

FCL *Capital*

3T 2023

Performance

FCL Opportunities	
Year to Date, 2023, BRL	-2,01%
Year to Date, 2023, USD	2,93%
12 Meses, BRL	5,81%
12 Meses, USD	13,56%
MSCI All Country Index, 12 Meses, USD	20,80%
Desde o início (30/01/2017), BRL	86,52%
Desde o início (30/01/2017), USD	15,50%
Retorno anual médio, desde o início, BRL	9,78%
Retorno anual médio, desde o início, USD	2,18%

Ao final do trimestre, as Top 5 posições do fundo FCL Opportunities eram:

Posição	País	% PL
Pinduoduo	China	13,3%
Uber	US	11,2%
Anta Sports	China	10,9%
HelloFresh	Germany	9,8%
Entain	UK	7,3%

A composição do portfólio do FCL Opportunities em 29 de setembro de 2023:

Exposição Setorial	
Consumo cíclico	40,8%
Tecnologia	18,4%
Saúde	13,7%
Serviços Financeiros	9,2%
Telecomunicações	5,4%
Industriais	4,8%

Exposição Cambial	
USD	28,7%
EUR	16,6%
HKD	15,7%
BRL	15,2%
CNY	13,3%
Outros	10,5%

Distribuição Geográfica	
China	29,0%
Europa	24,2%
EUA	14,6%
Brasil	13,3%
Outros	11,2%

Concentração do Portfólio	
Top 5	52,5%
Top 10	83,6%
Top 15	92,3%

A performance do fundo FCL Opportunities no acumulado do ano está em -2,01% em reais, consequência da forte valorização da moeda brasileira frente ao dólar em 2023. Como nossos investidores de longa data sabem, nosso fundo não realiza hedges cambiais e, por essa razão, é esperado que haja diferenças entre as performances de curto prazo entre BRL e USD, conforme detalhamos em nossa última carta.

Em dólares, o FCL Opportunities teve um desempenho levemente positivo no acumulado do ano, se valorizando 2,9%.

Nos últimos 12 meses, a cota do fundo valorizou 5,8% em reais e 13,6% em dólares.

Desde sua criação em 30 de janeiro de 2017, o FCL Opportunities obteve um retorno acumulado de 86,5% em reais e 15,5% em dólares, proporcionando um retorno anual médio de 9,8% e 2,2% nas duas moedas respectivamente.

Esta casa definitivamente não está satisfeita com esse nível de retorno anual médio. Ao longo da maior parte a história de nosso fundo, conseguimos entregar retornos muito acima nisso, na casa dos dois dígitos em ambas as moedas.

De modo geral, nos últimos dois anos, alguns fatores negativos se juntaram resultando em um período em que nossos retornos anuais médios estão momentaneamente abaixo de sua tendência histórica e, acreditamos, de seu potencial de longo prazo:

- Um cenário de instabilidade global com uma diminuição do crescimento das principais economias do mundo e um aumento da taxa de juros globais, afetando todas as economias, mas especialmente os mercados emergentes em que esta casa se especializa;
- Um “*flight to quality*”, que tornou os investidores menos interessados nos mercados emergentes e sobre alocados na economia americana e em mega caps, em detrimento às empresas de menor capitalização;
- Um severo, sell off no mercado acionário chinês por razões pontuais (crescimento abaixo do esperado após a reabertura pós-Covid) e estruturais (boicotes dos EUA, realinhamento das cadeias de produção globais etc.);
- Uma série de guerras e choques negativos (pandemia global, invasão da Ucrânia, ressurgimento do conflito Israel / Palestina etc.) que fizeram com que os investidores ignorassem nossa estratégia e o tipo de ativos em que investimos.

Felizmente, julgamos todos os itens acima como temporários. Durante a maior parte da história de nosso fundo Opportunities, seus retornos estiveram bem acima dos principais índices acionários globais, como o S&P 500 e o Nasdaq. Estamos confiantes de que, uma vez que essas nuvens tempestuosas desapareçam, com o fim do ciclo de aperto de juros nos EUA e algum esfriamento dos principais conflitos geopolíticos (Rússia x Ucrânia, China x EUA etc.), nosso fundo possa recuperar suas máximas históricas e voltar ao seu retorno anual médio habitual de dois dígitos, seja em reais ou em dólares.

Uma série de tendências peculiares ocorreram nos últimos anos no mundo das finanças globais:

1. Algumas mega caps de tecnologia outperformando absolutamente todos os outros ativos, sobretudo as small e mid caps;
2. A economia dos EUA e o dólar outperformando todas as outras economias por uma ampla vantagem e, especialmente, ativos nos EUA com múltiplos de valuation elevados enquanto o resto do mundo fica relativamente mais barato;
3. Um profundo ceticismo relativo à economia chinesa e aos mercados emergentes em geral.



Fonte: Bloomberg, FCL Capital

Como é frequentemente repetido em finanças, as árvores não crescem até o céu e se algo não pode durar para sempre, não durará. Esta casa não pode dizer com certeza quando essas tendências irão se reverter, mas estamos confiantes de que, quando isso ocorrer, nosso fundo FCL Opportunities voltará a brilhar e outperformar como estamos habituados.

Atualização de Teses: Capri & IHS

Para a seção de tese desta carta decidimos discutir não um mas dois dos componentes mais importantes para o desempenho do nosso fundo FCL Opportunities até agora em 2023. Um positivo e o outro negativo, mas ambos bastante instrutivos para explicar nossa performance no ano.

O primeiro foi uma tese central que discutimos ao longo dos anos¹ e que finalmente teve um final feliz no último trimestre². O segundo é uma nova tese que aumentou de importância em nosso portfólio desde 2022, e à qual dedicamos espaço recentemente em nossas publicações.³

Capri

Nosso investimento em Capri começou no terceiro trimestre de 2019 quando esta casa se interessou pelas casas de moda europeias e se espantou pelo fato de que investidores globais ainda não haviam se atentado para o novo paradigma que o crescimento econômico da Ásia traria para esse setor.

Essa macro tese resultou em uma série de investimentos ao longo dos anos, alguns dos quais discutimos longamente neste espaço, como a Moncler.⁴

A Capri estava passando por uma fase difícil: a empresa era até muito recentemente conhecida simplesmente como Michael Kors, uma grife americana mais focada em acessórios, que estava passando por um declínio no poder e no sucesso de sua marca.

Sob a liderança de John Idol, a Michael Kors se tornou uma verdadeira holding de moda, comprando a prestigiosa marca italiana Versace e a marca de moda britânica Jimmy Choo, mantendo suas respectivas mentes criativas após as aquisições. Embora as três marcas necessitassem de um turnaround, o plano de voo nos parecia bastante simples: revitalizar a Michael Kors nos EUA e aumentar o acesso e a exposição das marcas europeias através da abertura de novas lojas na Ásia, se aproveitando da tendência secular proporcionada pelo aumento do poder aquisitivo de seus clientes na região.

Esta casa certamente não teve muita sorte no timing desse investimento: não podíamos ter previsto que menos de seis meses após a realização de nosso investimento o planeta enfrentaria, pela primeira vez em 70 anos, uma pandemia, que além de paralisar a economia global, também resultou no fechamento de todas as mais de 1.500 lojas das três marcas da Capri em todos os cantos do planeta.

