

Relatório de Estratégia

Abril de 2022

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CFP, CGA

Felipe Moura, CGA

1

Os anos 2000 estão de volta

—

“Nós compramos participações em empresas baseados nas expectativas de desempenho de longo prazo dos negócios e não porque são códigos em uma tela que mudam a todo tempo. Este ponto é crucial: nós não somos investidores de papéis, somos investidores de negócios.”¹

Warren Buffett

—

Este foi um dos principais temas da 56ª Assembleia Anual de Acionistas da Berkshire Hathaway, liderada por seus diretores nonagenários Warren Buffett e Charlie Munger. A ideia de investir em ações como partes de um negócio real já foi tão repetida que virou clichê na comunidade de investimentos. Este fato, infelizmente, não significa que o mercado deixou de ignorar essa obviedade ululante. Como Munger, o mais incisivo da dupla, fez questão de ressaltar: “a forte queda das cotações dos ativos favoritos da onda *tech* dos últimos meses, como as ações da corretora Robinhood, trata-se de justiça divina”.

Para demonstrar o erro cognitivo das massas que negociam ações diariamente em busca do retorno imediato, Buffett explicou como adquiriu, em 15 dias, cerca de 12% de uma das maiores empresas de energia do mundo, a Occidental Petroleum, sem sequer afetar as cotações da empresa. Como relatou ao longo das 6 horas de conversa com seus acionistas em Omaha, em uma situação normal de mercado, é inconcebível que alguém consiga comprar um percentual tão relevante de qualquer ativo real importante para a economia sem

¹ Carta aos Acionistas da Berkshire Hathaway – fevereiro/2022 – tradução livre

afetar seus preços. Imagine adquirir 12% das terras dos EUA, ou dos imóveis, ou do rebanho bovino, etc.

Já vimos esse filme antes. No final dos anos 2000, auge da bolha das *pontocom*, Warren Buffett era visto como um investidor antiquado e sua estratégia de valor havia morrido – assim a célebre frase “*value is dead*”, que há pouco tempo estava voltando a cena, inclusive sendo adotada por vários influenciadores tupiniquims, entusiasmados com a disrupção da economia pelas *bigtechs*, *fintechs* e correlatos.

A principal estratégia de Warren Buffett, assim como a maioria dos investidores de valor (*value investors*) é de arbitragem temporal. Ou seja, ele acumula ativos explorando o diferencial de horizonte de tempo entre os participantes do mercado, comprando daqueles que estão focados no movimento de curto prazo da bolsa. A maior parte dos gestores, mesmos os que são alinhados com a filosofia de valor, sofrem muita pressão por resultados de curto prazo, seja de seus investidores (cotistas dos fundos), seja dos acionistas das instituições financeiras cujo recursos administram. Esse contexto provoca o viés da conformidade, ou como preferimos chamar, “efeito maria-vai-com-as-outras”. Gestores profissionais dificilmente podem arcar com o custo de carregar posições perdedoras durante muitos anos sem perder recursos.

Na Berkshire, Buffett tem uma fonte perene de recursos por meio de suas seguradoras e resseguradoras, que independe do humor dos mercados. Pelo contrário, momentos de *stress* na economia são os preferidos por Buffett para emitir apólices com prêmios favoráveis. Assim, o fato de estar a dez anos com retorno abaixo do S&P 500, praticamente, não tem qualquer efeito sobre os alocadores de recursos da empresa. Na verdade, lhes proporciona grande vantagem operacional, pois podem ser agressivos em momentos de grande incerteza econômica.

Com a recente correção do mercado e estouro da bolha, Buffett voltou mais uma vez às manchetes como o Oráculo de Omaha.

No ano, os índices da bolsa americana S&P 500 e Nasdaq amargam uma desvalorização de -13,31% e -21,16%, respectivamente. Como já discutimos neste espaço, a dança dos ciclos nos leva a crer que veremos a inversão de desempenho entre as ações *value* e *growth*, iniciando, assim, um novo ciclo de ações de valor.

Em fevereiro de 2021, escrevemos uma carta intitulada “Não há nada novo debaixo do sol” (a qual você pode acessar [clikando aqui](#)). Nela, analisamos a ascensão meteórica dos fundos da ARK Invest – uma gestora de investimento, até então idolatrada por Wall Street, que chegou a atingir a marca de US\$ 58 bilhões sob gestão, se tornando a 7ª maior gestora de ETFs do mundo.

A estratégia da ARK Invest não poderia estar mais alinhada com o discurso inovador-tecnológico-disruptivo-de-alto-crescimento que tanto apaixona a indústria financeira. No entanto, por mais que algumas dessas empresas possuam modelos de negócios interessantes e visão estratégica surpreendente, seus fundamentos não justificam os estrondosos múltiplos de *valuation* aos quais negociam. Dessa forma, desde fevereiro/2021, apontávamos para um indício de irracionalidade do mercado.

Escrevemos nesta carta o que segue abaixo:

—

“É inegável a valorização expressiva registrada por essas ações de tecnologia e rápido crescimento. No entanto, o questionamento fica em torno do que acontecerá quando “a música parar” e os investidores não estiverem mais dispostos a pagar tão caro pelo crescimento dessas

companhias. Com as valorizações expressivas, as correções poderão ser de igual magnitude.”²

—

Na época em questão, estávamos a caminho do auge das políticas de afrouxamento monetário dos bancos centrais na economia global, com a atuação destacada do Federal Reserve. O excesso de liquidez nos mercados promoveu diversas manias especulativas que seguiam à risca os padrões documentados nos livros-texto de finanças, e questões como “a morte do *value investing*” retornaram aos debates no mercado financeiro, em um momento que diversas ações de empresas não consolidadas, muitas de tecnologia, que na maioria das vezes nem lucro registravam, ascendiam de forma meteórica e investidores estavam dispostos a pagar múltiplos cada vez maiores por esses ativos.

