

Relatório de Estratégia

Fevereiro de 2024

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CFP, CGA

Felipe Moura, CGA

1

A Crítica de Einhorn

Neste mês, nos chamou atenção a reaparição no podcast de Barry Ritholtz, chamado *Master in Business*, de um personagem icônico dos anos 2000, David Einhorn. O fato da maioria da nossa equipe não conhecê-lo representa uma interessante constatação de como a memória do último ciclo de *bull market* (mercado de alta) americano está se perdendo com a transição geracional nas mesas.

David Einhorn é o fundador e presidente da Greenlight Capital, uma firma de investimento de valor conhecida por suas posições de longo prazo em ações e sua abordagem de investimento ativista. A gestora Greenlight teve início em maio/1996 com um patrimônio inicial de US\$ 900 mil. Atualmente a gestora detém, aproximadamente, US\$ 2 bilhões sob sua administração, mas já chegou a atingir o montante de US\$ 12 bilhões (em 2014).

Einhorn ganhou destaque no mundo financeiro em um período em que os *hedge funds* começaram a popularizar estratégias sofisticadas de investimento como o *long & short* e *event driven trades*. A mística que envolvia estes operadores era extraordinária e eles, frequentemente, não se acanhavam em explorar este frenesi para movimentar os mercados com seus *pitch's* (apresentações sobre suas teses de investimento).

David além de brilhante analista, vestia camiseta e jeans, participava de torneios de *poker* de alto nível e gostava de trabalhar de madrugada, o que alimentava sua imagem sobrenatural. A série da Netflix, *Billions*, retrata um pouco deste contexto do período.

Apesar de ser um *value investor* (investidor de valor) clássico, Einhorn levou a estratégia para um outro patamar - não apenas comprando ações negociadas abaixo de seu valor intrínseco, mas principalmente vendendo a descoberto ações de empresas cujos preços considerava irracionais.

Pouco antes da Grande Crise Financeira de 2008, Einhorn publicou o livro "*Fooling Some of the People All of the Time*" ("Enganando algumas pessoas na maior parte do tempo", em tradução livre) onde detalha sua investigação na empresa Allied Capital e suas tentativas de expor, o que ele acreditava ser, uma escandalosa fraude contábil com o intuito de inflar artificialmente o valor de mercado da empresa. Nesta obra, conseguimos perceber claramente a importância de um regulador ativo e atuante, que foi crucial para efetividade das estratégias de *short* (venda a descoberto) que eram utilizadas na época.

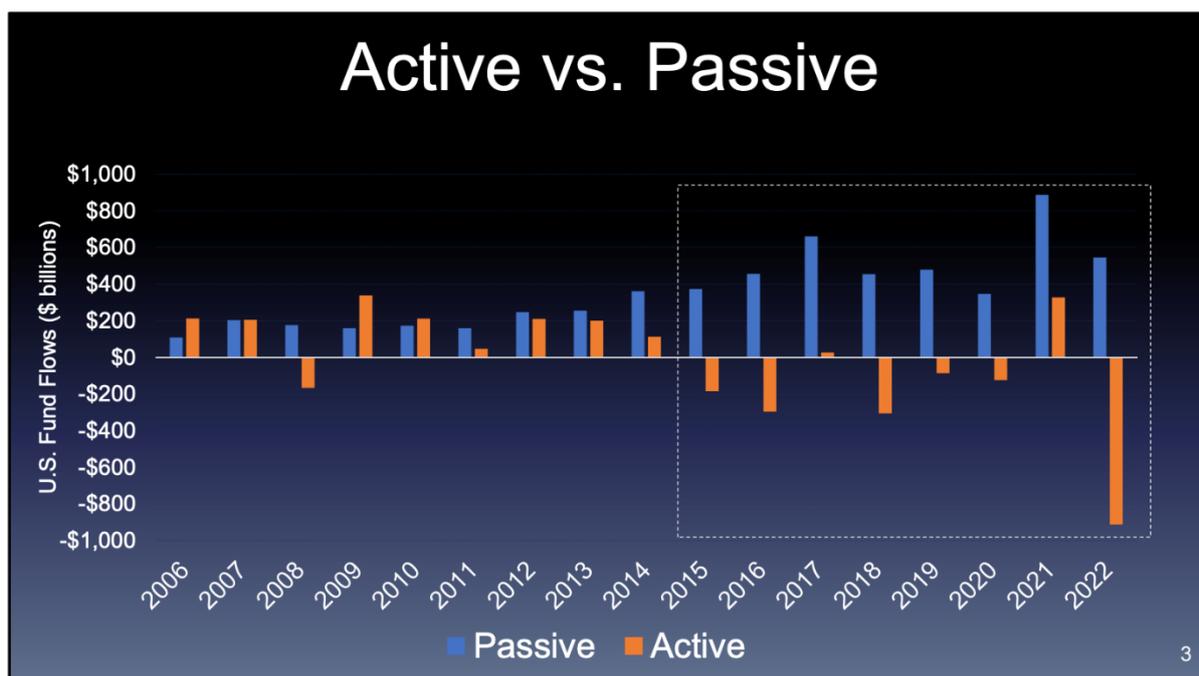
O *trade* que o tornou celebridade, entretanto, apenas ocorreu com a falência do Lehman Brothers. Na sua tradicional apresentação anual, David Einhorn já tinha questionado, justamente, a exposição descomunal que o banco possuía em títulos de dívida ilíquidos e de risco duvidoso em crédito imobiliário. Ademais, David afirmava que o Lehman Brothers se utilizava de práticas contábeis duvidosas em seu balanço financeiro, o que permitia camuflar a real situação patrimonial do banco de investimento.

