

# Comentários do Gestor

*Janeiro de 2021*

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CGA

**FINA**CAP  
INVESTIMENTOS

# 1

## Da Especulação aos Fundamentos

No final de janeiro, os investidores foram bombardeados por diversas notícias a respeito das ações da varejista americana de videogames, chamada GameStop. Há 6 meses o papel da companhia era precificado em US\$ 4, no entanto encerrou o mês de janeiro cotada a US\$ 325 (valorização acima de 8.000%). A supervalorização começou a partir de uma discussão entre membros de um fórum chamado “WallStreetBets”, da rede social Reddit. Chamou a atenção do mercado o pano de fundo deste movimento, que no Brasil ficou conhecido como “A Revolta das Sardinhas”, uma disputa entre os pequenos investidores, chamados de “sardinhas”, contra grandes investidores de *hedge funds* americanos, denominados “tubarões”.

Neste evento, aparentemente, os sardinhas desferiram um golpe certeiro nos tubarões, quando a gestora Melvin Capital, que mantinha posição vendida nas ações da GameStop, teve que ser socorrida por outros *hedge funds* para que o prejuízo na operação não encerrasse em catástrofe para a gestora.

A popularização de plataformas de negociação com custo zero como a Robinhood, aliada a uma entrada em massa de investidores capitalizados pelos programas de auxílio do governo e motivados pelo forte desempenho da bolsa, especialmente das empresas de tecnologia, foram identificados como principais causas do movimento. No Brasil, poucos dias após o ápice do caso GameStop, alguns investidores – através do Telegram – tentaram desenhar o mesmo feito com as ações da resseguradora IRB Brasil.

Este movimento recente nos remete a alguns casos que, em um ambiente de euforia e especulação, podem servir de exemplo a irracionalidade dos mercados. O primeiro deles diz respeito a Tesla. A empresa de automóveis elétricos já era uma ação “da moda” antes da crise do coronavírus, com uma relação entre preço e lucro futuro de 75 vezes, no início de 2020. Era o maior múltiplo entre qualquer empresa com valor de mercado superior a US\$ 50 bilhões, segundo a Bloomberg.

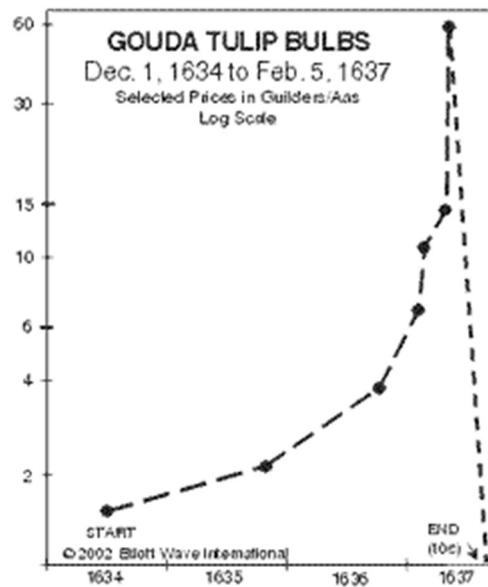
Atualmente, após novos recordes, as cotações ficaram mais descoladas dos lucros. Há 29 grandes empresas, na bolsa americana, sendo negociadas a múltiplos ainda maiores. A própria Tesla é negociada a 209 vezes o lucro projetado. Até o famoso investidor Seth Klarman, que raramente emite declarações públicas, expressou opiniões sobre a companhia que, segundo ele, “mal dá lucro” e se valorizou “além de qualquer razão lógica”.

O segundo caso é o da criptomoeda Bitcoin. Embora seja fruto de uma tecnologia revolucionária, a moeda digital ainda está longe de cumprir os princípios básicos de uma reserva de valor monetário e o preço que se encontra parece extrapolar qualquer fundamento econômico palpável.