No auge da valorização, em fevereiro de 2021 o ETF da ARK registrava uma rentabilidade de 661% em relação a seu início em novembro de 2014. No mesmo período, as ações da Berkshire Hathaway registravam uma modesta valorização de 72% - o que suscitou no mercado inevitáveis comparações entre Cathie Wood (a fundadora, CEO e CIO da ARK Invest) e Warren Buffet, o maior expoente da filosofia do *value investing*.

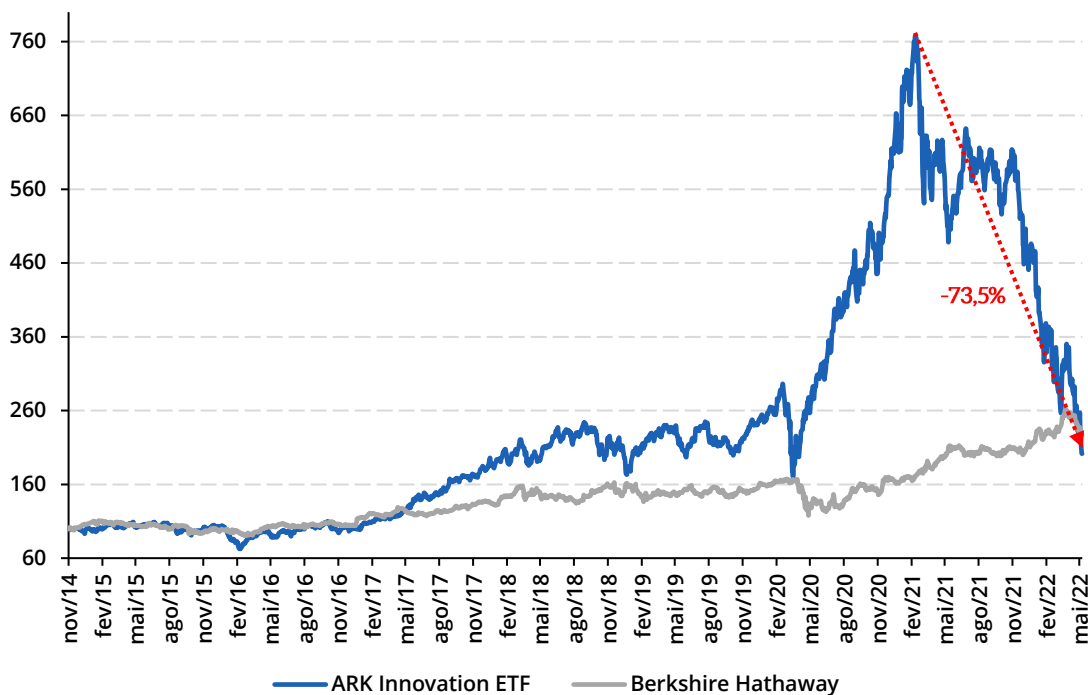
Hoje, pouco mais de 1 ano após trazermos o caso da ascensão da ARK, o ETF acumula uma desvalorização de 73,49%. Ao analisarmos a janela entre novembro/2014 e maio/2022, registra uma rentabilidade de 101,6%, contra um retorno de 127,1% da Berkshire de Warren Buffet.

A música começa a tocar cada vez mais lenta e em menor volume conforme o FED intensifica seu processo de aperto monetário

² Carta de Gestão – Finacap – fevereiro/2021

seguinto à risca a principal equação da política monetária, a regra de Taylor. Num momento em que a economia americana opera a plena capacidade e os índices de preço escalam para os maiores níveis dos últimos 40 anos, o Federal Reserve iniciou o processo de aumento nos juros e a discussão do mercado agora se dá em torno do ritmo e da magnitude das próximas elevações das taxas, o que foi responsável pelo movimento de alta generalizada da curva de juros americanas e comprimiu de forma significativa os *valuations* das empresas de tecnologia.

Neste momento em que investidores migram suas posições para “histórias de valor” e trocam suas alocações para empresas com *valuations* atrativos e maior estabilidade nos seus fluxos de caixa, o movimento se reflete na performance do ano de 3,50% das ações da Berkshire contra queda expressiva de 17,00% do S&P 500.



Ativo	Retorno Acumulado	
	Nov/14 ~ Fev/21	Nov/14 ~ Mai/22
ARK Innovation ETF	101,60%	661,14%
Berkshire Hathaway	127,10%	72,49%

Recentemente, o blog da Brazil Journal divulgou uma manchete³ que havia sido escrita pela Barron's. Nesta manchete, os repórteres afirmam que mesmo se a companhia de participações de Warren Buffet, a Berkshire Hathaway, tivesse uma desvalorização de 99%, ainda assim, teria um retorno superior ao do S&P 500 no período de 6 décadas.

Na última carta aos acionistas da Berkshire, a companhia divulga que o acumulado de retorno composto da *holding* de participações é de 20,1%, enquanto o S&P 500 entrega 10,5%. A um primeiro olhar, 10% a.a. de retorno composto adicional pode não parecer muito, mas no acumulado, isso faz a diferença de Warren Buffet entregar a valorização de 3.641.613% versus 30.209% do S&P 500 – no período de 1965 até 2021.

Nesse ponto, vale reforçar o tema da arbitragem temporal. Em vários períodos o investimento em ações, mesmo sob gestão de Warren Buffett, pode ficar abaixo de estratégias “exóticas e modernas”, de algum índice de referência acionária, e até da própria renda fixa, mas estes são justamente os períodos ideais para manter o foco na visão de retorno no longo prazo.