Para os que se interessarem em ter uma noção da capacidade analítica de Einhorn, sugerimos a leitura de sua última apresentação realizada na conferência de investimento Sohn em maio/2023*. Nada mais que uma obra-prima de *narrative valuation* ("avaliação narrativa", como diria o professor Damodaran).

* <https://www.greenlightcapital.com/login#:~:text=Sohn%20Investment%20Conference.May%2009%2C2023>

Antes de apresentar seu *value trade*, entretanto, Einhorn faz uma importante avaliação do contexto atual do mercado de ações, especialmente no que diz respeito a efetividade do estilo de *value investing* que, como já discutimos em edições anteriores desta carta, tem apresentado baixa performance nos mercados desenvolvidos.

Na perspectiva de David Einhorn, o crescimento dos fundos passivos (*ETF's*) é muito expressivo e tem afetado a capacidade de formação de preço no mercado secundário. O primeiro slide da apresentação, por exemplo, mostra o fluxo de recursos anual para fundos de gestão ativa (laranja) e de gestão passiva (azul). Podemos perceber que, dentre o período de 2015 até 2022, houve um fluxo massivo (na casa de trilhões de dólares no acumulado) de saída dos fundos de gestão ativa para os fundos de gestão passiva.



Na visão de Einhorn, o resultado deste movimento de aumento da demanda compradora, por parte de fundos passivos (*ETF's*), que são indiferentes a relação preço/valor, tem inviabilizado a convergência

dos preços de mercado que guardem relação com os fundamentos econômicos.

No podcast *Master in Business*, Einhorn vai além e destaca que não apenas os fundos passivos, mas também os fundos quantitativos gerenciados por algoritmos – que muitas vezes não compõem um *portfolio* de ações com base em fundamentos das companhias – levaram a realidade apresentada por ele como “valor não é mais algo levado em conta para a maioria do dinheiro investido. (...) Há todo esse dinheiro de computador e algoritmo que não tem uma opinião sobre valor, apenas sobre preço.”

Para Einhorn, “o mercado está fundamentalmente quebrado” e a abordagem tradicional de identificar barganhas e realizar o ganho com a convergência para o valor justo não funciona mais. Neste contexto, hoje é possível adquirir ativos a preços muito mais descontados, companhias que antes adquiria a preço/lucro de 10 a 11x, agora tem conseguido patamares de 4 a 5x.

Nesse novo paradigma, sugere uma alternativa para os investidores de valor. A forma de capturar prêmio em seu fundo hoje se dá exclusivamente através do fluxo de dividendos/proventos. Com ações tão baratas, Einhorn tem conseguido rentabilizar sua carteira entre 15% a 20% ao ano, superando o mercado apenas com o fluxo de caixa distribuído diretamente pelas empresas.

2

Cenário Econômico

Internacional

No cenário internacional, o mês de fevereiro foi marcado pelas surpresas dos dados da inflação americana, que serviu para reforçar a perspectiva de início do ciclo de cortes de juros nos EUA ao final do primeiro semestre.

