

FCL*Capital*

Outubro | 2015

Números aleatórios, concursos de beleza e histórias de pescador¹

Em 1998, o Financial Times ofereceu a seus assinantes um concurso onde as duas melhores respostas ganhariam uma passagem de primeira classe de Londres para Nova Iorque. E a proposta era absurdamente simples: cada participante deveria escolher um número de 1 a 100, e ganhariam passagens as duas respostas mais próximas à $\frac{2}{3}$ (dois terços) da média das respostas de todos os participantes.

O concurso era, é claro, uma adaptação da frase imortal sobre o “concurso de beleza” de Keynes, quando foi dito que o mercado de ações era uma máquina tão fascinante porque funcionava como um concurso de beleza, onde você não precisava eleger a garota mais bonita, e nem mesmo a garota que a maior parte das pessoas acharia a mais bonita – mas a garota que você acreditava que a maioria das pessoas acreditaria que a maioria das pessoas acreditaria ser a mais bonita.²

Então qual seria esse número mágico? Assumindo que os participantes escolheriam um número aleatório de 1 a 100, logicamente, sendo essa uma curva normal de resposta de números altos e baixos que cancelariam uns aos outros, a média tenderia para algo em torno de 50. Mas lembre-se: o número a ser descoberto é dois terços da média, então muitas pessoas chutaram o número 33 ($\frac{2}{3}$ de 50). Mas espere! Você não é a primeira pessoa a pensar nisso, então porque não escolher 22, que é $\frac{2}{3}$ de 33? Mas... se chegamos até aqui, talvez seja melhor 15, que é $\frac{2}{3}$ de 22? E por aí vai.

¹ Recomendamos enfaticamente o livro “Superforecasting”, um dos melhores sobre o tema que já lemos.

² Sempre achamos interessante que Keynes nunca pensou sobre ativos que você poderia carregar até a maturação, no caso dos bonds, ou pela perpetuidade, no caso de ações.

Algumas pessoas até escolheram o número 1 apostando numa cadeia sem fim de números diminutivos, e como zero não era uma opção, essa apostaria seria o fim da linha para a questão. No final das contas, porém, o número correto era aproximadamente 13.

Dentre os dois vencedores, o primeiro era um investidor e matemático sofisticado que provavelmente gastou horas elaborando essas ramificações e achando uma solução. O segundo, como não podia deixar de ser, era apenas alguém que escolheu 13 “porque parecia ser uma boa aposta”.

É exatamente assim que funcionam as atividades humanas: uma combinação de sorte com habilidade pode fazer milagres.

* * *

Vamos encarar os fatos: investir é uma atividade probabilística. Não existe certeza em investimentos. Nem mesmo comprar títulos do governo americano e saber que “com certeza” serão inteiramente pagos. De fato, nos últimos anos, houveram dois casos em que, numa briga entre o congresso americano e a administração de Barack Obama, o mundo estava apreensivo com um total default americano.

A única razão pela qual esse acontecimento extraordinário não abalou os mercados internacionais é porque um default americano entra no campo das coisas poderosas e destrutivas demais. Como um asteroide que potencialmente destrói a terra, a inevitabilidade da morte, e por aí vai, não é produtivo pensar muito nesse assunto mesmo que de fato eles ocorram algum dia.

Então a vida seguiu em frente.

Tentar prever de forma sensata o future é uma atividade necessária quando se trabalha na área de investimentos. Você está necessariamente posicionando o seu capital e o de seus investidores

num portfolio o mais poderoso e resistente possível para enfrentar indeterminados e imprevisíveis acontecimentos. Já que investidores são seres humanos, desesperados por algum entendimento e significado sobre o mundo incerto, eles contam histórias a si mesmos que chamaremos de histórias de pescador, para se sentirem seguros e justificar suas ações a si mesmos e a outros.