Neste contexto, quando observamos o cenário atual do mercado acionário brasileiro, enxergamos como um dos pontos de oportunidade de arbitragem temporal – adquirindo participações em bons negócios com desconto e visão de longo prazo.

Quando vemos casos como o da Petrobras que, nos últimos 12 meses, distribuiu em forma de dividendos aos acionistas 28,4% de todo o valor de mercado da companhia (considerando como base o fechamento de abril/2022), nos parece uma oportunidade evidente. Obviamente, o

³ <https://braziljournal.com/a-berkshire-poderia-despencar-99-e-ainda-ainda-bateria-o-sp>

principal componente para capturar esse retorno superior é a visão de longo prazo e fugir dos ruídos de curto prazo.

2

Cenário Econômico

Internacional

No cenário internacional, o índice de inflação ao consumidor americano (*CPI*, em inglês) registrou aumento de 8,3% nos últimos 12 meses, partindo do resultado de abril/2022. Embora a inflação tenha apresentado o primeiro sinal de desaceleração nos últimos oito meses, seu resultado foi ligeiramente superior às expectativas dos economistas, que esperavam 8,1%. Naturalmente, o indicador realça as pressões inflacionárias sobre as famílias americanas e o desafio posto para o governo do presidente Joe Biden.

O Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) do Federal Reserve, o banco central dos Estados Unidos, anunciou a elevação da taxa de juros do país em 0,5 ponto percentual, a maior alta em mais de 22 anos. Com isso, a taxa básica de juros americana passa a ser de 0,75% a 1% ao ano.

O presidente do Federal Reserve (Fed), Jerome Powell, sinalizou que os integrantes do FOMC não estão considerando “ativamente” um aumento ainda mais agressivo, de 0,75 ponto percentual, nas taxas de juros na próxima reunião, a ser realizada em junho.

Além do aumento de juros, o comitê também decidiu iniciar o enxugamento do balanço patrimonial, em 1º de junho deste ano. Para os títulos do Tesouro americano (*Treasuries*), o teto inicial de vendas será de US\$ 30 bilhões mensais, e depois de três meses o limite subirá para US\$ 60 bilhões. Já os títulos hipotecários (*MBS – Mortgage Backed*

Securities) devem ter teto inicial de US\$ 17,5 bilhões nos primeiros três meses e depois subir para US\$ 35,5 bilhões.

A inflação nas economias desenvolvidas é o centro das atenções dos investidores. O índice da Bloomberg de bônus de longo prazo do governo dos Estados Unidos caiu mais de 18% este ano, colocando-o no caminho de sua maior queda observada desde 1973. O recuo nos preços dos bônus elevou o rendimento dos *Treasuries* de 10 anos - uma referência para os mercados de títulos do mundo todo - a quase 3%, com os investidores se posicionando para um aperto rápido da política monetária do Federal Reserve e outros bancos centrais desenvolvidos que também estão enfrentando a disparada dos índices de inflação.

O consenso de mercado aponta para um pico da inflação neste trimestre e uma queda constante até 2023. O que reduziria o grau de pânico em torno da inflação e permitiria uma queda das taxas.

O FMI divulgou sua revisão sobre as projeções econômicas, reduzindo a perspectiva de aumento do PIB global para 2022. A estimativa que era de 4,4% passou para 3,6%. Segundo a entidade, a guerra na Ucrânia e as sanções ocidentais à Rússia pioraram significativamente a perspectiva para a economia global.

O elevado nível de desconforto dos investidores globais com a alta da inflação ao redor do mundo voltou a reduzir a demanda por ativos de risco. A sensibilidade ao tema voltou a ficar explícita neste mês, com a alta firme dos preços do petróleo e dados da inflação americana piorando o humor geral.

A escalada mundial dos preços é um movimento que não se via desde a década de 1980. Além de superar as expectativas, as altas da inflação ao consumidor mantêm os principais bancos centrais, especialmente o Federal Reserve (Fed), dos EUA, pressionados a adotarem medidas

monetárias restritivas. O principal instrumento é a alta das taxas de juros, iniciativa que encarece o custo do crédito e, assim, reduzindo o ritmo da economia.

O S&P 500 apresentou desvalorização neste mês caindo -8,80%, no ano o resultado no acumulado é de -13,31%. Enquanto o índice Nasdaq teve desempenho de -13,26% no mês, impacto principalmente pelas empresas de tecnologia que são mais afetadas pelo cenário de aumento de juros. No ano, o Nasdaq amarga uma queda acumulada de -21,16%.

No câmbio, o Real se desvalorizou frente ao Dólar na ordem de -4,92% no mês, encerrando a cotação em R\$ 4,9721/US\$. No ano, a moeda brasileira apresenta apreciação de 10,75%.

Brasil

A desaceleração do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em abril, que contou com a ajuda da deflação em energia, em nada animou os economistas. O indicador veio um pouco acima das expectativas, o avanço de preços foi mais disseminado, métricas menos voláteis acompanhadas pelos analistas e pelo Banco Central seguem pressionadas e não há sinais de alívio em bens industriais e serviços.

O IPCA subiu 1,06% em abril, após alta de 1,62% em março. Ainda assim, foi o maior resultado para o mês desde 1996 (1,26%). No acumulado em 12 meses, os números também impressionam. Até abril, o índice sobe 12,13%, vindo de 11,3% em março. É a maior taxa, por essa medida, desde outubro de 2003 (13,98%).

A decisão do Banco Central brasileiro foi pela elevação da taxa básica de juros em 1 ponto percentual, para 12,75% ao ano, como esperado, e, diante da deterioração do cenário, indicou que o ciclo de alta se estenderá para a próxima reunião. No comunicado da decisão, a

autoridade monetária afirmou ver “como provável” um novo aperto em junho, mas em magnitude menor.