Nos EUA, os dados divulgados da inflação referentes a janeiro surpreenderam o mercado com o *CPI* (Índice de Preços ao Consumidor) e o *PPI* (Índice de Preços ao Produtor) acima do esperado, ambos com um crescimento de 0,3% ante dezembro. Já o *PCE* (Índice de Gastos de Consumo Pessoal) apresentou alta de 0,34% no mesmo período, em linha com as expectativas do mercado, mas acima da média dos últimos três meses (+0,05% mês a mês).

Nesse sentido, a incerteza relacionada à trajetória da inflação combinada com a resiliência da atividade econômica e do emprego, discutidas em nossas cartas anteriores, reforçaram um tom mais cauteloso por parte dos membros do Fed, que afirmaram não haver necessidade de antecipar um ciclo de queda de juros, demonstrando o interesse em aguardar pelos próximos resultados de inflação e desemprego. Dessa forma, as declarações corroboram com a perspectiva do mercado de um início de corte de juros a partir do mês de junho.

O contexto econômico na Zona do Euro trouxe dados que surpreenderam positivamente o mercado. No continente europeu, o PMI Composto (índice que mede a atividade econômica) de indústria e serviços demonstrou uma alta de 47,9 em janeiro para 49,2 em fevereiro, indicando uma expansão econômica em relação ao mês anterior e que a economia do bloco teria superado a pior fase do

choque da política monetária. Apesar disso, a inflação desacelerou de 2,9% a.a. em dezembro para 2,8% a.a. em janeiro.

Desse modo, tendo em vista que o *ECB* (banco central europeu) havia postergado a discussão do início do corte de juros para o verão europeu, o cenário americano difuso serviu para fortalecer ainda mais a expectativa do início dos cortes também para o bloco apenas no mês de junho.

Na China, o mês de fevereiro foi marcado pelo Ano Novo Lunar, importante feriado da cultura chinesa, que atrasou as divulgações dos dados macroeconômicos das atividades de janeiro e fevereiro para o mês de março.

Contudo, é importante mencionar que o país passa por um período de arrefecimento do setor imobiliário, com vendas de terrenos para construção auferindo queda de 48% em relação à média pré-pandemia do mês de fevereiro. Em contrapartida, o feriado do Ano Novo Lunar foi benéfico para aumentar a demanda local devido à grande quantidade de viagens realizadas no país nesse período.

Quanto à política monetária do gigante asiático, o Banco do Povo da China (*PBoC*) manteve em 3,45% a taxa básica de juros de um ano, mas realizou o maior corte da taxa referencial de juros para hipotecas de cinco anos desde o início de sua mensuração, com uma queda de 25 bps, para 3,95%, na tentativa de impulsionar o mercado imobiliário enfraquecido.

Em relação ao desempenho dos mercados, a bolsa americana continua operando em patamares de *valuation* esticados, com relação P/L (preço/lucro) do S&P 500 em 20,5x (mais de 1 desvio-padrão acima da média histórica de 15,4x). Do mesmo modo, o Nasdaq opera em

patamar de P/L de 30,0x. (próximo a 2 desvios-padrões acima da média histórica de 20,5x).

O S&P 500 apresentou valorização neste mês de 5,17%, atribuído principalmente pelo surpreendente resultado da NVIDIA, e o resultado acumulado no ano atinge 6,48%. Enquanto o índice Nasdaq teve alta de 6,12% no mês e, no ano, entrega uma valorização de 7,20%.

O mercado chinês, medido pelo Shanghai Composite, apresentou valorização neste último mês de 8,13%. No ano o desempenho acumulado é de 1,86%.

No câmbio, o Real apresentou desvalorização frente ao Dólar na ordem de 0,40% no mês, encerrando a cotação em R\$ 4,9725/US\$. No ano, a moeda brasileira apresenta queda de 2,46%, em relação ao Dólar Americano.

Brasil

No cenário doméstico, o comportamento do mercado brasileiro foi beneficiado pelo desenrolar da divulgação dos dados fiscais e da balança comercial.

Em relação ao âmbito fiscal, o governo federal atingiu recorde de arrecadação pública no mês de janeiro, totalizando R\$ 280 bilhões, com um crescimento de 6,67% em relação ao mesmo mês de 2023. Destaque para a tributação dos fundos exclusivos, que trouxe cerca de R\$ 4,1 bilhões para os cofres públicos em janeiro, demonstrando a tentativa da equipe econômica em zerar o déficit primário ainda em 2024.

Além disso, o IBC-Br, sinalizador do PIB, registrou crescimento de 0,83% de novembro para dezembro, ante a projeção de mercado de

0,75%, demonstrando uma expectativa de dados de crescimento para o ano de 2023 acima do esperado.