Abaixo apresentamos três gráficos, que embora sejam de três ativos diferentes, ilustram o padrão comum de movimentos especulativos. Quando observamos o primeiro gráfico, fazemos referência ao mercado de tulipas na Holanda em meados do século XVII. Graças a um vírus que contaminava a flor e alterava sua coloração, fez com que essa variante da Tulipa virasse artigo de luxo no país. Esse vírus, porém, só atacava as plantas de vez em quando, o que tornava essa variedade um tipo exclusivo. O fato é que a raridade desse tipo de coloração fazia com que essas tulipas fossem negociadas a preços absurdamente altos no mercado da época. Um bulbo chegou a valer o

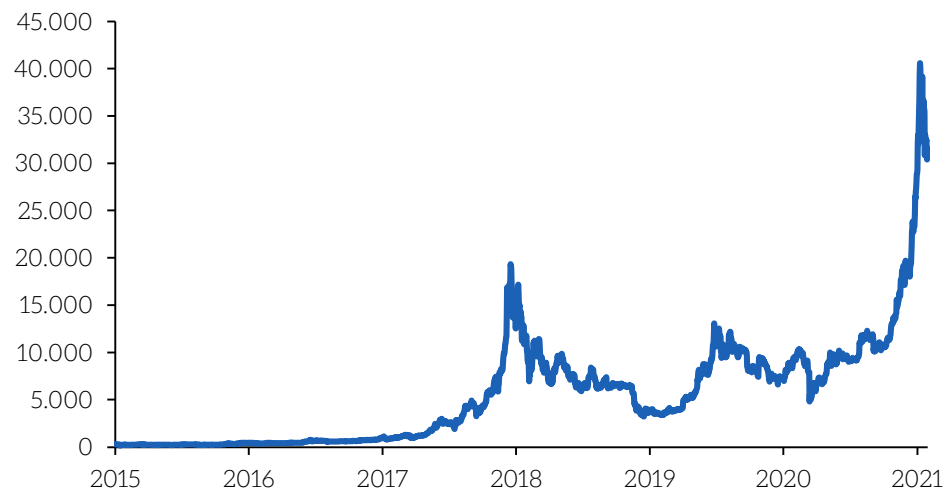
---

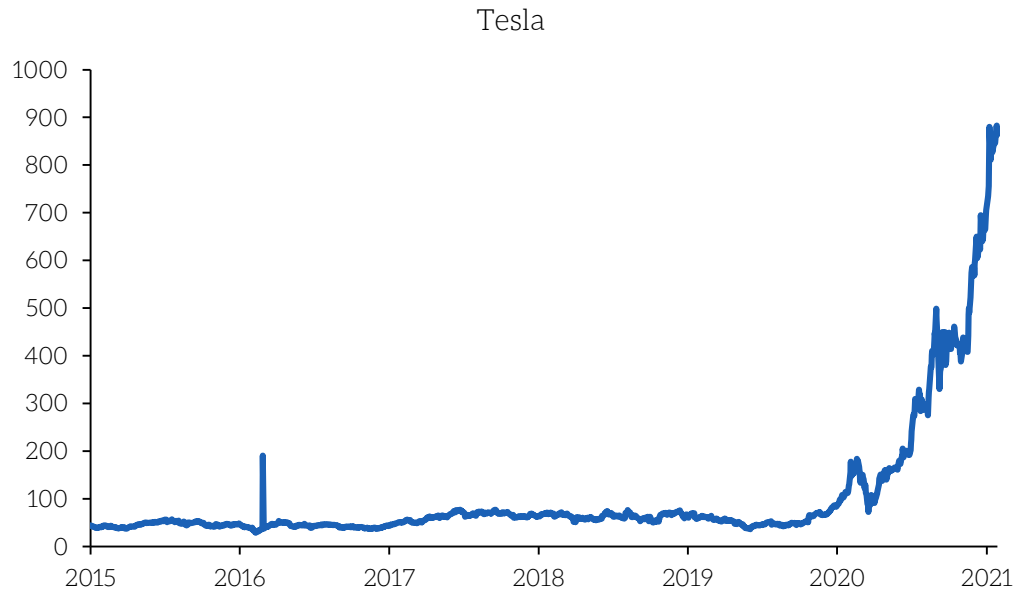
mesmo que uma casa no canal de Amsterdã no auge do movimento especulativo. Esse mercado apenas se sustentaria se os preços continuassem subindo indefinidamente. Mas os valores já não tinham mais relação com a demanda pelas flores como artigos de luxo. Não havia tantos nobres dispostos a gastar o preço de uma mansão numa flor, o que culminou no estouro da primeira bolha registrada na história.



Os dois gráficos seguintes se referem ao Bitcoin e à Tesla. Esses dois ativos já acumulam valorizações de 3.432% e 1.800%, respectivamente, desde 2017.