Howard Marks uma vez disse que tudo sobre investir é uma faca de dois gumes. É uma brilhante metáfora. Por exemplo, a única forma de bater o mercado é selecionar ativos, ou escolher o momento de estar dentro ou fora do mercado, que é diferente da maioria.

O outro lado da moeda é que tendo uma exposição diferente que a do mercado, maiores são chances de que você eventualmente vencerá o mercado (se for bom ou sortudo), mas serão mais comuns períodos dolorosos de tempo onde pode haver performance abaixo da média.

Muitos se chocam em descobrir que os melhores investidores do mundo já sofreram períodos de péssimos retornos. Mas a explicação é simples: eles possuem ativos muito diferentes dos da média, a única forma possível de bater o mercado. E por isso, também passaram por tempos de performance pior que à do mercado.

Além de ser uma faca de dois gumes o mercado é cíclico, e uma das cartas mensais favoritas desta casa é justamente sobre os ciclos do mercado³.

Então como investidores lidam com um mercado que é pela sua própria natureza imprevisível, incerto e cíclico, além de “uma faca de dois gumes”? Eles fingem ter certeza. E fazem isso contando histórias de pescador para si mesmos e para os outros.

³ Nossa carta de março de 2013: [Link](#)

Tomemos como exemplo o termo BRICS. Como todos os outros acrônimos – e investidores amam acrônimos – foi feito para que todos entendessem de forma rápida um conceito. Nesse caso, a ideia de convergência, de quatro países que não eram ricos mas tinham grandes população e tamanho.

Para uni-los num conceito, e pior ainda, para que seus governos adotassem a ideia e tornassem o clube numa organização política, até o ponto de convidar um novo membro que nunca pertenceu ao grupo, parece algo simplesmente absurdo.

Os BRICS contêm duas democracias e duas ditaduras, cada uma com suas próprias características. Entre as quatro, apostaríamos que apenas a China vai se tornar uma nação razoavelmente desenvolvida nas próximas décadas. A Índia também tem muito potencial, sendo o berço de mais de um bilhão de pessoas, mas possui grandes problemas estruturais que não fazem diferença agora, mas provavelmente farão quando o país chegar num novo nível de desenvolvimento próximo ao que o Brasil tem agora, em uma década ou duas. A Rússia ainda é um imenso poço de petróleo fantasiado de país e o Brasil sobrevivera à atual crise, mas não espere que ele conseguirá se tornar uma potência econômica ainda neste século, pois, desculpe, isso simplesmente não acontecerá.

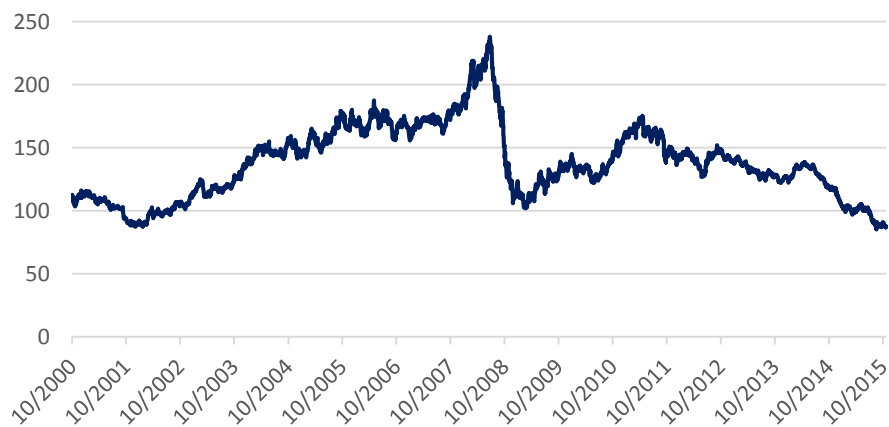
Nos últimos 30 anos a quantidade de acrônimos e histórias de pescador foram impressionantes. Todas nasceram por alguma razão: para entender algo, para que os investidores se sentissem seguros com uma ideia. O problema é que esses contos geraram um comportamento de manada. Nos últimos 10 anos apenas, fomos de 2007, quando um medo generalizado sobre as commodities e recursos do planeta estarem escassos fez com que investidores comprassem bilhões de dólares em índices de commodities até a noção atual do fim da convergência e a aversão aos mercados emergentes a todos os custos porque “o ciclo das commodities já acabou”.