Ainda assim, o cenário externo foi importante para o mercado brasileiro, tendo em vista que a balança comercial do mês de janeiro registrou superávit de US\$ 6,52 bilhões, influenciado principalmente pela quantidade exportada de commodities agrícolas (soja e açúcar) e petróleo, representando um aumento de 185% em relação ao mesmo mês de 2023.

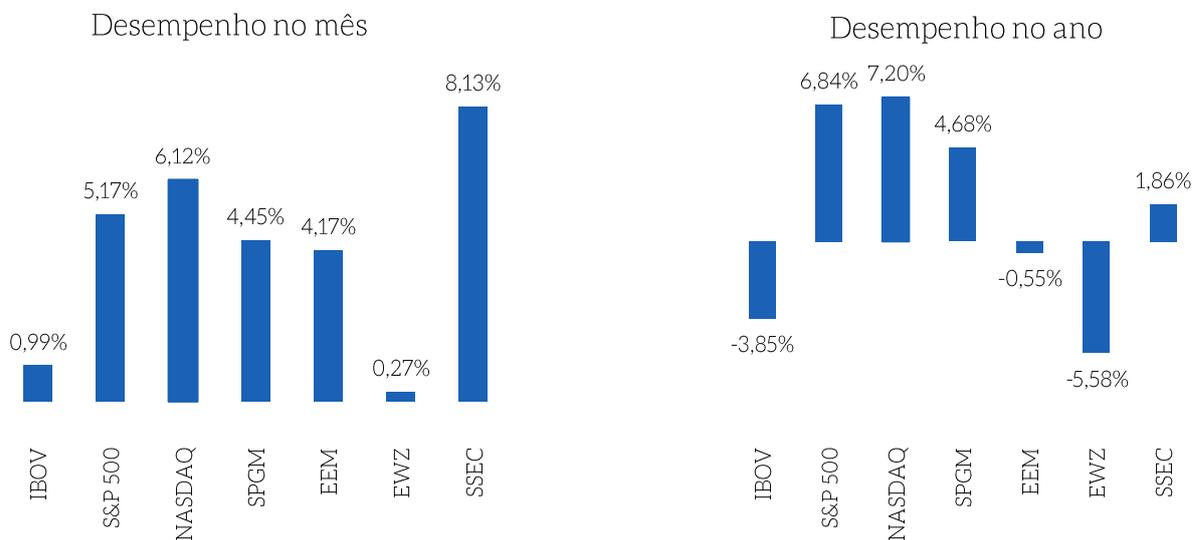
Em relação aos mercados, o índice IRF-M apresentou valorização de 0,46% no mês e, no ano, apresenta resultado de 1,13%. O índice IMA-B operou em alta no período, com valorização de 0,55%, enquanto no ano apresenta alta de 0,10%. A NTN-B de 2035 encerrou o mês de fevereiro/2024 negociando à taxa de IPCA+5,64%.

Na bolsa, o índice Ibovespa fechou o mês de fevereiro com alta de 0,99% e encerrando à cotação de 129.020,02. No ano, o Ibovespa opera em queda de -3,85%. De acordo com a última pesquisa divulgada pelo BTG Pactual, o Ibovespa negocia a uma relação Preço/Lucro (P/L) de 8,3x (1 desvio-padrão abaixo da média histórica de 10,8x).