Bitcoin em dólares





Como o movimento atual irá terminar quando investidores não estiverem mais dispostos a pagar 209 vezes o lucro anual de uma fabricante de veículos elétricos ou mais de 35 mil dólares em uma criptomoeda, só o futuro poderá nos dizer. O fato é que em momentos, como este, que o mercado abandona princípios fundamentais de análise – o fenômeno conhecido como "dessa vez é diferente..." – atentamos nossos olhares aos valores intrínsecos dos ativos e relembramos uma célebre frase de Benjamin Graham.

—

*“No curto prazo, o mercado é uma urna de votação, mas no longo prazo,  
é uma balança.”*

—

Esta frase leva a reflexão que em movimentos no curto prazo, ganham os que forem mais votados e populares. Porém, no longo prazo, os fundamentos serão essenciais para determinar o valor justo dos ativos.

## 2

### Cenário Econômico

Um dos principais fatos relevantes no início deste ano de 2021 foi a posse de Joe Biden como o 46º presidente dos EUA. O ex-presidente Donald Trump, em quebra protocolar, deixou Washington antes da cerimônia de posse do novo presidente. A vice-presidente, Kamala Harris, também fez história ao tornar-se a primeira mulher, a primeira afro-americana e a primeira asiático-americana a deter o segundo posto mais elevado no comando dos EUA. Aos 56 anos, ela é vista como evidente candidata à indicação do Partido Democrata para a eleição presidencial de 2024, no caso de Biden, de 78 anos, decidir não disputar um segundo mandato.

O Banco Central Americano (FED – Federal Reserve) em sua última reunião manteve as taxas de juros de curto prazo próximas a zero e o programa de compra de títulos em US\$ 120 bilhões por mês. Além disso, o colegiado disse que manterá as medidas de estímulo até que as metas de redução do desemprego e de inflação sejam alcançadas. As estimativas dos membros do comitê é de que o PIB dos EUA crescerá 4,2% em 2021 e a taxa de desemprego cairá para 5% no final do ano. Em 2020, os EUA apresentaram uma contração em sua atividade econômica na ordem de -3,5% (a maior desde 1946). No entanto, apresentou 4% de crescimento anualizado no último trimestre do ano passado.

O Banco Central Europeu (BCE) divulgou sua projeção de crescimento para a zona do euro neste ano de 3,9%. A visão do comitê coloca a recuperação do PIB da região de volta aos níveis pré-pandemia apenas no meio de 2022. No entanto, algumas incertezas se persistem no cenário e a renovação de algumas medidas de restrição, levaram o BCE

a estender suas operações de financiamento de longo prazo até junho de 2022 e elevar o programa emergencial em € 500 bilhões, para € 1,85 trilhão. Na ata da última reunião do colegiado do BCE, ficou evidente a visão dos membros da importância do afrouxamento monetário para a manutenção do bom funcionamento do sistema financeiro.

A China entregou crescimento no PIB de 2,3% em 2020, no comparativo anual. O crescimento foi o menor do país nos últimos 44 anos. Porém, a atividade econômica acelerou consideravelmente no quarto trimestre, elevando o crescimento para 6,5%. Ademais, o gigante asiático mostrou bom combate à pandemia, mesmo sendo o epicentro da deflagração da crise, e tendo sofrido severos impactos no início do ano de 2020. Com o resultado, o país volta ao patamar pré-covid-19 e, provavelmente, será a única grande economia a entregar crescimento em um ano tão desafiador. Em estudo recente divulgado pelo FMI, a projeção da entidade é de a China entregar crescimento na ordem de 7,9% em 2021.

Em relação ao Brasil, após sucessivos entraves políticos e logísticos, o país deu início à vacinação contra a COVID-19, que começou no Estado de São Paulo com as doses produzidas no instituto Butantan. Avaliando os efeitos econômicos, a resposta do mercado dependerá do ritmo que se dará a campanha de imunização no país, sobretudo aos setores mais ligados a circulação de pessoas: varejo físico, shoppings, aviação, turismo, dentre outros.

Outro fato importante no mês veio do cenário político nas eleições para a Câmara dos Deputados e do Senado, em que foram eleitos Artur Lira (PP-AL) e Rodrigo Pacheco (DEM-RJ), respectivamente. Na visão do mercado, os resultados das eleições foram positivos para o governo e devem estimular as agendas de reformas. Porém, o principal desafio do governo será solucionar o impasse entre um novo formato do

---

auxílio emergencial e a âncora fiscal. Ademais, analistas políticos enxergam que os novos presidentes reduzem o risco de impeachment – que vinha sendo ventilado – no curto prazo.