Dentre as centenas de ideias criadas para vender ativos financeiros nas últimas décadas, os BRICS, a “nova economia” de papeis de

empresas de internet, o “Japão é o futuro” dos anos 80, a venda de bonds japoneses com o colapso da economia do Japão na virada do século, a alta do petróleo (2007), a revolução do gás de folhelho (termo correto para o “gás de xisto”) que teoricamente acabará com a dependência americana do petróleo (2014), empresas “frugais” para lidar com a recessão (2009), produtos de luxo que exploram a inequidade global (2013) e muitas, muitas outras.

O interessante é que as histórias e os humores mudam e o mundo reage de acordo, mas as vezes o mundo muda primeiro e as histórias (de pescador) que tentam explicar o mundo, se adaptam para a nova realidade.

Bloomberg Commodities Index, Preço de Fechamento nos Últimos 15 Anos



Como tirar sentido de tudo isso?

Um insight brilhante foi dado por Nicolas Nassim Taleb. Apesar de nunca sabermos sobre o futuro com certeza, um bom indicador pode ser olhar para o passado de forma simétrica. Quer saber por quanto tempo uma tecnologia se manterá viva? Ela existe há quanto tempo? Quanto mais tempo algo existir, mais ela viverá. E voltamos para a faca de dois gumes e a simetria de investir que falamos no começo dessa carta.

Porque contamos essa história? Em partes porque suspeitamos que mais uma vez os investidores estão correndo com suas histórias na tentativa de entender o Brasil. De fato, entendemos o desespero atual em torno da presidente do país e o partido governante. O Brasil está nas mãos de cleptocratas ineptos. Mas tomando conhecimento de Taleb, foi um período muito curto de tempo atrás no qual o Brasil deveria ser a próxima superpotência econômica.

Se o ciclo atual estivesse correndo por décadas, também suspeitaríamos que levaria décadas até que a crise acabasse. Mas como muitos dos investidores pessimistas estavam tão bullish apenas alguns anos atrás, suspeitamos que uma nova história de pescador vai surgir para explicar porque o Brasil, mais uma vez, é a superpotência do futuro, e que não levará nem mesmo décadas para que isso aconteça.

Mais uma vez, nada é garantido e investir é uma atividade probabilística. Talvez o Brasil permaneça nessa crise por muito tempo ainda. Mas entre as muitas razões para descartar essa hipótese, a crise existe há muito pouco tempo para que qualquer uma pense que ela é um estado de normalidade. Se os preços dos ativos fossem suficientemente baixos, ainda assim não mudariam a possibilidade de grandes oportunidades de compra.

Um ponto final tem que se fazer sobre Braskem. É um dos investimentos que estamos mais orgulhosos em 2015 e uma das maiores razões pelo qual o nosso fundo está a frente do benchmark esse ano. "Compre ao som de canhões, venda ao som de trompetes", um homem sábio uma vez disse. Aumentamos nossa posição na empresa após a reeleição de Dilma e no alto da operação Lava Jato, quando o quando o presidente do conselho de administração da empresa foi notoriamente preso, e é atualmente considerado pelos jornais brasileiros peça chave na investigação e talvez prisão do ex-presidente Lula da Silva.

Essa é evidentemente uma situação que qualquer investidor que evitar. Sem mencionar, que mesmo não fosse por essa investigação dominando as páginas de jornal do país, a Braskem atua numa indústria cíclica, que depende de crescimento numa economia muito problemática que é a do Brasil.

Então porque aumentamos nossa posição?

