamos ser um ótimo momento para de comprar ações brasileira. De fato, mesmo com a terrível situação fiscal do país, poderíamos argumentar que comprar ações brasileiras, sobretudo exportadoras como estamos fazemos na FCL, é uma forma mais segura de investir seu dinheiro do que títulos do governo que podem dar default, como LCA e NTN-B. Um cenário similar ocorreu na Argentina na virada do século.

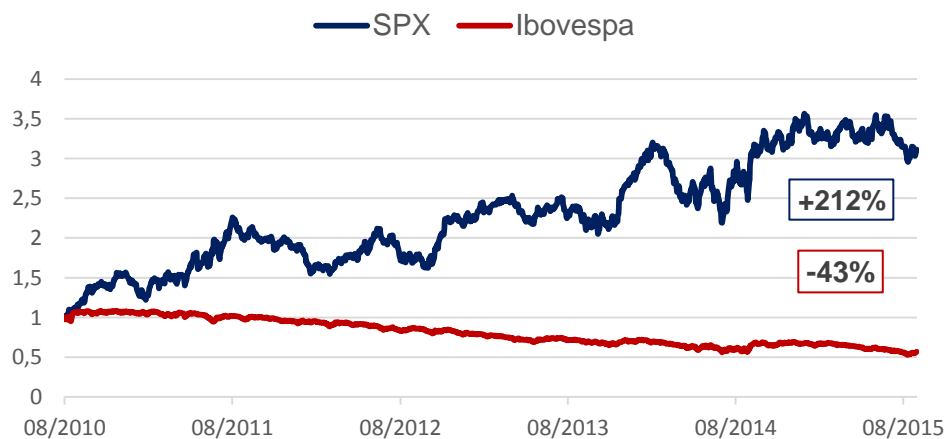
Mesmo que tivéssemos um mandato que nos permite comprar ações do mundo todo sem ênfase em país algum,

e estivéssemos situados em por exemplo Nova Iorque ou Londres, estaríamos provavelmente investindo em mercados emergentes no momento.

O S&P 500 dos Estados Unidos tem estado bem nos últimos cinco anos, muito diferentemente dos mercados emergentes, mesmo antes de considerar que 48% das receitas das empresas do índice são estrangeiras, em Euros ou outras moedas que tiveram forte depreciação frente ao dólar.

Enquanto isso, empresas como Fibria e Braskem, ambas presentes em nosso portfólio, tem quase toda receita e poder de geração de caixa atrelados à moeda americana, e mesmo em reais brasileiros seu valor de mercado sofreu terrivelmente com a queda da Bovespa. Se dolarizarmos seus múltiplos ajustando pelo seu valor em moeda americana, sua valuation está num dos menores patamares de sua existência.

Divergência entre Ibovespa e SPX, Últimos 5 Anos



Uma coisa interessante sobre sucesso no mercado de ações é que o aspecto mais básico dessa atividade é pensar objetiva e independentemente. No primeiro semestre do ano,

nosso portfólio sofreu severamente porque concentramos nossas posições em empresas exportadoras que mantariam suas receitas no caso de uma severa depreciação do Real. O mercado nos puniu, recompensando ações de empresas consideradas “seguras”, com ganhos em Real previsíveis no curto prazo.

Comparação do Trailing EV/EBITDA em Reais e Dólares		
Fibria	Em R\$: 11,37	Em US\$: 8,07
Braskem	Em R\$: 4,04	Em US\$: 3,23

A maré parece ter se invertido, pois agora estas empresas estão sofrendo enquanto nosso portfólio tem obtido excelente desempenho. Recebemos mais de uma ligação de investidores perguntando como podemos entregar retornos tão bons no meio do banho de sangue que foi o mês de agosto para o mercado de ações.

A resposta curta é que não éramos tolos antes devido à nossa fraca performance, e não somos gênios agora que o nosso portfólio tem performado. Investir é uma maratona, e no final, o que importa é o quão batalhador você é, quão boas são suas convicções e, acima de tudo, se desde o começo você estava certo ou errado.

Performance nos Últimos 6 Meses	
FCL Capital	+7,16%
Ibovespa	-9,61%
CDI	+6,49%

Adendo: Prezado investidor, O texto desta carta foi concluído no dia 08/09/2015, portanto antes de dois fatos extraordinários que provavelmente alterariam um pouco seu contexto: a chocante foto do garoto sírio Aylan na praia turca de Bodrum e a notícia de que a agência de classificação de risco Standart & Poors rebaixou a grau especulativo a classificação de risco da dívida soberana do Brasil.

Vale dizer, no dia posterior ao anúncio, o portfólio do fundo FCL Equities se comportou bastante bem, inclusive subindo em reais e com uma pequena queda em dólares por conta da valorização da moeda americana. Este fato nos traz segurança no acerto de nossa estratégia de concentrar em posições de empresas brasileiras exportadoras e empresas com receitas globais.

As discussões nesta carta, inclusive quanto a possibilidade de rebaixamento, e quanto a fotos e capas que mudaram o curso da história, foram mantidas intactas, para não alterarmos nosso raciocínio e exposição de teses por conta de fato posterior ao momento de confecção de nossa carta.

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

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



Bradesco

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)