Os recém eleitos presidentes já iniciaram um movimento de aproximação ao presidente Jair Bolsonaro em prol de uma agenda comum e eficiente. A votação do orçamento deste ano, que está pendente, será acelerada para que ocorra até o início de março.

A aprovação das reformas tributária e administrativa, no médio prazo, também estão entre as prioridades, embora a possibilidade seja vista com ceticismo por analistas do cenário político. Para o setor privado, contudo, o grande desafio do governo será resolver a equação para manter o compromisso de equilíbrio fiscal diante do aumento da pandemia, que vem levantando debates sobre a volta dos programas de auxílio.

No cenário macroeconômico, o Banco Central decidiu manter a taxa básica de juros em 2% ao ano e, no comunicado divulgado, também informou a retirada do “*forward guidance*” – abrindo espaço para uma possível elevação da taxa de juros. O BC, porém, reiterou que “o fim do *forward guidance* não implica mecanicamente uma elevação da taxa de juros, pois a conjuntura econômica continua a prescrever, neste momento, estímulo extraordinariamente elevado frente às incertezas”.



The logo consists of a solid blue square with the letters 'FIA' in white, bold, sans-serif font centered within it.

## **Finacap Mauritsstad FIA**

O fundo Finacap Mauritsstad FIA apresentou resultado de -3,44% em janeiro/2021 contra -3,32% do Ibovespa, representando um desempenho inferior ao índice de mercado de -0,12%. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um resultado de 7,30% e o Ibovespa 1,15% (prêmio de 6,16% sobre a bolsa). Desde o início, o fundo teve desempenho de 996,15% enquanto o Ibovespa foi de 442,80%.

Em nossos Comentários referente ao mês de janeiro/2021, apresentaremos nossa análise sobre alguns dos setores que foram destaques no mês: papel & celulose, bancos e energia elétrica.

### **PAPEL & CELULOSE**

A principal exposição no setor de papel & celulose na carteira do fundo fica a cargo de Suzano (SUZB3 +6,0%), que foi responsável pela principal contribuição positiva para o desempenho do fundo no mês.

Com recorrentes incrementos em sua produção de celulose e consequente aumento nas vendas, a companhia vem experimentando desde novembro uma forte recuperação por parte da demanda, sobretudo no continente asiático, com a maioria dos produtores ainda abaixo dos níveis de produção pré-pandemia, podemos observar um déficit de cerca de 1 milhão de toneladas por parte da oferta.

A companhia vem também implementando grandes avanços na frente do ESG (sigla que define iniciativas ambientais, sociais e de governança, em inglês). A Suzano está bem posicionada para aproveitar seus processos produtivos sustentáveis, utilizando recursos naturais altamente renováveis e um portfólio de

produtos biodegradáveis, a celulose desponta como substituto para diversas matérias-primas de natureza não ecológica.

Vale ressaltar ainda que a Suzano, em setembro de 2020, foi a primeira empresa brasileira e a segunda do mundo a emitir um *sustainable-linked bond* (título de dívida sustentável).

Diferentemente do “*green bond*”, cujos recursos são carimbados para projetos específicos, no *sustainable-linked bond*, o dinheiro vai para o caixa da empresa, que se compromete com metas mais amplas. A Suzano, na emissão, se comprometeu a reduzir emissões de gases do efeito estufa.

Os preços da celulose parecem ter deixado os piores dias para trás e a *commodity*, que negociava a 450 dólares por tonelada em meados de 2020, já registra preços de 550 dólares por tonelada, com analistas projetando cotações acima dos 600 dólares para o final de ano. No entanto esses preços ainda estão longe dos 800 dólares por tonelada atingidos em 2017.

Especificamente, no mês de janeiro, a celulose experimentou aumento de preços na Europa e na China, com um ainda baixo estoque por parte dos papaleiros, a demanda segue saudável e com bastante espaço para aumentos.