Antes do encontro, a sinalização dos membros do comitê era de que o último ajuste seria feito nesta última reunião de abril. Ao comentar a inflação de março, o presidente do BC, Roberto Campos Neto, admitiu que foi uma surpresa e disse que o comitê avaliaria os efeitos disso para a política monetária, mas não comunicou claramente uma mudança de postura.

Como justificativa para reduzir o ritmo, além da incerteza ainda elevada, o Copom afirmou que o aperto está em “estágio avançado” e reforçou que os impactos da política monetária são defasados, “ainda por serem observados” e, por isso, demandam cautela adicional.

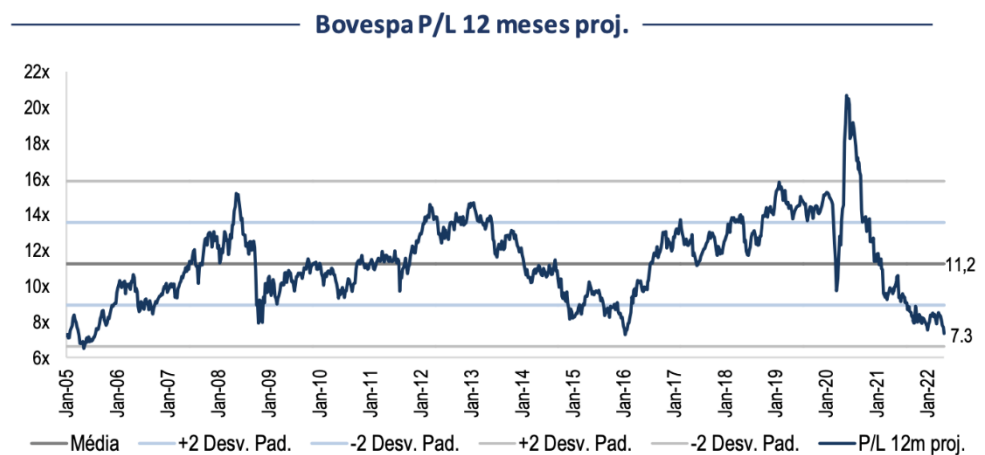
O mercado de trabalho registrou em março abertura líquida de 136.189 vagas com carteira assinada. Com isso, o saldo de contratações no acumulado em 2022 ficou positivo em 615.173 postos. Os dados do Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) foram divulgados no último dia 28/abril, pelo Ministério do Trabalho e Previdência. Segundo o ministro do Trabalho e Previdência, José Carlos Oliveira, março foi o terceiro mês consecutivo de criação de empregos.

O FMI atualizou as projeções para a economia brasileira. A entidade afirmou que pela alta dos preços das *commodities*, consequência da guerra, o time de pesquisa revisou para cima a projeção de crescimento econômico, que passou de 0,3% para 0,8% em 2022.

O fluxo de recursos estrangeiros para a bolsa brasileira inverteu o movimento. Depois de o investidor externo ter alimentado a valorização das ações no 1º trimestre, o saldo líquido em abril foi negativo em R\$ 7,67 bilhões. No 1º trimestre, o saldo superou a média

de R\$ 20 bilhões por mês. A leitura, por ora, é de que não há uma reversão de tendência, mas uma acomodação após a alta expressiva das ações locais e uma resposta de curto prazo ao movimento de juros americanos. No ano, o investidor estrangeiro segue com posição comprada líquida de R\$ 58 bilhões.

O Ibovespa teve um mês de queda de -10,10%, fechando em 107.876 pontos. No ano ainda acumula valorização de 2,91%. Mantemos a visão do *valuation* bastante atrativo em que o mercado de ações brasileiro negocia. O Ibovespa atualmente opera na relação de preço/lucro de 7,3x, conforme gráfico abaixo divulgado pelo BTG Pactual. Observamos fundamentos importantes nas empresas negociadas no índice, ainda mais por fatores externos que beneficiam o cenário de longo prazo para a bolsa local.

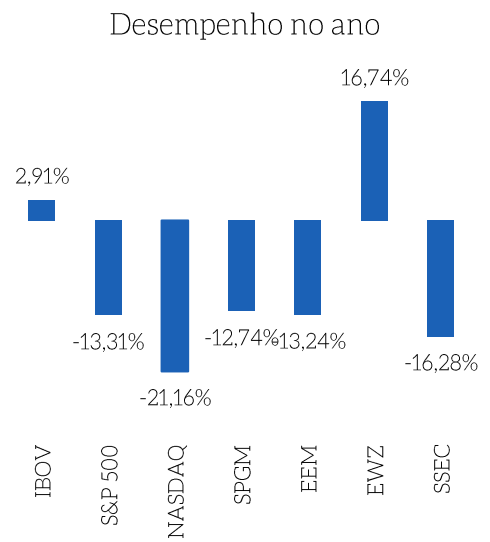
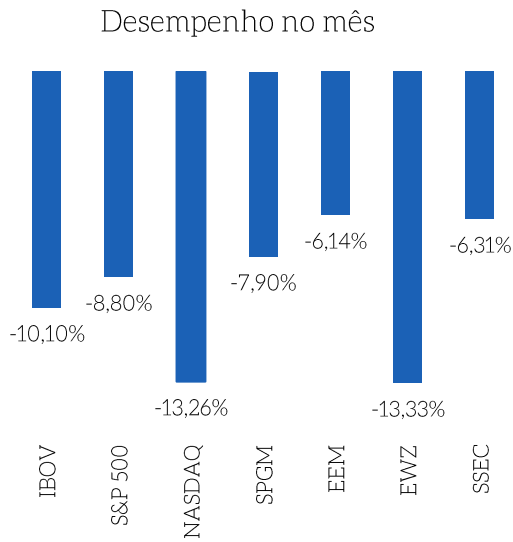


A curva de juros apresentou abertura ao longo do mês, levando o IRF-M a apresentar desvalorização de -0,12% (no ano, o resultado é de 1,23%). O IMA-B entregou valorização de 0,83% no mês e 3,73% no ano.