¹ Carta 1T 2023 em que comparamos nossos investimentos no setor de luxo: Capri e Moncler -

[https://8d6b179e-dfa9-4146-86f7-](https://8d6b179e-dfa9-4146-86f7-763a65725bc5.usrfiles.com/ugd/8d6b17_427ff795ca88492f8bde5f8c0ccaee44.pdf)

[763a65725bc5.usrfiles.com/ugd/8d6b17_427ff795ca88492f8bde5f8c0ccaee44.pdf](https://8d6b179e-dfa9-4146-86f7-763a65725bc5.usrfiles.com/ugd/8d6b17_427ff795ca88492f8bde5f8c0ccaee44.pdf)

Episódio do Coffee & Stocks sobre Capri: <https://www.youtube.com/watch?v=jDpoIkNCOMM>

² <https://www.ft.com/content/da7c89fb-e3dd-4b2b-a66c-68bcebd0a62a>

³ Carta 3T 2022 com nossa tese em IHS: [https://8d6b179e-dfa9-4146-86f7-](https://8d6b179e-dfa9-4146-86f7-763a65725bc5.usrfiles.com/ugd/8d6b17_dd68c0832f84466594a10b3fe95feae0.pdf)

[763a65725bc5.usrfiles.com/ugd/8d6b17_dd68c0832f84466594a10b3fe95feae0.pdf](https://8d6b179e-dfa9-4146-86f7-763a65725bc5.usrfiles.com/ugd/8d6b17_dd68c0832f84466594a10b3fe95feae0.pdf)

Episódio de nosso Podcast sobre nosso investimento em IHS:

<https://open.spotify.com/episode/4oPxnOmHg8d8QH4PP5hrZS?si=3dc2a5a4912c4b77>

⁴ Nossa macro tese sobre casas de luxo europeias foi amplamente discutido em nossas publicações e mais recentemente em nosso Podcast, link para o episódio:

<https://open.spotify.com/episode/6YUcgQt5D1440HLjEelMtU?si=c77e4428c78941bf>



Fonte: Bloomberg, FCL Capital

Acreditávamos no plano do management e, acima de tudo, no poder de suas marcas: num turnaround da Michael Kors e na ideia de que grifes de luxo europeias como a Versace estavam destinadas a conquistar a Ásia. Assim, no momento mais difícil possível para nossa tese, no auge da pandemia, decidimos por sentar e esperar. Mais cedo ou mais tarde, o mundo reabriria e os fatores que nos animavam no investimento voltariam e seriam percebido pelos investidores.

Em retrospectiva, a venda do negócio para sua rival Tapestry, dona de marcas como Coach e Kate Spade, pode parecer um pouco amargo, já que as ações da Capri chegaram a negociar em torno dos \$64 no início do ano, um premium de aproximadamente 27% sobre o preço final da aquisição.

Por outro lado, ao contrário das casas europeias de luxo, que vendem para a parcela mais rica da população, a Capri, e particularmente a Michael Kors, focam em artigos de luxo mais acessíveis e com o advento de uma possível recessão, esses clientes têm cortado ou adiado algumas compras, levando a Capri a publicar um *profit warning* no início do ano.

Um segundo revés foi a dificuldade de John Idol em encontrar um sucessor após a demissão inesperada no início do ano de Joshua Shurman, CEO da Michael Kors e então cotado como o herdeiro mais provável.

Ambos esses fatos levaram a movimentos negativos no preço das ações esse ano e provavelmente influenciaram a decisão de Idol em vender o negócio.

Considerando que nosso fundo FCL Opportunities é focado em encontrar os ainda desconhecidos campeões do século XXI, no dia do anúncio da aquisição decidimos por não fazer parte no novo grupo e optamos por vender nossa participação juntamente com alguns outros grandes acionistas.

De modo geral, nosso fundo permaneceu investido em Capri por exatamente quatro anos, com suas ações indo de cerca de \$30, quando compramos pela primeira vez, para pouco mais de \$54, quando vendemos nossa participação. Dessa forma, nosso investimento

resultou em uma taxa interna de retorno de 16% ao ano em dólares e cerca de 25% ao ano em reais, uma rentabilidade que julgamos como satisfatória.

A Capri foi o principal contribuidor positivo para nosso desempenho no terceiro trimestre, acrescentando quase quatro pontos percentuais a nossa performance.

O lado oposto dessa moeda e nosso principal detrator de performance foi IHS, que subtraiu cerca de 3,5 pontos percentuais de nosso fundo em 2023.

IHS

IHS foi uma posição que detalhamos pela primeira vez em nossa carta do 3T 2022.⁵

Resumindo muito brevemente nosso raciocínio por trás do investimento na empresa:

- Uma empresa obscura em uma geografia obscura e que, portanto, é negociada a múltiplos de valuation que são apenas uma fração dos múltiplos que empresas semelhantes em outros mercados negociam;
- Posicionada em uma indústria atrativa, estável e promissora;
- Uma empresa líder no jovem e excitante mercado nigeriano, assim como em outros promissores mercados emergentes como Brasil e África do Sul;
- Uma empresa que, devido a sua (mal compreendida) indústria oferece fluxos de caixa previsíveis, no entanto, investidores globais não pagam um premium por isso.

Nosso investimento começou de forma muito auspiciosa. Quando contactámos a administração pela primeira vez, sua base de acionistas estava claramente frustrada. A IHS havia se aproveitado das condições infladas do mercado em 2021 para lançar seu IPO.

Isso por si só nunca nos pareceu um problema. Desde o surgimento dos mercados financeiros, seus participantes reagem aos incentivos em vigor, abrindo o capital principalmente quando as condições estão boas e eles sabem que obterão um bom valuation para o seu negócio.

Um “problema” adicional que nunca nos incomodou: devido a sua base acionaria concentrada, com alguns grandes acionistas detendo a maior parte do capital da empresa, o volume médio de negociação dos papéis da IHS é bem baixo, entre 1 a 2 milhões de dólares por dia. Esse fato a torna uma empresa ininvestível para os grandes fundos globais que administram bilhões de dólares. No entanto, para esta casa, focada em empresas de nicho e gerindo uma fração do capital dos grandes investidores globais, essa iliquidez do

⁵ https://8d6b179e-dfa9-4146-86f7-763a65725bc5.usrfiles.com/ugd/8d6b17_dd68c0832f84466594a10b3fe95feae0.pdf

papel nos pareceu muito mais como uma oportunidade, uma vez que esse era um dos principais fatores por trás do forte desconto que a empresa negociava.

De forma resumida, encontramos uma empresa que não só era extremamente barata, mas também sabíamos exatamente a razão por trás desse desconto expressivo e podíamos tirar proveito dele devido ao pequeno tamanho de nosso fundo.



Fonte: Bloomberg, FCL Capital

Um fator adicional que aumentou nossa confiança na empresa foi a forma como a própria IHS pareceu nos enxergar (e nosso investimento através do FCL Opportunities) como um encaixe natural. Desde o início de nosso investimento o management foi extremamente receptivo aos nossos questionamentos, com seus executivos sempre muito solícitos e disponíveis para nos escutar.

Ao longo do último ano, esta casa teve inúmeras interações positivas com o management da IHS, de diversas teleconferências a até mesmo um almoço oferecido pela empresa no Rio de Janeiro. Em todas essas conversas, nos sentíamos cada vez mais confiantes na habilidade do management de criar e administrar seu nicho no mercado de torres de telecomunicações na África e na América Latina.

O grande percalço que não conseguimos prever foi um conflito acionário entre o management da IHS e seu principal acionista e também mais importante cliente, MTN, a operadora telefônica líder no continente africano.

Ao longo do último ano, a MTN e alguns outros grandes acionistas demonstraram sua insatisfação com a queda no preço das ações da IHS e com o fato de seus direitos econômicos na empresa não serem integralmente correspondentes aos seus direitos de voto. Essa situação foi fruto de um acordo de acionistas assinado logo antes do IPO para garantir uma base acionária dispersa e que nenhum grupo de investidores adquirisse o controle da empresa. Como resultado, a MTN detém 26% das ações da empresa, mas possui apenas 20% do poder de voto.

Estávamos convencidos que esse arranjo era fundamental para garantir que a empresa fosse gerida com independência e evitasse complexos conflitos de interesse, uma vez que a MTN, além de maior acionista, é também o principal cliente da IHS.