Com uma produção crescente, um *déficit* de oferta no mercado e um câmbio favorável, a Suzano vive um cenário de bons ventos para sua operação. Com o excelente *momentum* nos preços da celulose e sinergias a ainda serem absorvidas pela fusão com a Fibria, a companhia deve baixar rapidamente seu nível de alavancagem, medido pela expressão dívida líquida/geração de caixa, que atualmente registra números da ordem de 4,3x, podendo chegar a 2,3x ao final de 2021. Com um balanço mais enxuto e patamar confortável

de endividamento, cada vez mais valor deve ser gerado aos acionistas conforme avancemos no ciclo da celulose, que parece estar apenas no início.

## **BANCOS**

A principal exposição da carteira do fundo ao setor bancário fica com a holding Itausa (ITSA4 -9,37%). Janeiro foi um mês em que os investidores resolveram realizar os lucros auferidos com o rali do final de 2020 observado para as ações do setor.

Essas instituições se encontravam extremamente depreciadas durante quase todo o período de pandemia. Embora os riscos fossem notórios, os preços aos quais negociavam os bancos em nada refletiam os seus fundamentos ou sequer a robustez em que se encontravam os seus balanços.

Com isso, ao final de 2020, o mercado percebeu essa distorção entre preço x valor, fazendo com que os grandes bancos fossem um dos maiores vencedores do rali do Ibovespa, que saiu de 93 aos 122 mil pontos. No entanto, em janeiro, o Itaú registrou uma das piores contribuições para o desempenho do fundo no mês. Podemos elencar alguns fatores: com os múltiplos retornando às suas médias históricas, o mercado volta a endereçar antigos questionamentos feitos em cima da tese de bancos, como os avanços no sistema financeiro nacional, a entrada de novos competidores, a evolução e forte adesão do PIX (sistema de pagamentos instantâneos do Banco Central) e o início do *open banking* fazem com que desafios de longo prazo voltem a pesar nas cotações do setor.

Sabemos do valor dessas instituições no mercado brasileiro e da sua importância, porém em face de uma nova dinâmica do sistema

financeiro no longo prazo, os investidores começam a se questionar se os múltiplos históricos dessas instituições não devam ser revisados para baixo visto que o futuro que as aguarda é muito diferente do ambiente de monopólio em que sempre operaram no Brasil.

Na literatura clássica de finanças, os modelos mais utilizados para o *valuation* de bancos possuem duas principais variáveis: rentabilidade patrimonial e crescimento, variáveis essas que tendem a se reduzir drasticamente em face de uma competição mais acirrada e evolução do sistema financeiro nacional.

A questão fundamental que colocamos é até que ponto não há exagero na visão pessimista do mercado. Ao longo dos anos o Itaú se mostrou altamente eficaz na alocação de capital dos acionistas. Sobreviveu a mudanças no contexto político e econômico do Brasil demonstrando uma capacidade ímpar de se adaptar às novas situações. No novo contexto de ameaça das *fintechs*, vem promovendo várias medidas importantes para se adequar ao novo cenário competitivo como redução do número de agências e remodelação do sistema de TI.

Em maio de 2017, o banco comprou 49% das ações da XP Investimentos por R\$ 6 bilhões e com a opção de compra do controle da companhia em estágios até 2030. Após posicionamentos desfavoráveis do Banco Central e do Cade, o Itaú ficou impossibilitado de adquirir controle da XP.

Em movimento que consideramos bastante alinhado com seus acionistas o banco anunciou em novembro de 2020 que iria segregar sua participação na corretora em um veículo de investimento contendo exclusivamente ações da XP que terá suas ações negociadas em bolsa e será entregue aos acionistas do Itaú.

A parcela a ser cindida representa 40,5% do capital total da XP, que representa atualmente um valor de mercado de cerca de R\$ 60 bilhões. Quando somado à parcela de capital vendida pelo Itaú em dezembro de 2020, por R\$ 3,1 bilhões, representa um retorno total de 950% do investimento inicial feito pelo banco em 2017.

## **ENERGIA ELÉTRICA**

No setor elétrico, a ação da Eletrobras (ELET6 -22,32%) foi a principal contribuição negativa ao setor e ao desempenho global do fundo no mês. O desempenho negativo das ações da Eletrobras no mês se deu por causa da renúncia do, até então, presidente da Estatal, Wilson Ferreira Júnior, que fez com que os investidores colocassem o processo de privatização da companhia em xeque.