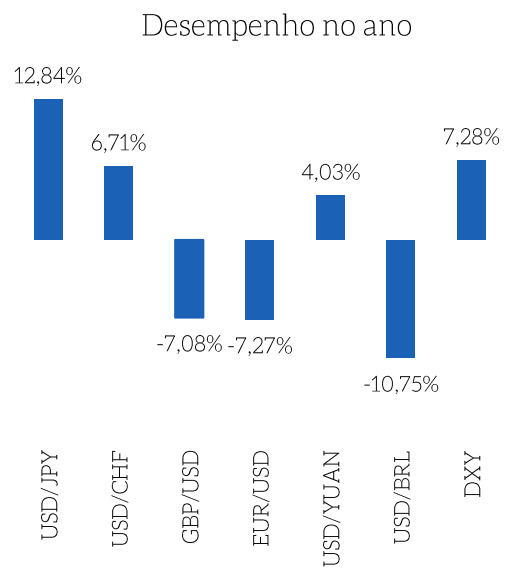
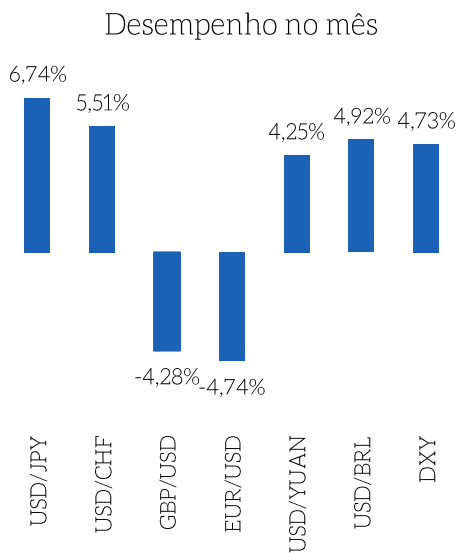
3