Investidor	Participação Econômica
MTN	25,5%
Wendel	22,6%
Emerging Capital Partners	11,8%
Korea Investment Corporation	6,5%
GIC Private Limited	5,4%
Sam Darwish (CEO)	4,2%

Principais acionistas da IHS, fonte: declarações da empresa junto ao SEC

À medida que se tornou cada vez mais aparente que uma revolta interna estava em curso, sentíamos que havia várias alternativas em jogo, mas que, no geral, acreditávamos (e ainda acreditamos) que uma IHS independente seria no melhor interesse dos acionistas.

Nossa opinião foi baseada em dois casos brasileiros bem conhecidos: a Smiles e a Multiplus, os programas de fidelidade da Gol e Latam, respectivamente, que foram listados separadamente de suas controladoras.

Inicialmente, o mercado aplaudiu o baixo Capex e alto ROIC dessas empresas, mesmo com suas controladoras atuando no problemático setor aéreo. Incrivelmente, as empresas responsáveis pelos programas de fidelidade, que só existiam graças às companhias aéreas controladoras, chegaram a valer mais do que suas empresas-mãe.

Gradualmente, como era de se esperar, a tentação da Gol e da Latam para expropriar valor econômico de seus programas de fidelidade se tornou irresistível. Como resultado, as companhias aéreas simplesmente alteraram os termos de seus contratos com a Smiles e Multiplus, prejudicando gravemente os acionistas dessas empresas.

Portanto, para esta casa, uma IHS independente, em que a MTN não exercesse controle, parecia a alternativa mais lógica e no melhor interesse de todos.

No entanto, o que acabou acontecendo foi, de certa forma, ainda mais dramático. Seguindo com nossa analogia anterior, foi como se a Latam, de repente, decidisse priorizar a Smiles em detrimento da Multiplus.

Em um breve comunicado no dia 8 de setembro, a MTN afirmou que iria transferir 2.500 pontos de rede em torres alugadas da IHS, que teriam suas licenças renovadas no final de 2024 e 2025 para uma operadora de torres concorrente, a American Tower.

O efeito dessa notícia foi devastador para as ações da IHS, e como consequência, prejudicou a performance de nosso fundo.

Antes de tudo, é importante colocar esse episódio em perspectiva. A MTN transferiu apenas a operação de 2.500 torres das cerca de 16 mil que a IHS administra na Nigéria. Financeiramente, essas torres representam cerca de 8% da receita agregada da IHS.

Mesmo com essa transferência, ambas as empresas seguem fortemente dependentes uma da outra. No ano passado mesmo, a MTN vendeu e realugou 5.700 de suas torres na África do Sul para a IHS. Ainda por cima, pelo menos na Nigéria, todas as outras torres da IHS alugadas pela MTN estão sobre a vigência de contratos longos, pelo menos até 2029. Por essa razão, mesmo a MTN querendo causar mais danos à IHS, pelo menos no curto prazo, isso não será possível.

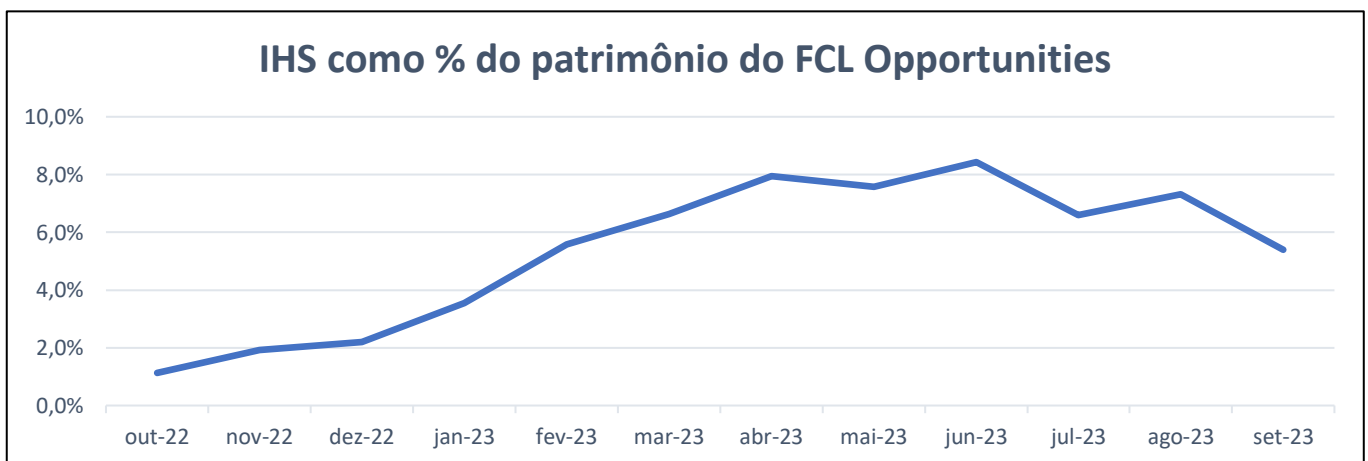
Dito isso, o movimento da MTN é certamente preocupante, não só por ela representar mais de 60% das receitas da IHS, mas também porque foi o primeiro caso público de um transferência de contrato de uma empresa de torre para outra, evidenciando que esse setor é mais suscetível à concorrência do que se pensava anteriormente. Curiosamente, as ações da Helios Towers, sua concorrente mais semelhante, caíram quase tanto quanto a própria IHS em setembro, se desvalorizando em 22%.

Não há dúvidas de que a frustração da MTN com o management da IHS influenciou sua decisão. Agora, e de forma repentina, a operadora se demonstra interessada no business de torres e até mesmo retirou a venda de sua participação na IHS de seu pipeline de desinvestimentos.

Dessa forma, parece que a empresa quer ter mais voz na forma como a IHS é gerida, especialmente quando se leva em consideração o fraco desempenho das ações desde o IPO. Segundo a administração da IHS, a decisão da MTN não foi economicamente racional: eles estão perdendo dinheiro ao transferir as torres para a American Tower.

Há inúmeras incertezas pela frente. Talvez a MTN quisesse apenas enviar uma mensagem forte, mas não abalar de forma definitiva seu relacionamento com a IHS. Talvez seja apenas uma tática de negociação. O CEO da IHS, em uma recente entrevista no Brasil⁶, deu a entender não apenas isso, mas também que ele possui dúvidas se a MTN realmente será capaz de transferir seus equipamentos para a American Tower.

Em suma, como esta casa já disse muitas vezes, a incerteza é inimiga do investidor. Admiramos a gestão da IHS, seu espírito empreendedor e sua posição em um mercado e geografia promissores, mas devido ao aumento da incerteza sobre seu futuro e o fato de haver diversas movimentações nos bastidores que não estamos a par, optamos por diminuir nossa posição até termos uma melhor compreensão acerca desse investimento.



⁶ <https://braziljournal.com/play/ihs-busca-crescimento-em-meio-a-disputa-societaria/>

Queríamos destacar nosso investimento em IHS para fornecer a nossos investidores uma justificativa *ex ante* para comprar as ações seguida por uma atualização *ex post*, expondo nosso raciocínio conforme os diversos eventos ocorriam.

Obviamente, há inúmeros casos em que fatores imprevisíveis prejudicam uma tese original. Como é frequentemente observado, investir é uma atividade probabilística.

Continuaremos a atualizar nossos investidores acerca de nosso investimento em IHS em cartas futuras.

Um Update sobre China

*“These are ever changing times
I see the clock that upon the wall
Well, it don’t bother me at all
These are ever changing times”*

- Aretha Franklin em “Ever Changing Times”

É, para o bem ou o mal, a palavra com a qual esta casa mais é associada. E percepções importam. Depois de realizar este exercício de autoavaliação inúmeras vezes com nossos investidores, amigos e colegas, à frente das palavras “Tinder” (“os malucos que investiram em Tinder em 2015”) e cemitério (“os caras que foram a China e compraram ações em uma funerária local”), a palavra “China” é sempre a primeira que as pessoas associam a nós.