Em conferência com analistas, o executivo disse que o processo não conseguiu a “tração que deveria ter”, mesmo com o empenho dos ministros Bento Albuquerque (de Minas e Energia) e Paulo Guedes (da Economia). Com base nessa visão “muito pessoal”, tomou a decisão de sair. As ações da estatal chegaram a cair mais de 10% no dia do anúncio, no mercado americano. Vale pontuar, no entanto, que Ferreira Júnior manterá sua atuação na Eletrobras como membro do conselho de administração.

Desde 2016 a Eletrobras estava sob a gestão de Wilson Ferreira e passou por um processo de *turnaround* muito bem sucedido. O mandato em curso, tinha como missão urgente reduzir a alavancagem da estatal (que chegou a 8,5x Dívida Líquida/Ebitda), vender todas as distribuidoras deficitárias e melhorar os resultados operacionais, que se encontravam bastante abaixo das médias do setor.

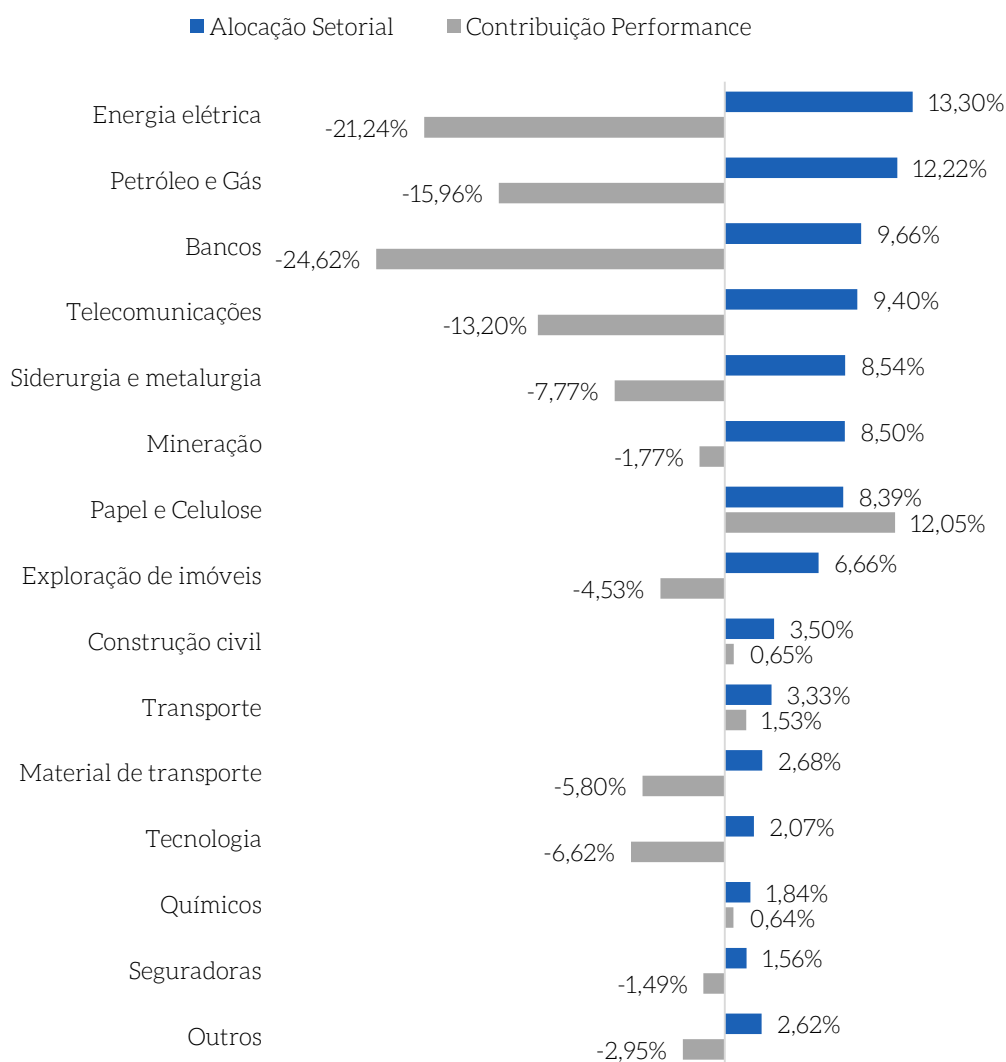
O principal desafio de Wilson Ferreira sempre foi preparar a companhia para privatização. Apesar de receber sinal do verde dos

governos Temer e Bolsonaro, o projeto não conseguiu superar as resistências do Congresso.