Mercados

BOLSA DE VALORES



CÂMBIO



- SPGM: SPDR Portfolio MSCI Global Stock Market

- EEM: iShares MSCI Emerging Markets ETF

- EWZ: iShares MSCI Brazil ETF

- SSEC: Shanghai Composite

- USD/JPY: Dólar/Iene

- USD/CHF: Dólar/Franco Suíço

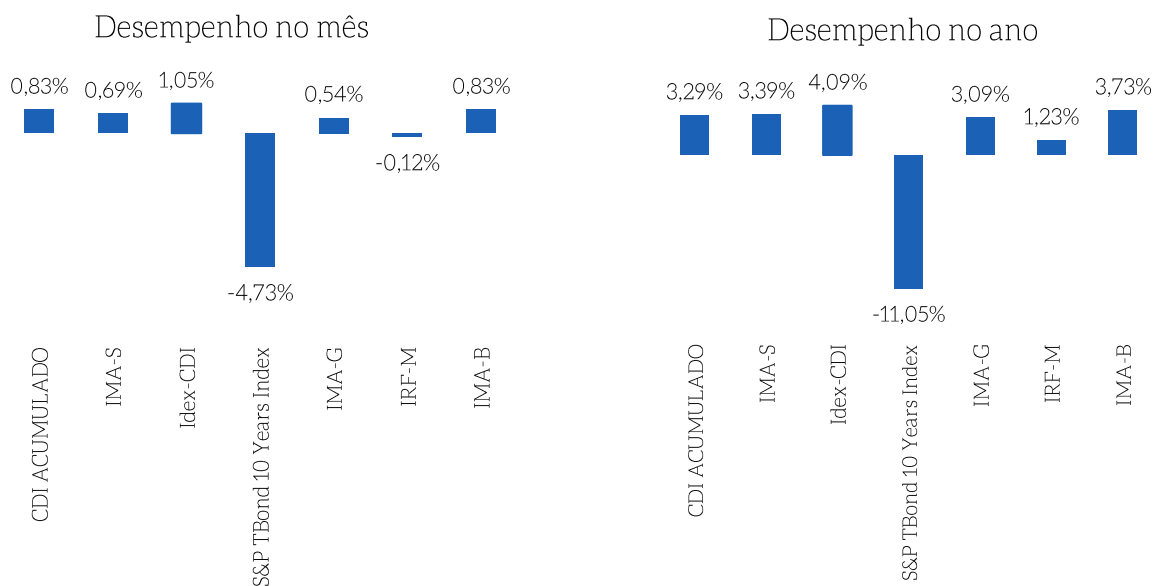
- GBP/USD: Libra Esterlina/Dólar

- EUR/USD: Euro/Dólar

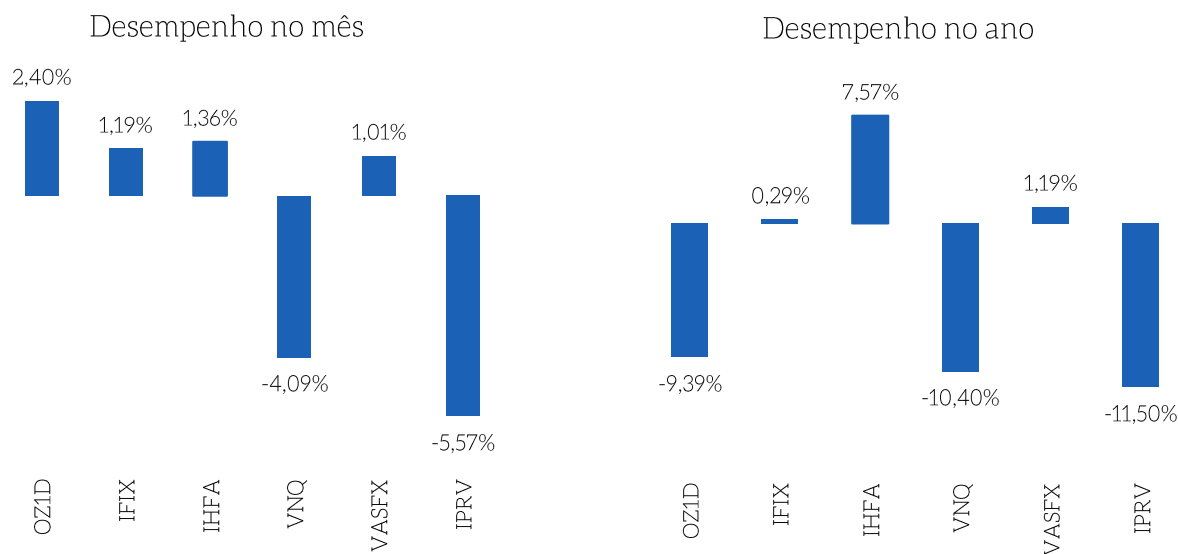
- USD/YUAN: Dólar/Yuan Chinês

- DXY: Índice Dólar

RENDA FIXA



ALTERNATIVO



- IMA-S: Índice composto por LFTs

- IMA-G: Índice composto por títulos públicos, excluindo indexados ao IGP-M

- IRF-M: Índice de uma carteira com títulos préfixados

- IMA-B: Índice composto por NTN-B

- OZ1D: Ouro, 250g

- IFIX: índice de Fundos Imobiliários

- IHFA: Índice de Hedge Funds ANBIMA

- VNQ: Vanguard Real Estate Index Fund ETF Shares

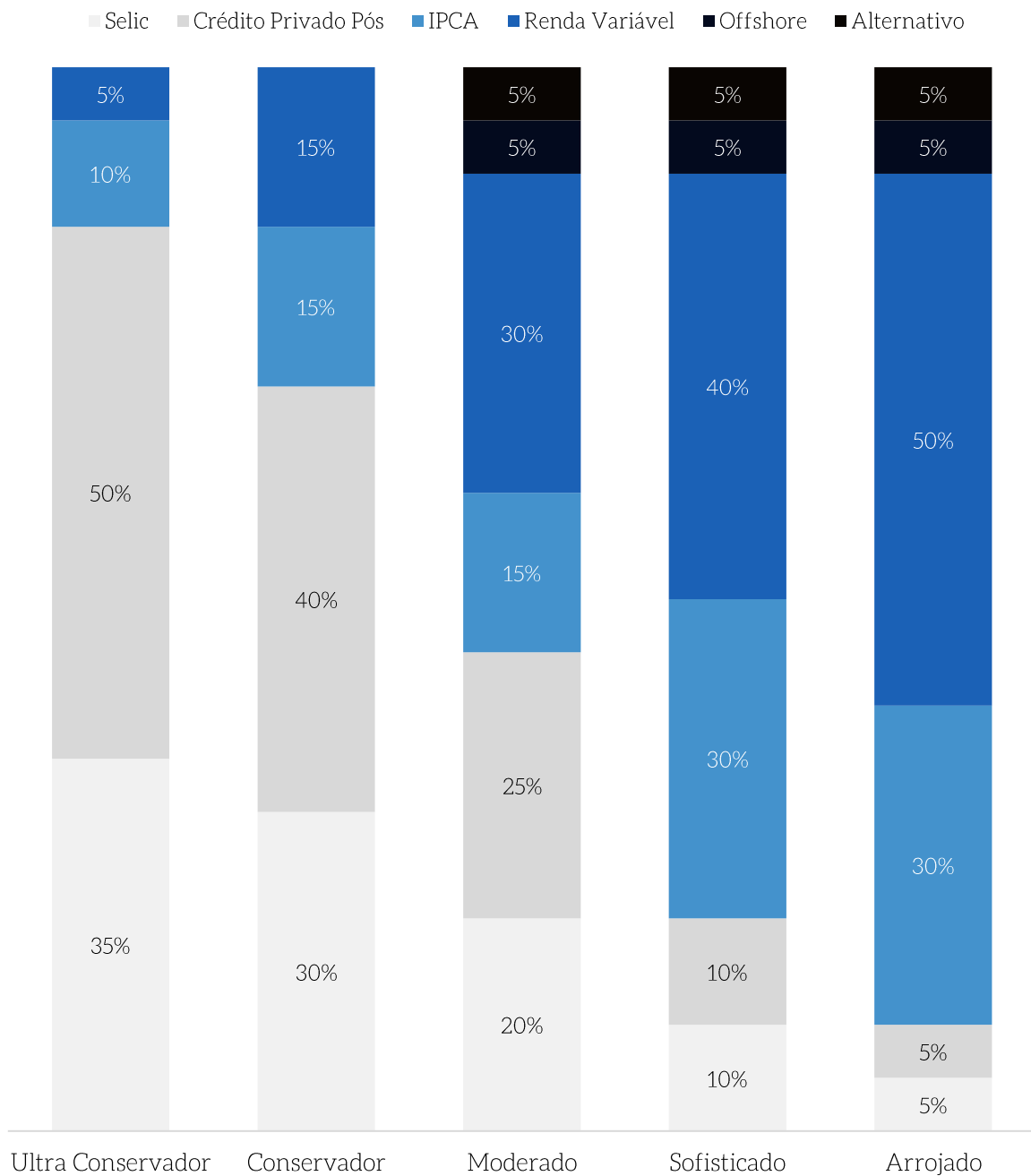
- VASFX: Vanguard Alternative Strategies Fund Investor Shares