Não é uma avaliação completamente injusta. Desde o início de nosso fundo FCL Opportunities em janeiro de 2017, a China tem sido um dos pilares de nosso arcabouço de investimentos. Na verdade, como expomos em nosso último FCL Day⁷, a China foi a geografia que mais contribuiu para geração de alfa do FCL Opportunities desde seu lançamento. Em seu pico no começo de 2021, a exposição do fundo à China ultrapassou 40% de seu patrimônio e até hoje permanece elevada, na casa dos 15%. Três dos cinco investimentos mais lucrativos que já realizamos foram realizados nesse fascinante e controverso país.

Portanto, não é nenhuma surpresa que, toda vez que nossos investidores leem alguma notícia alarmante ou que colegas no mercado financeiro desejem discutir mais a fundo o país, eles venham ouvir nossa opinião.

Esta carta será uma tentativa de atualizar e contextualizar nossa visão (constantemente em evolução) sobre esse país que continua fundamental para o sucesso de longo prazo de nosso fundo Opportunities.

⁷ https://www.fclcapital.com/files/ugd/8d6b17_ce6c20ff4b8542fc8985f83f6195342c.pdf, slide 29.

O deslumbrante crescimento econômico chinês nas últimas quatro décadas é nada menos do que impressionante, até mesmo miraculoso. De fato, não existe outro episódio na história da humanidade em que tantas pessoas tenham saído da pobreza em tão pouco tempo. De um país miserável na década de 1980, a China se tornou a segunda maior economia do mundo (bem, na verdade a primeira, mas voltaremos a isso mais tarde).

Dito isso, o atual consenso sobre o país é muito claro. Apesar de reconhecer o indiscutível sucesso econômico chinês como louvável e até intrigante, tendo em vista seu regime ditatorial, muitos acreditam que esse impressionante e sem precedentes ciclo de crescimento finalmente chegou ao seu fim devido a:

- Uma economia superalavancada, que, devido às suas raízes marxistas, priorizou um modelo econômico focado exageradamente em investimentos, sobretudo improdutivos, enquanto pouca atenção era dada ao consumo;⁸
- Uma crise imobiliária, que já se anunciava no horizonte há tempos e finalmente explodiu em 2021, colocando, presumivelmente, pondo fim ao modelo econômico chinês, fortemente dependente em investimentos e expondo a ilusão de seu crescimento estratosférico.
- A recente retórica e medidas agressivas da China: seja internamente, com suas políticas imprevisíveis, incluindo sua campanha de “prosperidade comum” e sua recente guinada em direção a um modelo mais intervencionista e pautado pela segurança nacional; ou no exterior, com sua “wolf warrior diplomacy” e guerras comerciais, juntamente com a antagonização geopolítica lançada pelos EUA e, em menor medida, por seus aliados europeus.

Considerando todos esses fatos, conforme diz o consenso, os valuations historicamente deprimidos dos mercados acionários locais não são apenas merecidos, mas, além disso, a China, com suas medidas cada vez mais imprevisíveis, se tornou um país “ininvestível”, que deve ser evitado a todo custo.

Esse seria um resumo dos principais pontos dos pessimistas em relação à China, e eles são muitos.

Agora, vamos analisar cada um desses argumentos e expor nossa visão, mas antes vamos discutir porque a China é tão única e especial.

Abaixo temos duas tabelas: os 10 países mais ricos por PIB per capita e os 10 países mais populosos.

⁸ <https://carnegieendowment.org/chinafinancialmarkets/89466>

País	PIB per capita em USD, 2022
Luxembourg	127.046
Norway	106.594
Ireland	105.362
Switzerland	92.410
Qatar	88.046
Singapore	78.115
United States	75.269
Iceland	74.663
Denmark	67.220
Australia	64.003

País	População, 2023
India	1.428.627.663
China	1.425.671.352
United States	339.996.563
Indonesia	277.534.122
Pakistan	240.485.658
Nigeria	223.804.632
Brazil	216.422.446
Bangladesh	172.954.319
Russia	144.444.359
Mexico	128.455.567

Fonte: Worldometers, FCL Capital

Perceba que, apesar de todos afirmarem constantemente que “os EUA são a nação mais rica da história” isso não é verdade. Existem países onde a população é, em média, mais rica do que nos Estados Unidos, como Noruega, Singapura e Suíça, todas nações incríveis e certamente alguns dos melhores lugares no mundo para se morar. No entanto, todos esses são países “boutique”, ou seja, apesar de oferecerem uma qualidade de vida muito elevada aos seus cidadãos, eles não são muito relevantes para a economia global devido ao seu pequeno tamanho.

Ao mesmo tempo, obviamente, existem países com uma população maior do que os EUA, como China e Índia.

O que sempre tornou os EUA tão únicos e, conseqüentemente, responsáveis por um terço do PIB global em seu auge, é a combinação de ser um país muito populoso e, ao mesmo tempo, um país muito rico. Um dos mais ricos e dos maiores do mundo.

Obviamente estamos simplificando a história: existem outras forças incríveis e únicas por trás do sucesso americano. Dando alguns rápidos exemplos, qualquer pessoa que tenha trabalhado em finanças na vida, mesmo que por um dia, pôde testemunhar o quão à frente está o sistema financeiro americano em relação ao resto do mundo, como as suas empresas têm uma liderança tecnológica inigualável, e assim por diante. É um lugar único e continuará sendo. Mas ainda assim, PIB é uma questão matemática, sendo simplesmente o tamanho de uma população multiplicado por seu PIB per capita (quanto seus cidadãos produzem em um ano).

-----//-----

Todos sabem que é extremamente difícil fazer a transição de uma economia subdesenvolvida para uma economia rica. O século XX está repleto de países que conseguiram escapar da pobreza extrema, mas, uma vez que seu PIB per capita atingiu níveis próximos a 10 mil dólares, eles estagnaram e não conseguiram se desenvolver totalmente. A razão para isso é que passar de, digamos, mil para 10 mil dólares de PIB per capita basicamente significa mover as pessoas das fazendas para as cidades (mesmo que muitas vivam em condições precárias nessas cidades), assim como desenvolver indústrias e infraestrutura básicas.

Por outro lado, passar de um país de renda média, como o Brasil atualmente, para níveis mais próximos aos dos Estados Unidos (ou realisticamente metade do nível americano, o que já seria o suficiente para posicionar o país dentre as economias ricas do planeta) envolve outros fatores como: maior educação e produtividade de sua força de trabalho, a presença de empresas inovadoras, um sistema econômico e jurídico previsíveis, baixos níveis de corrupção, segurança, um sistema pautado na meritocracia e não no clientelismo etc.