Apesar de tudo, desde o processo de *turnaround* experimentado em 2016, a Eletrobras continuou a melhorar seus dados operacionais, baixou sua alavancagem para aproximadamente 3 vezes e reduziu custos, tudo isso mantendo a disciplina de capital.

Como resultado deste trabalho de recuperação a companhia anunciou ao final do mês de janeiro, um dividendo extraordinário aos acionistas de R\$ 2,29 bilhões, referentes a uma conta de dividendos retidos no exercício social de 2018.

### Atribuição de Performance



The logo for FIM (Fundos Imobiliários) consists of the letters 'FIM' in a white, bold, sans-serif font, centered within a solid blue square.

## Finacap FIM Multiestratégia

O fundo Finacap FIM Multiestratégia Crédito Privado apresentou um resultado em janeiro/2021 de -0,68% contra 0,15% do CDI. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um retorno de 3,55% contra 2,54% do CDI e, desde o início, os resultados são 78,73% para o fundo e o CDI 60,18% (130,84% do CDI em desempenho comparativo)

As contribuições por estratégia no desempenho total do mês foram: Pós Fixado Crédito Soberano (8,6%), Pós Fixado Crédito Privado (11%), IPCA Crédito Soberano (-63,6%), IPCA Crédito Privado (5,6%), Ações (-59,1%), Alternativos (13,6%) e Pré Fixado (-3,7%).

O mês de janeiro foi marcado pelo desempenho negativo da estratégia de renda variável, que entregou a segunda principal contribuição negativa para o desempenho no mês e representa 11,5% do patrimônio do fundo. Para que nossos Comentários não se tornem repetitivos, recomendamos que observem nossa carta referente a estratégia de ações acima (Finacap Mauritsstad FIA), onde condensamos os principais pontos referentes ao desempenho da estratégia desta classe de ativo para o resultado do fundo.

Nossa exposição em títulos de dívida privada apresentou uma contribuição positiva de 16,7% para o resultado total do fundo. A exposição total nesta estratégia é de 30,6% do patrimônio líquido do fundo. A carteira de crédito entregou resultado positivo e acima do CDI no mês, especialmente os papéis pós-fixados. Apenas dois títulos da carteira entregaram resultado inferior ao CDI.

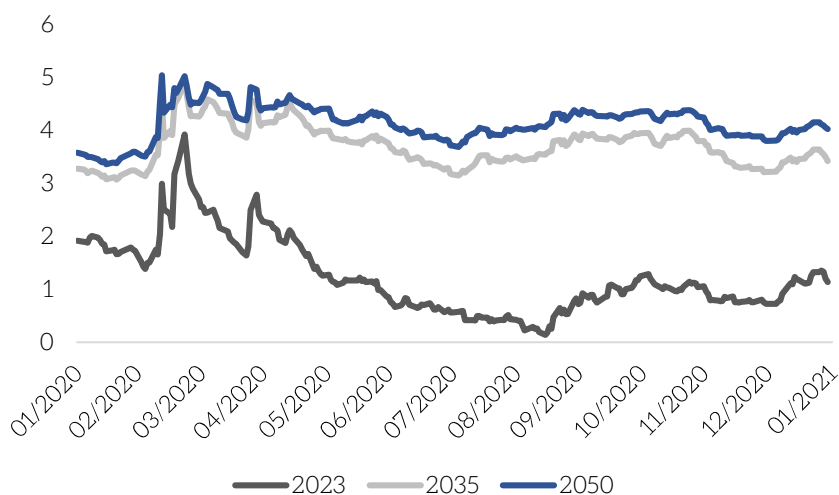
Os investimentos em títulos do Tesouro Nacional atrelados à inflação (conhecidas como NTN-B) apresentaram resultados mistos no mês. Os

títulos com vencimento em 2023 entregaram valorização de +0,04%, enquanto os de vencimento em 2045 e 2050 apresentaram desvalorização de -1,56% e -2,21%. Esta estratégia representou, assim, a principal contribuição negativa para o desempenho do fundo no mês.

Tal movimento advém da abertura dos prêmios pagos por estes títulos do Tesouro, observado nos gráficos abaixo, apresentam a elevação recente das taxas atreladas a estes títulos. Destacamos, ainda, diferença significativa da taxa de rendimento dos títulos com vencimento mais longo em relação aos mais curtos.