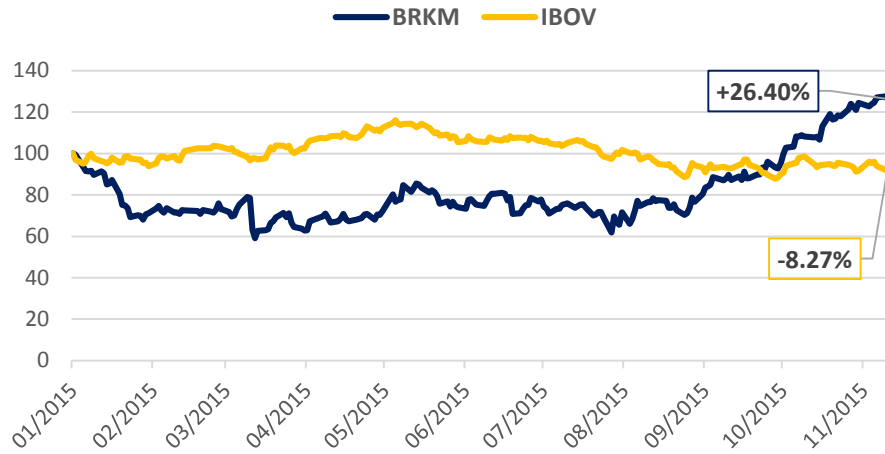
Por quatro razões, segundo nossa análise:

- a.** A empresa é, se qualquer coisa, uma vítima, e não autora, de qualquer ato de má fé;
- b.** A Braskem tem grandes, e insubstituíveis, vantagens competitivas;
- c.** É uma empresa fundamental na economia brasileira. Se ela quebra, o Brasil para. De fato, é quase um monopólio e não existe forma fácil para substituir ela se ela simplesmente sumisse da face da Terra amanhã;
- d.** Qualquer notícia ou dado ruim está muito mais do que incorporado no atual preço do papel.

Mais uma vez, não é uma posição típica para se ter no momento, mas uma da qual temos orgulho de nossa tese.

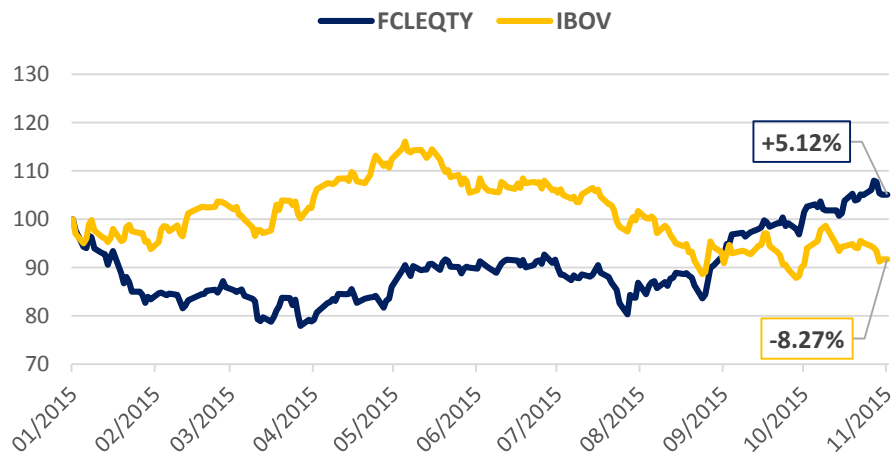
Como acontece com muitos incríveis investimentos, por algum tempo estávamos envergonhados de defender a nossa aposta para nossos colegas e investidores. Existiam motivos óbvios para se evitar o papel. E esse era justamente o motivo pelo qual ele estava tão barato.

Braskem vs Bovespa Index, Year to date



Pegando emprestado de outra dentre nossas frases favoritas sobre investimentos, "o que é confortável, raramente é lucrativo". E esse foi o caso do nosso investimento em Braskem.

FCL Capital vs Bovespa Index, Year to Date



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

fcl@fclcapital.com

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



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)