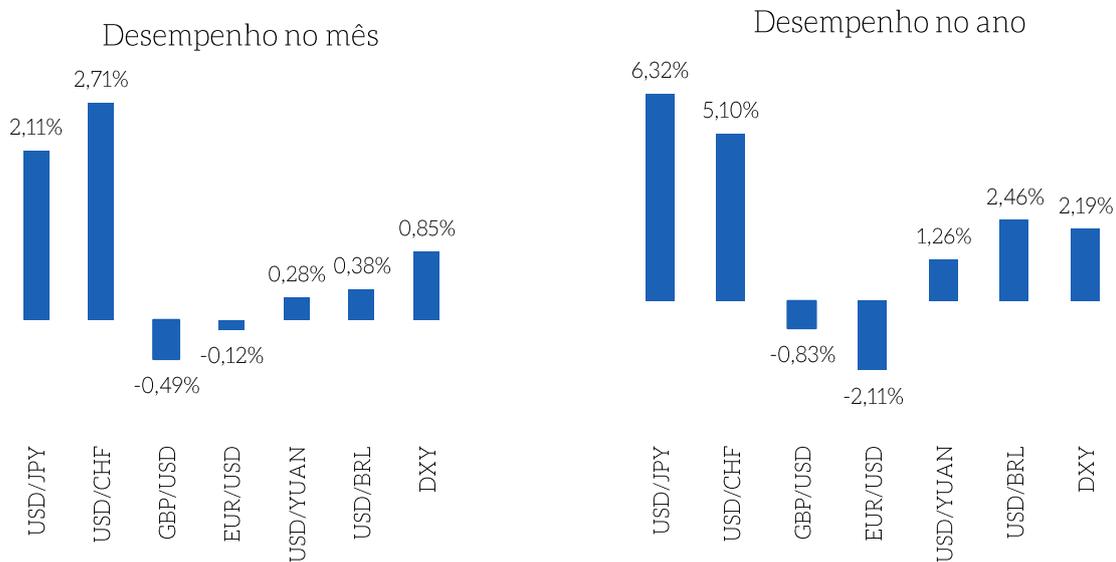
3

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

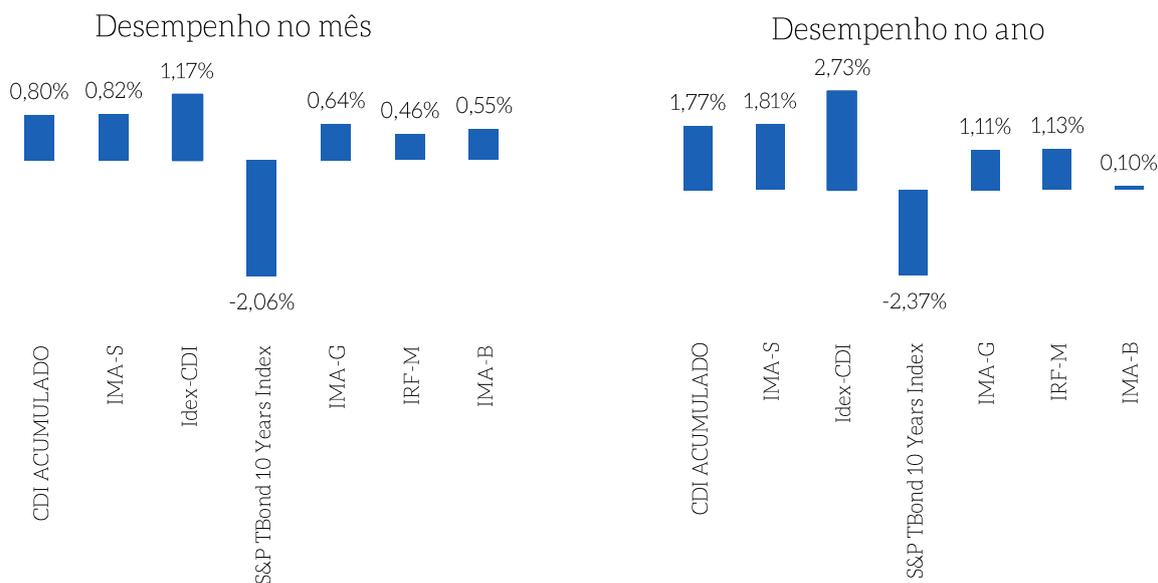
- GBP/USD: Libra Esterlina/Dólar

- EUR/USD: Euro/Dólar

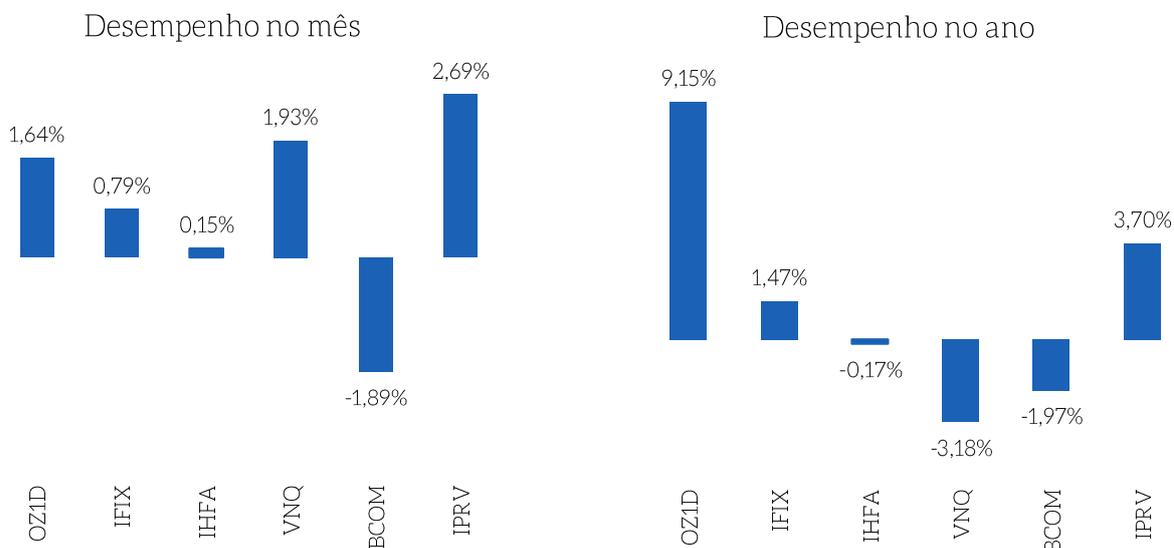
- USD/YUAN: Dólar/Yuan Chinês

- 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 prefixados

- 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

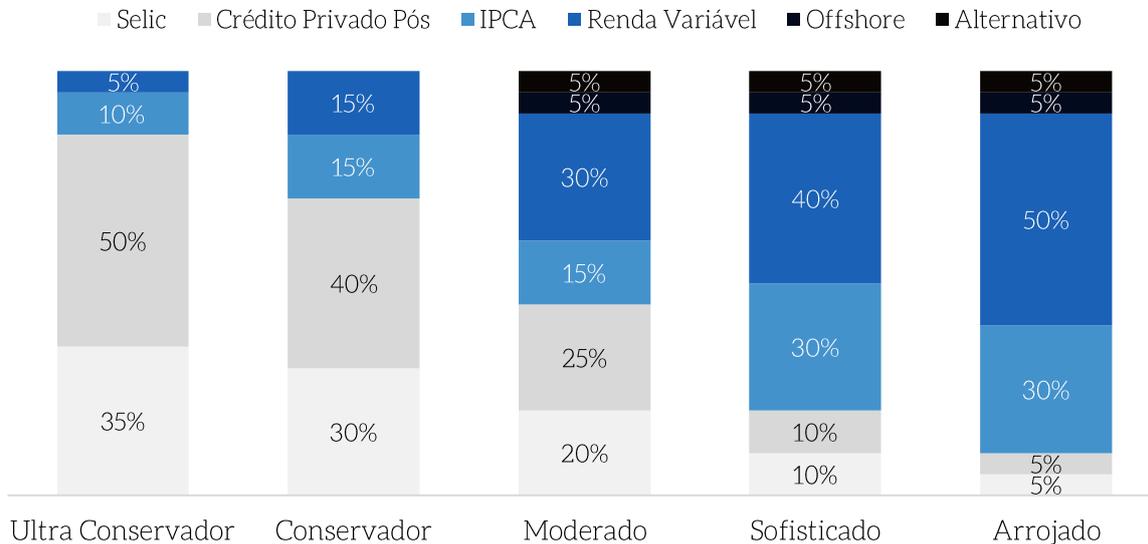
- BCOM: Bloomberg Commodity

- IPRV: iShares Listed Private Equity UCITS

4