- IPRV: iShares Listed Private Equity UCITS

4

Estratégia

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA

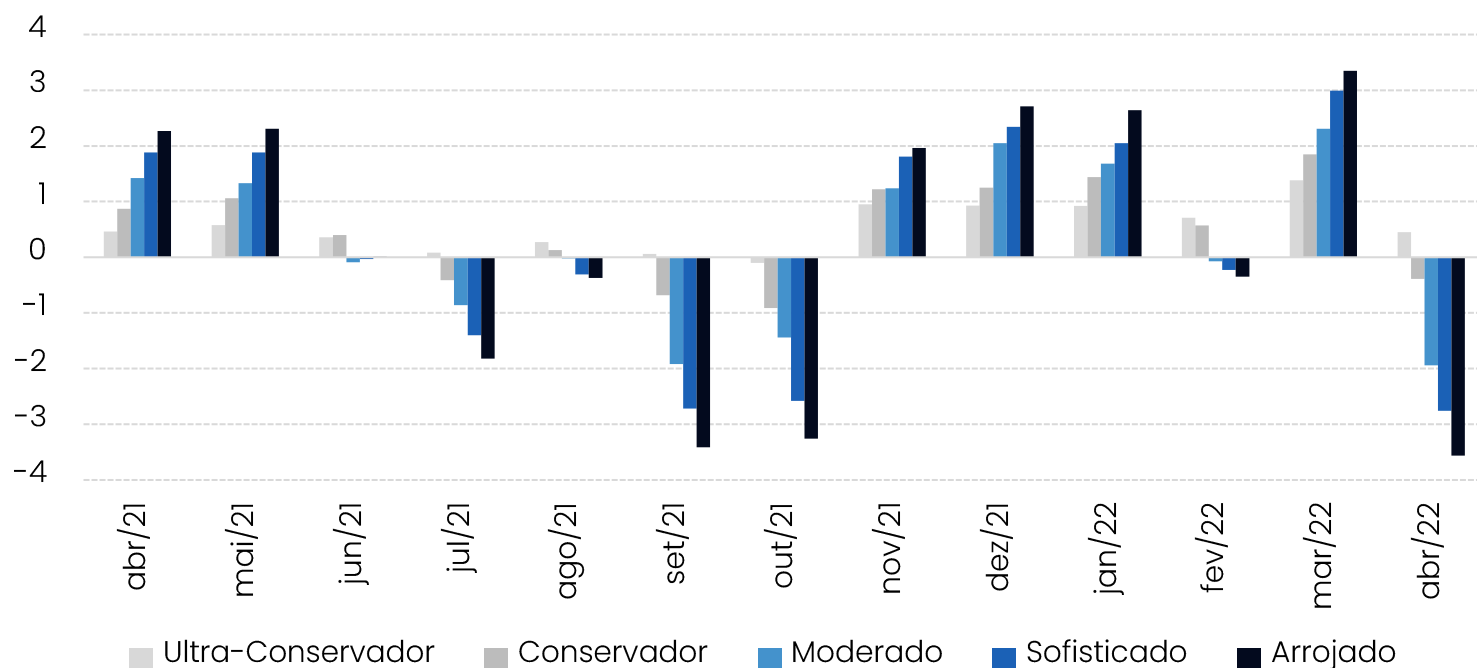


ESTATÍSTICA

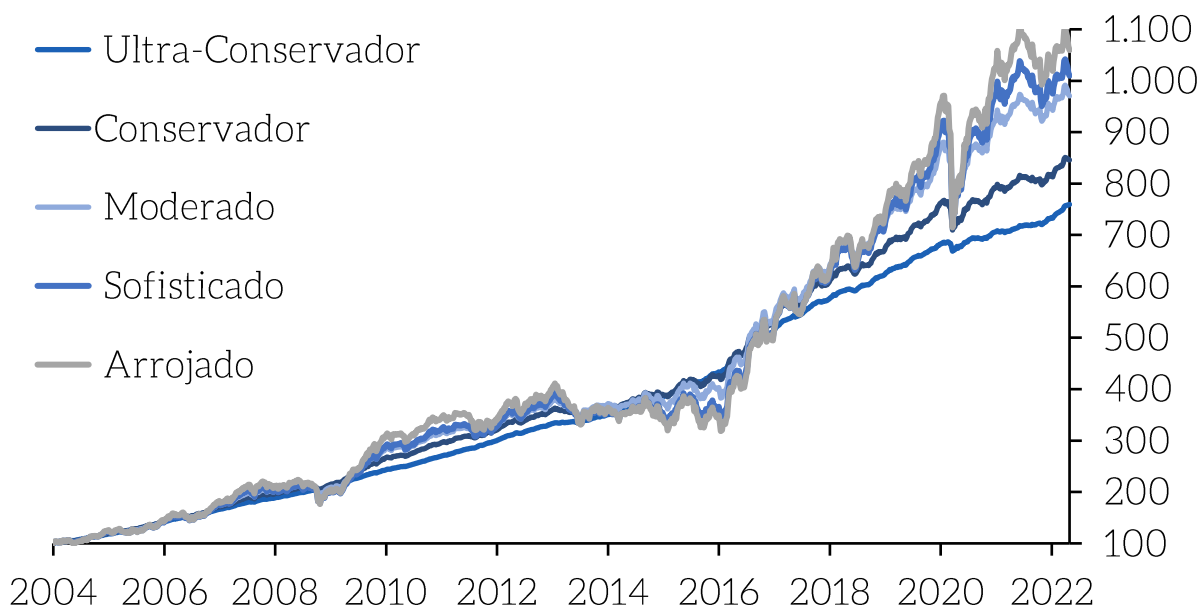
	Retorno Médio Anual*	Retorno No Mês	Retorno No Ano	Retorno 12 meses	Retorno 24 meses	Retorno 36 meses	Retorno 60 meses
Ultra Conservador	9,32%	0,45%	3,50%	6,68%	11,91%	18,46%	40,49%
Conservador	11,47%	-0,39%	3,50%	5,40%	15,19%	21,61%	48,69%
Moderado	14,97%	-1,94%	1,93%	1,96%	20,91%	28,12%	65,69%
Sofisticado	17,50%	-2,76%	1,96%	0,42%	25,28%	31,93%	77,35%
Arrojado	19,30%	-3,56%	1,95%	-0,62%	29,09%	34,40%	85,08%
CDI	7,39%	0,83%	3,29%	7,12%	9,43%	15,12%	32,31%
IBOVESPA	15,81%	-10,10%	2,91%	-10,15%	29,70%	12,15%	64,94%