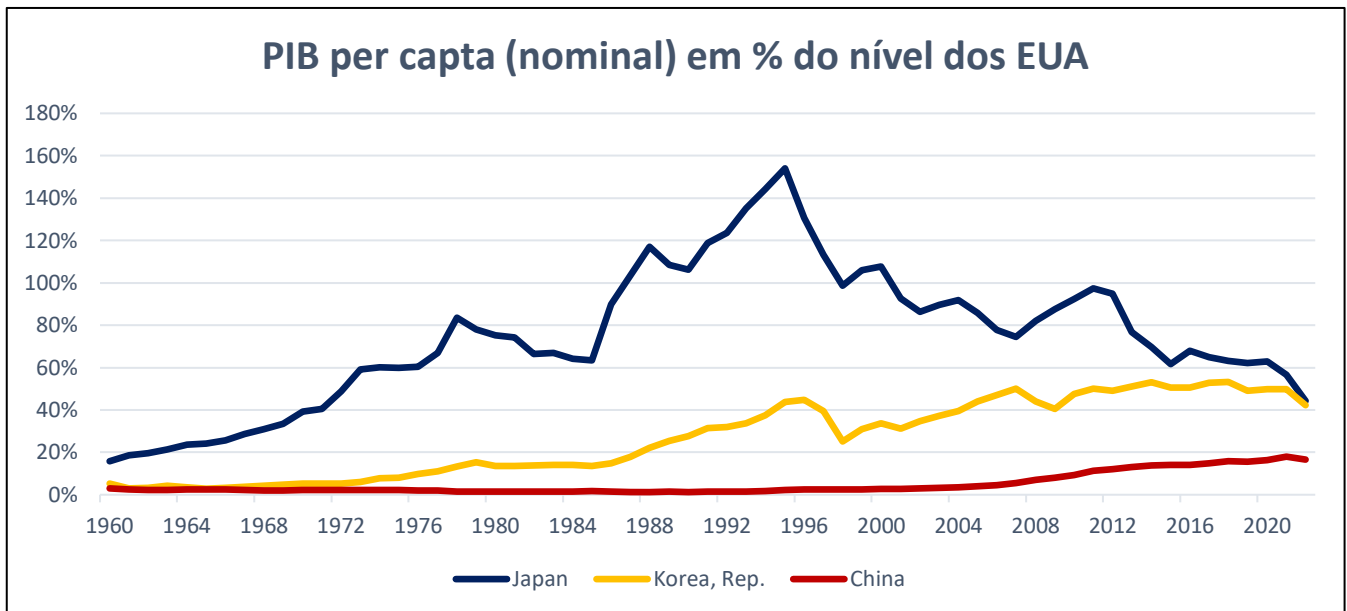
Nos últimos 100 anos, apenas uma região no planeta viu uma parte relevante de sua população passar de níveis extremos de pobreza para rendas per capita próximas aos níveis americanos, primeiro com o milagre japonês dos anos 60 e então, com os quatro “tigres asiáticos” da Coreia do Sul, Hong Kong, Cingapura e Taiwan. Essa região é a Ásia Oriental.



Ásia Oriental: o que há de tão especial nessa região?

Mas ainda não mencionamos, é claro, a maior peça do quebra-cabeça. A China é sozinha responsável por uma em cada cinco pessoas no planeta. Qualquer transformação que ocorra por lá é muito mais relevante para nossas vidas do que qualquer outro acontecimento no mundo.

Agora, vamos comparar a transição de diferentes economias asiáticas para o status de país desenvolvido.



Fonte: datacatalog.worldbank.org , FCL Capital

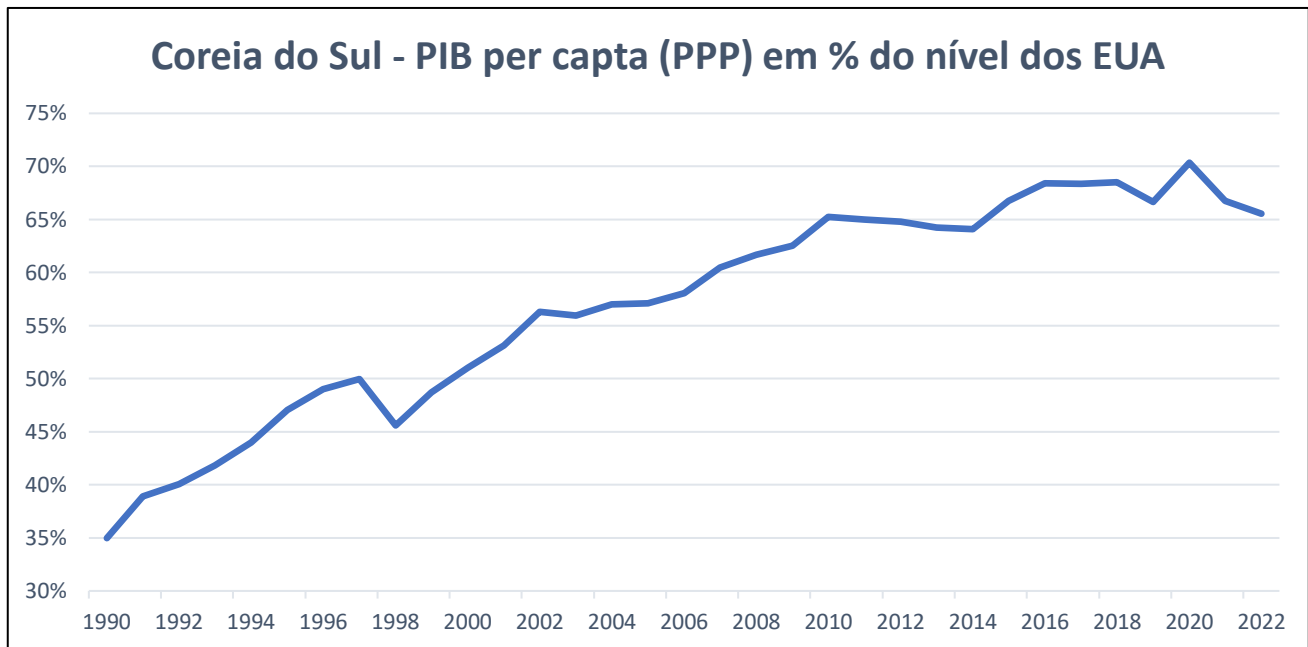
Observe que, à primeira vista, não há nada de incomum no crescimento econômico chinês quando comparado aos seus pares do leste asiático, a não ser o fato da China ser o lar de um quinto da humanidade, tornando sua transição muito mais consequente para o resto do mundo.

Além disso, ao contrário do que acontece por exemplo com o Japão, a imprensa ocidental é obcecada pela China. Não se passa um único dia sem alguma nova matéria sobre o “fim do milagre econômico chinês”. Há sim alguma verdade nessas notícias, mas vamos adotar uma perspectiva de longo prazo.

Para utilizar um só exemplo, vamos discutir a Coreia do Sul: o país, que hoje possui níveis de PIB per capita próximos aos dos EUA, entrou na década de 80 em uma grave (e esquecida) recessão que dizimou sua balança de pagamentos e, aliada a uma seca severa, fez com que seu PIB caísse mais de 4% em 1982 (uma queda suficiente para os comentaristas atuais decretarem o fim da China como um país se isso ocorresse hoje).⁹

Depois disso, apesar de seu constante progresso, a Coreia enfrentou diversas outras crises, mais famosa entre elas a Crise Asiática de 1997. No entanto, como o país possuía muitos dos atributos que mencionamos acima, ela foi capaz de progredir em direção aos status de nação desenvolvida e atualmente possui um PIB per capita próximo de 70% dos níveis americanos em paridade do poder de compra (PPP).

⁹ <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9780939934515/C3.xml>



Fonte: datacatalog.worldbank.org , FCL Capital

Agora, sem dúvida, existem muitos problemas no modelo econômico atual da China. Seu modelo de investimento baseado no setor imobiliário e a crise atual dessa indústria em particular, deve subtrair alguns pontos percentuais de crescimento do PIB pelos próximos dois anos. Acrescente a isso desafios com um governo errático e ditatorial, um consumidor reprimido etc. Há, inevitavelmente, muitos desafios pela frente.

No entanto, só sabemos desses desafios porque eles existem na China. Todo mercado emergente nesse nível de desenvolvimento enfrenta desafios semelhantes ou até mais complicados, mas poucos se importam. Quando o PIB coreano caiu 4% em 1982, ninguém se apressou em dizer (com um prazer mal disfarçado) que o seu “milagre econômico tinha acabado”. A Coreia simplesmente não era muito relevante para o mundo. A importância da China torna o país naturalmente muito mais dissecado e discutido do que qualquer outra nação em desenvolvimento.

A China é um paradoxo. Por um lado, um mercado emergente, ainda relativamente pobre, instável e em desenvolvimento e, ao mesmo tempo, a economia mais importante do planeta junto aos Estados Unidos.