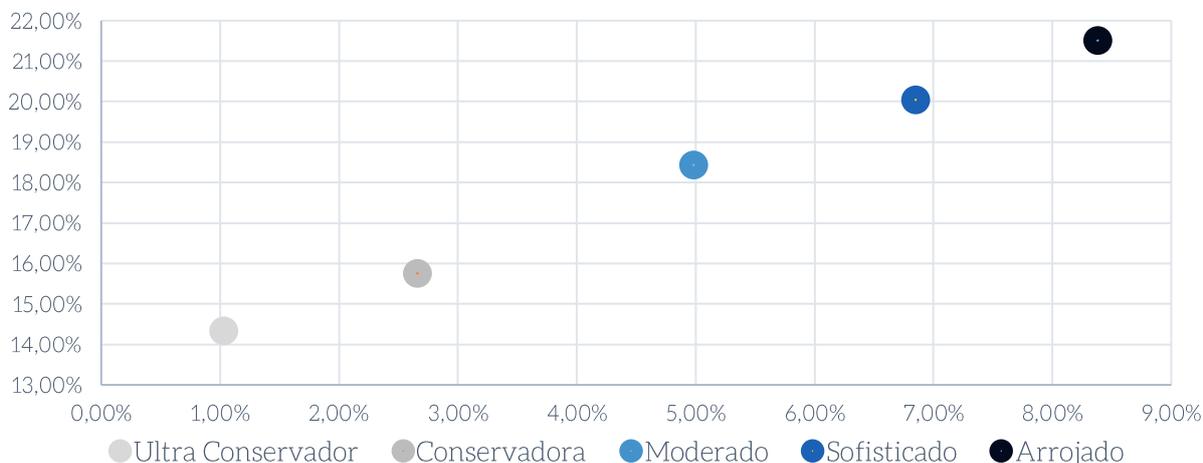
Estratégia

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA



Atribuição de Performance					
	Ultra Conservador	Conservador	Moderado	Sofisticado	Arrojado
Renda Variável	0,15%	0,43%	0,86%	1,14%	1,42%
CP Pós	0,44%	0,35%	0,22%	0,09%	0,04%
Selic	0,28%	0,24%	0,16%	0,08%	0,04%
Juros Reais	0,05%	0,08%	0,08%	0,16%	0,16%
Offshore	0,00%	0,00%	0,28%	0,28%	0,28%
Alternativo	0,00%	0,00%	-0,02%	-0,02%	-0,02%
Total	0,92%	1,10%	1,57%	1,73%	1,92%

RELAÇÃO RISCO VS RETORNO (12M)