	Qtd Retornos >0 (anual)	Qtd Retornos <0 (anual)	Maior Retorno Anual	Menor Retorno Anual	Maior Retorno Mensal	Menor Retorno Mensal	Volatilidade 12 meses
Ultra Conservador	18	0	19,32%	3,52%	2,83%	-1,62%	1,21%
Conservador	18	0	25,07%	1,45%	5,43%	-4,53%	3,07%
Moderado	17	1	37,20%	-1,88%	9,18%	-9,15%	5,77%
Sofisticado	15	3	45,91%	-7,56%	12,24%	-13,00%	7,92%
Arrojado	14	4	54,50%	-10,46%	14,71%	-15,78%	9,65%

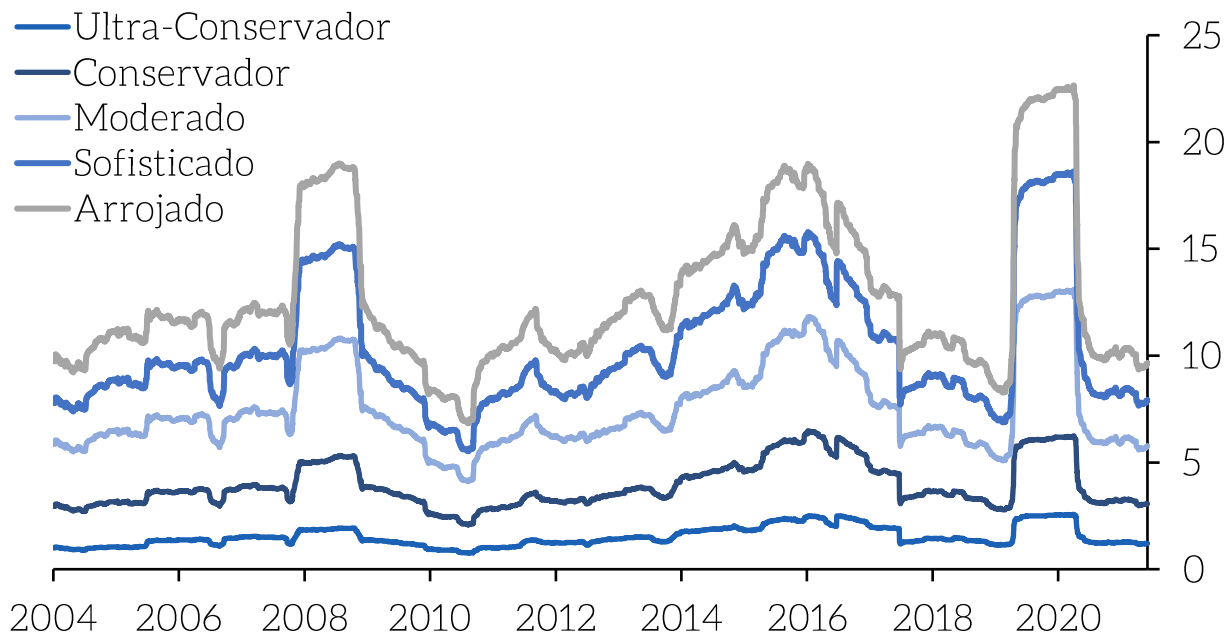
RETORNO MENSAL



DESEMPENHO ACUMULADO



VOLATILIDADE ANUAL



Disclaimer: As informações acima se referem a uma SIMULAÇÃO DE CARTEIRA DE INVESTIMENTOS e não traduzem ou refletem a posição do investidor com a Finacap Investimentos LTDA. (CNPJ 01.294.929/0001-33). Este relatório tem propósito informativo, o material não deve ser entendido como análise, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento, sugestão de alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Este material não deve ser considerado uma oferta para compra de cotas dos fundos. As informações referem-se às datas mencionadas. Os investidores devem buscar aconselhamento profissional com relação aos aspectos tributários, regulatório e outros que sejam relevantes à sua condição específica, sendo que o presente material não foi elaborado com esta finalidade. A Finacap Investimentos LTDA. não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas. Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. Fundos de investimento, renda variável e alguns produtos de renda fixa não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos (se aplicável) e taxa de saída (se aplicável). Muito importante a adequada compreensão da natureza, forma de rentabilidade e riscos dos produtos antes da sua aquisição. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em suas características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento. A rentabilidade de instrumentos financeiros e produtos pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir. A Finacap Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização das informações veiculadas ou de seu conteúdo. É terminantemente proibida a utilização, acesso, cópia ou divulgação não autorizada das informações aqui veiculadas. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade de instrumentos financeiros e produtos pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir. *Retorno médio anual considera data de início como 01/01/2016.