Então, vamos enumerar algumas das razões pelas quais pensamos que a China poderá avançar para um nível mais elevado de desenvolvimento. Mas antes, uma conta básica: a população chinesa é aproximadamente 4x a população dos EUA. Portanto, matematicamente falando, se o PIB per capita chinês atingir 25% dos níveis americanos, ambas as economias terão o mesmo tamanho.

País	% do PIB per capita dos EUA (PPP)
China	28%
Brasil	23%
Polônia	57%
Portugal	54%
Alemanha	83%
Suíça	109%

Fonte:
datacatalog.worldbank.org,
FCL Capital

Agora, voltando a pergunta original. Ninguém, nem mesmo os mais otimistas, acredita que a China atingirá os níveis de PIB per capita dos EUA nesse século, como é o caso da Suíça ou de Cingapura. No entanto, a China corresponde por mais de 20% das patentes do mundo, suas empresas dominam diversos setores de ponta, como veículos elétricos, baterias, painéis solares, e-commerce e muito mais. Suas bolsas de valores, incluindo Hong Kong, são responsáveis pela segunda maior capitalização de mercado, atrás apenas das bolsas americanas.¹⁰

Poderíamos nos estender, mas o ponto é: embora ninguém acredite que a China alcançará os níveis de prosperidade dos Estados Unidos, as pessoas realmente acreditam que, após evoluir de 2% do PIB per capita americano para 28% nas últimas duas décadas, o desenvolvimento do país simplesmente acabou de forma repentina nos últimos anos? Embora 28% pareçam impressionante, isso representa apenas metade dos níveis de países como Polônia ou Portugal, colocando a China apenas em 76º lugar no mundo!¹¹

Alguém realmente acredita que um país com atributos tão incríveis quanto a China nunca atingira os mesmos níveis de desenvolvimento de Portugal ou Polônia? É realmente tão impossível conceber que, depois de passar de 2% para 28%, a China seja incapaz de continuar a se desenvolver e atingir 56% dos níveis per capita americanos nas próximas décadas?

Ou, para explorar uma outra alternativa, será que no fundo o “fim do desenvolvimento chinês” seja mais algo que as pessoas torçam para acontecer ao invés de uma opinião baseada em fatos?

Pedidos de patente por país, 2021	
China	1.585.663
Estados Unidos	591.473
Japão	289.200
Coreia do Sul	237.998
Índia	61.573
Alemanha	58.569
Canadá	37.155
Austrália	32.409

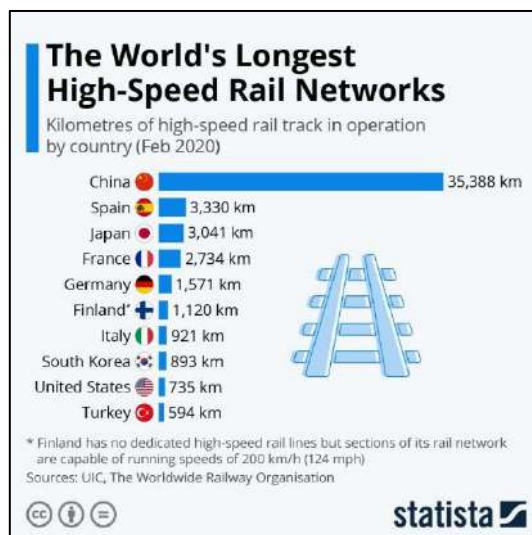
Fonte: World Intellectual Property Organization, FCL Capital

Arranha-céus (200m+) por país	
China	1.048
Estados Unidos	236
Emirados Árabes	146
Coreia do Sul	79
Malásia	59
Austrália	57
Japão	48
Canadá	37

Fonte: CTBUH, FCL Capital

¹⁰ Incrivelmente, mesmo assim, ações de empresas chinesas são cada vez mais evitadas e às vezes abertamente boicotadas por gestores de fundos ocidentais, quando na verdade elas deveriam ser vistas como uma enorme fonte de alfa e diversificação.

¹¹ <https://www.ft.com/content/8a7fb1d5-bb3a-48b7-aa72-1c522fd21063>



Esta casa simplesmente nunca se deparou com um argumento que explicasse de maneira convincente porque o desenvolvimento econômico chinês teria supostamente acabado. Até agora, tudo que ouvimos foram desafios de curto prazo disfarçados de problemas insolucionáveis de longo prazo. Como sempre no setor financeiro, as pessoas tendem a extrapolar o presente.

E francamente, temos visto muita torcida disfarçada para que a China entre em colapso e pare de se desenvolver. Em parte, entendemos porquê. Uma nova ordem mundial é sempre assustadora e ela certamente está chegando, já que a álgebra nos mostra que quando (e não se) a China atingir 50% do PIB per capita americano, sua economia será maior do que a dos EUA e Europa somadas. Os tempos estão realmente mudando.

Ainda assim, isso não significa que não estamos monitorando com atenção o conjunto atual de desafios da China.

Os últimos dois anos têm sido particularmente movimentados, sobretudo com a notória campanha de “prosperidade comum”, que tinha como aparente objetivo “colocar os empreendedores de tecnologia de volta ao seu devido lugar”. O governo chinês não é apenas obsessivo por controle, ele é também incrivelmente intervencionista e autoritário: ele intervém em qualquer aspecto da vida dos chineses que ele não gosta, desde adolescentes jogando videogame demais ou adorando exageradamente alguma boy band. Afinal, é um governo paranoico e ciumento. Um rei não gosta quando um de seus servos brilha demais ou é muito falador, como Jack Ma acabou descobrindo.

Mas novamente, todos os mercados emergentes enfrentam desafios. Alguns são assolados por crises cambiais (Nigéria, Argentina), outros por hiperinflação, outros por frequentes golpes de estado (basta ver o leste africano). A China, o maior dos mercados emergentes, possui muito mais atributos positivos do que qualquer um desses países. Certamente está longe de ser uma Suíça, mas, ainda assim, o país certamente continuará a se desenvolver já que possui inúmeras vantagens.

Para stock pickers como esta casa, as economias de escala sempre nos fascinam, uma vez que elas criam verdadeiros moats e empresas imbatíveis. Se a escala sem precedentes dos EUA no século XX foi fundamental para a criação de empresas formidáveis como

Walmart, Starbucks, Disney e outras, a escala atual da China no século XXI também está ajudando o país a criar verdadeiros campeões globais, como Alibaba, Anta, BYD e muitos outros.

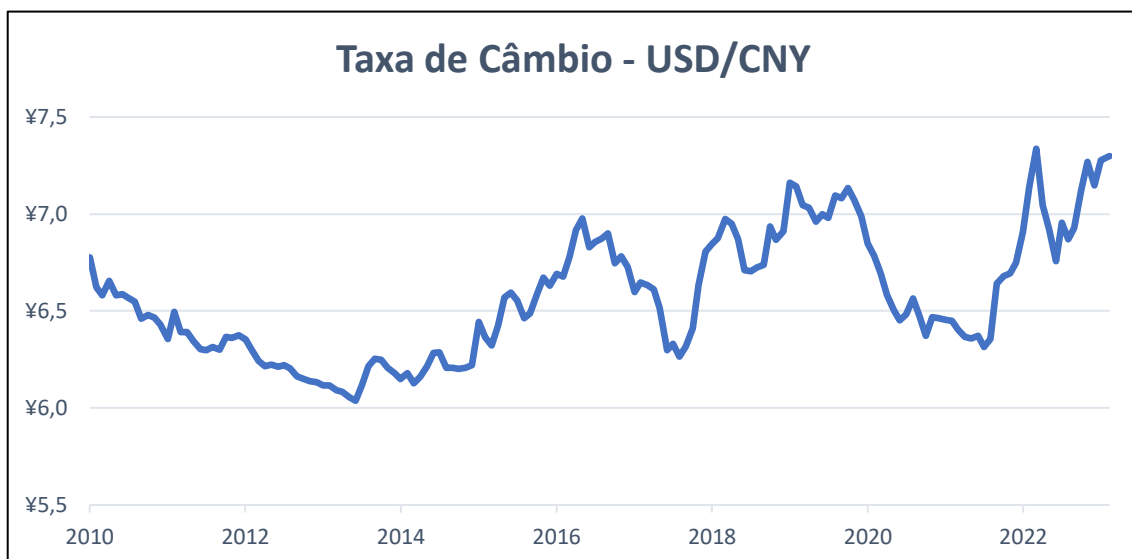
PIB Nominal Vs. PPP

Um aspecto importante da suposta “rivalidade”¹² entre China e os Estados Unidos é o fato de que, como lemos na mídia financeira todo dia, a China é a “segunda maior economia do mundo”.