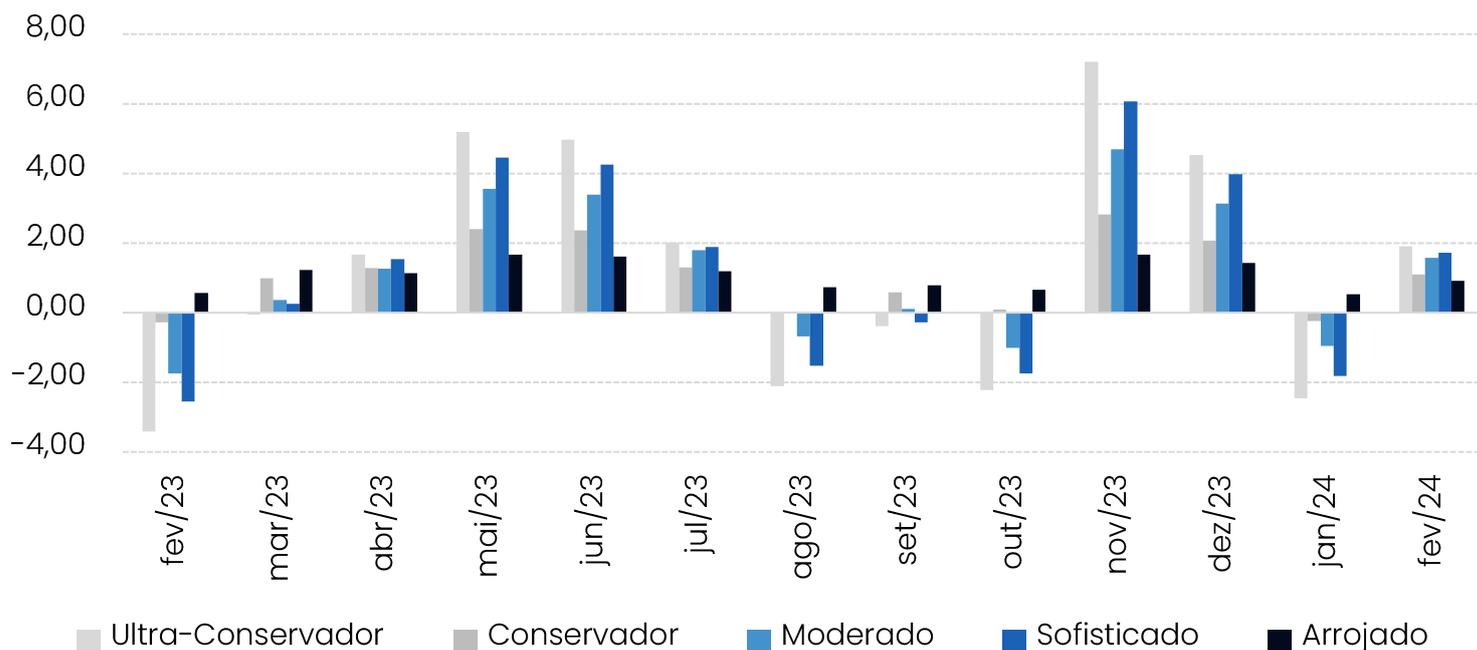


ESTATÍSTICA

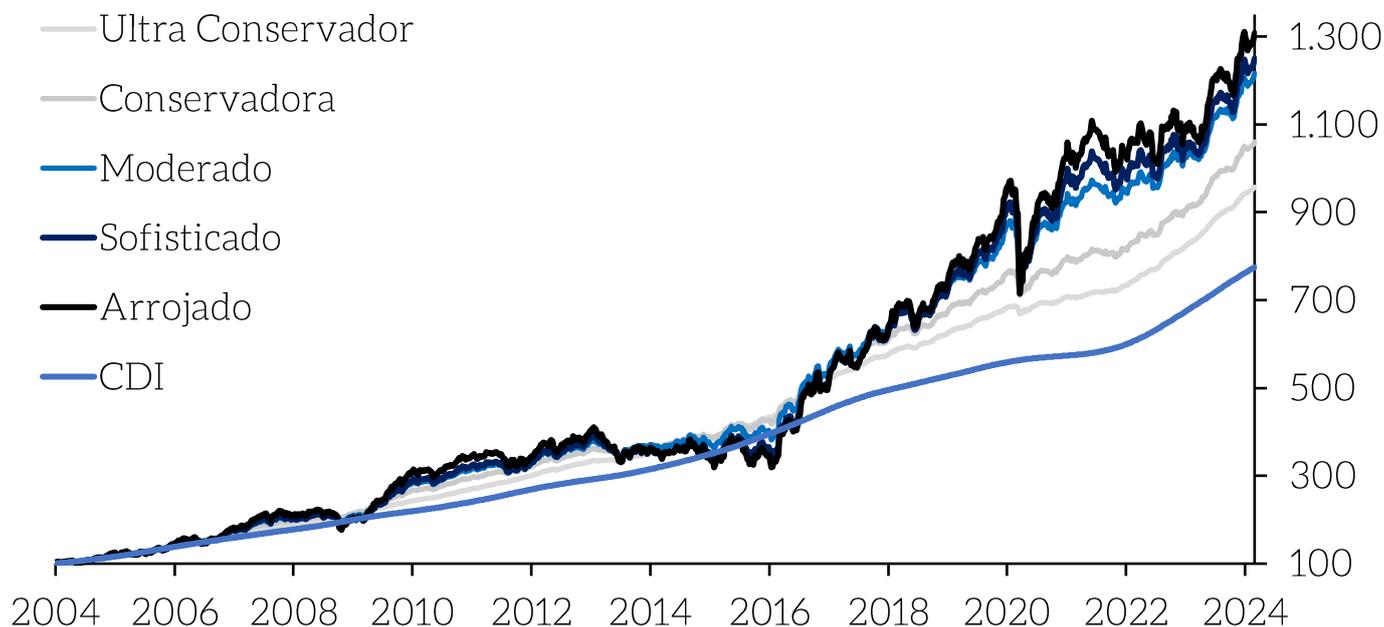
	Retorno Médio Anual*	Retorno No Mês	Retorno No Ano	Retorno 12 meses	Retorno 24 meses	Retorno 36 meses	Retorno 60 meses
Ultra Conservador	8,16%	0,92%	1,45%	14,33%	28,93%	35,70%	50,57%
Conservador	9,08%	1,10%	0,86%	15,75%	26,98%	34,83%	53,23%
Moderado	10,93%	1,57%	0,60%	18,44%	25,35%	32,55%	61,40%
Sofisticado	12,06%	1,72%	-0,13%	20,05%	23,53%	30,43%	63,78%
Arrojado	12,90%	1,91%	-0,60%	21,52%	22,58%	30,19%	65,85%
CDI	7,11%	0,80%	1,77%	12,73%	27,40%	34,64%	45,50%
IBOVESPA	10,94%	0,99%	-3,85%	22,96%	14,03%	17,25%	34,98%

	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	20	0	19,32%	1,62%	2,83%	-1,62%	1,03%
Conservador	20	0	25,07%	1,03%	5,43%	-4,53%	2,66%
Moderado	19	1	37,20%	-1,88%	9,18%	-9,15%	4,98%
Sofisticado	17	3	45,91%	-7,56%	12,24%	-13,00%	6,85%
Arrojado	15	5	54,50%	-10,46%	14,71%	-15,78%	8,38%

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.