A realidade é um pouco mais complexa do que isso. Basicamente existem duas formas de se calcular o PIB. A primeira, e mais famosa, é bastante simples: simplesmente calcular o total de bens produzidos em uma economia durante um determinado ano e então converter esse valor para dólares se utilizando da taxa de câmbio vigente. Por essa métrica, o PIB da China está atualmente em torno de US\$ 18 trilhões em comparação com os US\$ 24 trilhões da economia americana.

No entanto, há décadas já é amplamente compreendido entre os economistas que países pobres têm preços mais baixos do que países ricos. Um corte de cabelo em Pequim custa uma fração do preço do mesmo serviço em Nova York, mesmo considerando diferenças em qualidade. Além disso, a volatilidade dos preços e das taxas de câmbio tornam a comparação de serie históricas problemáticas.

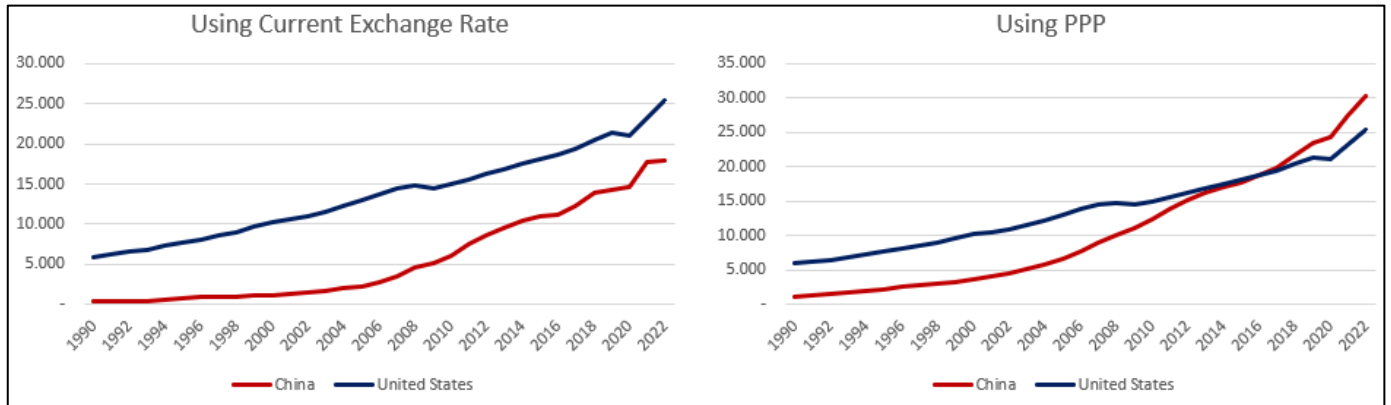
Se você realmente deseja comparar o tamanho de duas economias distintas, ou até mesmo da mesma economia em diferentes períodos, o método mais recomendado é o chamado Paridade de Poder de Compra (PPP), que leva em consideração os diferentes níveis de preço para os mesmos produtos e serviços. Por essa métrica, pelo menos desde 2016, a economia chinesa já é a maior do mundo. A vantagem nominal dos Estados Unidos se deve a um dólar cada vez mais sobrevalorizado, o que torna seus produtos mais caros quando convertido para outras moedas.



Fonte: Bloomberg, FCL Capital

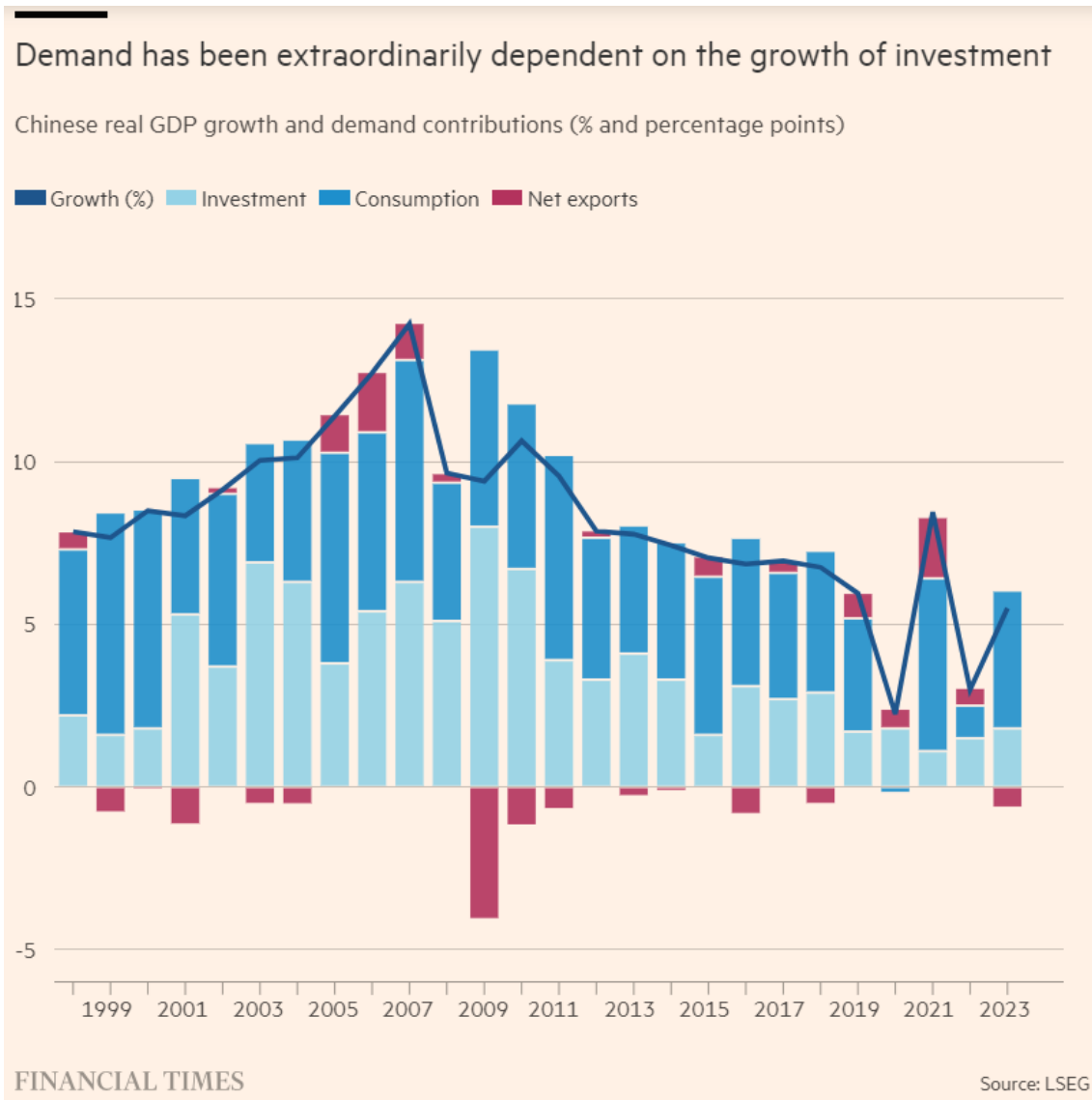
¹² Rejeitamos esse termo e entendemos o comércio e finanças globais como uma proposta de ganha-ganha.

Comparação do PIB, em bilhões de USD:



Fonte: datacatalog.worldbank.org , FCL Capital

O Futuro



Fonte: <https://www.ft.com/content/8a7fb1d5-bb3a-48b7-aa72-1c522fd21063>

Não se engane: a China enfrenta desafios reais e complexos. Sua crise imobiliária, situação geopolíticas e modelo econômico excessivamente dependente em investimentos cada vez mais improdutivos ao invés de consumo.

Mas, acima de tudo, achamos essa suposta “rivalidade” uma tolice. Tanto a China quanto os EUA são absolutamente fundamentais para a economia global e continuarão a ser pelas próximas décadas. Nenhum deles desaparecerá. E, no final do dia, o debate sobre se a China no longo prazo atingirá 95% ou 110% % do PIB americano é irrelevante. O fato é que o país é um motor de crescimento global. Muitas das melhores empresas do planeta, que cada vez mais não têm concorrentes a altura no Ocidente, são de lá.

Para esta casa, evitar, não tentar entender, ou ainda pior, como é cada vez mais comum nos EUA, boicotar abertamente o mercado chinês e suas possibilidades de investimento revela não apenas um senso distorcido de patriotismo, mas também uma total insensatez.

Os atuais valuations deprimidos de empresa chinesas são como todas as outras histerias positivas ou negativas dos mercados. No início, o movimento ocorre por razões válidas, tem algumas justificativas, basta lembrar o boom das empresas de internet nos anos 2000. A mudança súbita de direção econômica vista na China após o Covid de fato tornou o país mais imprevisível, e um certo desconto é sim justificável. No entanto, atualmente o mercado acionário chinês está repleto de oportunidades com empresas incríveis sendo negociadas como se eles fossem desaparecer.

O fato é que os investidores estão extrapolando *ad infinitum* muitos dos problemas atuais que a China enfrenta, como políticas mais intervencionistas, um ambiente geopolítico hostil e a crise imobiliária.

Não se engane, existe um movimento ativo de boicote à China e as razões para essa “indústria” são inúmeras: desde políticos oportunistas usando o truque mais antigo em sua caixa de ferramentas para mobilizar e assustar a população em torno de um inimigo em comum, até lobistas querendo defender empresas americanas que enfrentam dificuldades contra competidores chineses mais eficientes (alguns exemplos marcantes são Facebook x TikTok ou Tesla x BYD) e muitos outros. Infelizmente, a “indústria” de ódio à China prospera.

Ironicamente, discordamos da avaliação de “especialistas em China” na mídia financeira, a maioria dos quais nunca se deu o trabalho de visitar o país, quando mencionam sua principal razão para a inevitabilidade de um “Armagedom Chinês”: o declínio demográfico.

É sim verdade que a população chinesa diminuirá ligeiramente a partir de agora, de 1,4 bilhão de pessoas para cerca de 1,3 bilhão até 2050. Sua população em idade ativa diminuirá um pouco mais rapidamente, embora de forma mais lenta do que no Japão, Coreia e alguns outros países.

Mas as pessoas esquecem que a China ainda está se urbanizando. Sua taxa de urbanização atualmente ainda está em torno de 64%, crescendo cerca de um ponto percentual por ano ao longo das últimas três décadas e possivelmente atingindo 90% da população por volta de 2050. E o que realmente importa em termos de produção econômica não é a população total, mas a população urbana ativa, já que o trabalhador urbano produz múltiplos a mais

do que o trabalhador rural. Portanto, a população urbana chinesa continuará crescendo mesmo que sua população total diminua.

O governo pode ajudar esse processo promulgando reformas ousadas, a mais urgente entre elas a modernização do sistema “houkou”, que especifica o local onde os residentes podem acessar serviços públicos básicos. Ao contrário da maioria dos outros países, pelo menos formalmente, é difícil para o chinês médio migrar do campo para as cidades mais produtivas, embora isso esteja lentamente mudando.

-----//-----



Uma divergência dentro da Berkshire?

Não é nenhum segredo que Charlie Munger está entre as pessoas que esta casa mais admira. Ele é a outra metade da formidável dupla da Berkshire Hathaway e fará cem anos em janeiro.

Munger, diferente de seu parceiro, sempre teve interesses mais variados e uma perspectiva um pouco mais ousada. Uma pessoa menos preocupada com as percepções públicas sobre ele. Ao longo das décadas, o track record imbatível da dupla fala por si só. Mas, para alguns observadores mais experientes da Berkshire, diferenças muito sutis podem ser percebidas entre eles de tempos em tempos.

A dupla fez diversas viagens à China, mas, ao contrário de Buffett, Munger foi altamente influenciado por sua amizade com o gestor chinês Li Lu, a quem se atribui o mérito de ter ajudado Munger a abrir seus olhos para as oportunidades chinesas.¹³

Como é de conhecimento público, Munger não é apenas um investidor no fundo de Li Lu, mas o gestor chinês foi responsável por apresentar a Munger a oportunidade de

¹³ <https://www.reuters.com/article/us-dailyjournal-munger/charlie-munger-targets-active-managers-elon-musk-praises-china-idUSKCN1Q32V7>

investir na então desconhecida fabricante de baterias chamada BYD em 2008. Ele até mesmo organizou uma reunião entre Munger e o fundador da BYD, Wang Chuanfu.

Posteriormente, a Berkshire compraria uma participação significativa na BYD e é um investidor relevante até hoje. Munger supostamente mencionou certa vez que a BYD foi “a melhor coisa que ele já fez para a Berkshire”.



Wang Chuanfu acompanhando Buffet, Munger, e Bill Gates a uma visita na fábrica da BYD na China, 2010

Quinze anos depois, esta casa comprou pela primeira vez uma pequena participação na mesma BYD para nosso fundo FCL Opportunities. Mas essa é uma história para outra hora.

No que talvez seja a discordância mais pública que essa incrível dupla já teve, Munger há tempos elogia ativamente a China. Quando questionado recentemente sobre por que ele investe no país, ele respondeu de forma direta que “as empresas chinesas são melhores [que as americanas] e podem ser adquiridas a um preço mais barato”.¹⁴

Aos 99 anos, Munger claramente compartilha da visão desta casa de que a China será um pilar econômico fundamental do século XXI e não há realmente nada que se possa fazer quanto a isso se não aproveitar essa oportunidade. Buffett, por outro lado, recentemente vendeu parte das participações que a Berkshire detém na BYD e na TSMC de Taiwan, alegando que “não gosta da geografia”. Ele muito provavelmente estava aludindo à possibilidade de um conflito entre os EUA e a China no futuro, mas talvez também fazendo um aceno a alguns dos movimentos atuais nos EUA que pregam que a China é uma adversária e não uma oportunidade de investimento.

¹⁴ <https://www.youtube.com/watch?v=X75HkBZm6Po>

Esta casa nunca se abateu diante dos fatos vindo da China. É um mercado emergente, uma geografia difícil de se investir, que certamente trará inúmeras noites sem dormir a quem investe em seus mercados públicos e privados. Mas o país é também responsável por quase um quinto do PIB global, de grande parte de suas patentes, lar de muitas das empresas mais incríveis do planeta e a principal fonte de crescimento da economia global.

De casas de luxo europeias a varejistas esportivas americanas, da Apple a Tesla, inúmeras empresas teriam seu modelo de negócio inteiramente destruídos caso a China não existisse. Como toda boa pergunta, a resposta não é realmente preto ou branco, mas sim tons de cinza, e as pessoas tendem a se radicalizar para os extremos quando discutem sobre a China.

Como qualquer figura polarizadora, o país continuará a agitar paixões e preconceitos. À medida que a comunidade global de investidores se divide em dois campos opostos em relação à China, queremos que esta carta fosse uma mensagem bem clara para nossos investidores sobre qual campo esta casa se encontra.