É possível observar no gráfico que a distância entre a curva dos títulos longos em relação aos curtos, antes era bem mais estreita e, no momento, encontra-se mais espaçada. Isto nos leva a crer no potencial de prêmio a ser entregue pelos títulos longos em relação aos curtos com o estreitamento dessas curvas.

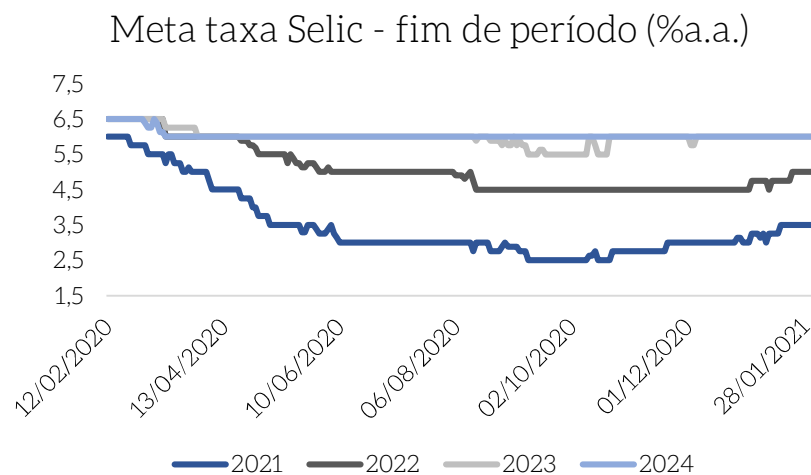
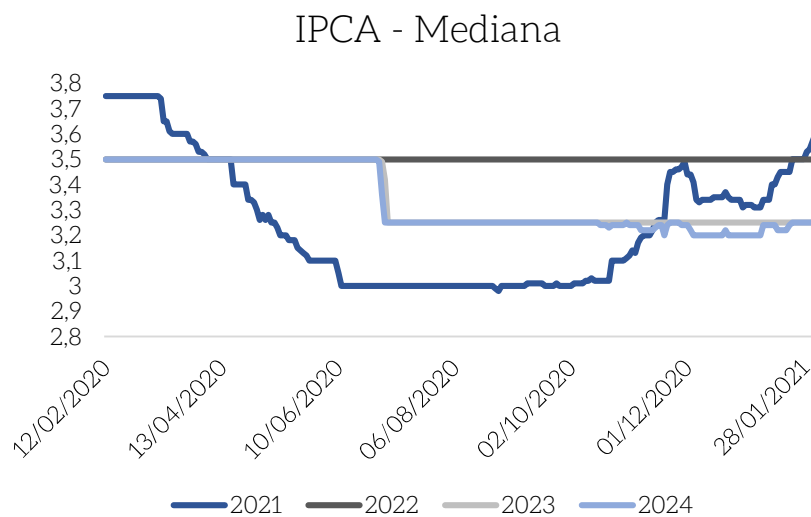
Yield NTN-B



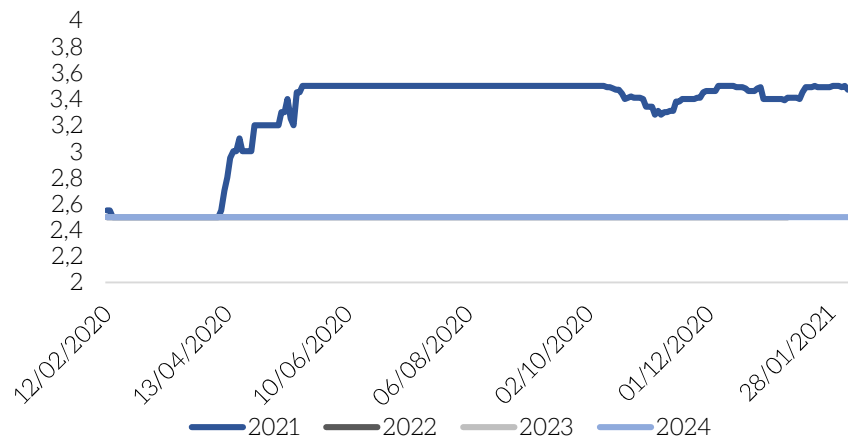
Por fim, dispomos abaixo as principais métrica divulgadas pelo boletim Focus que extraem as expectativas dos agentes do mercado quanto as



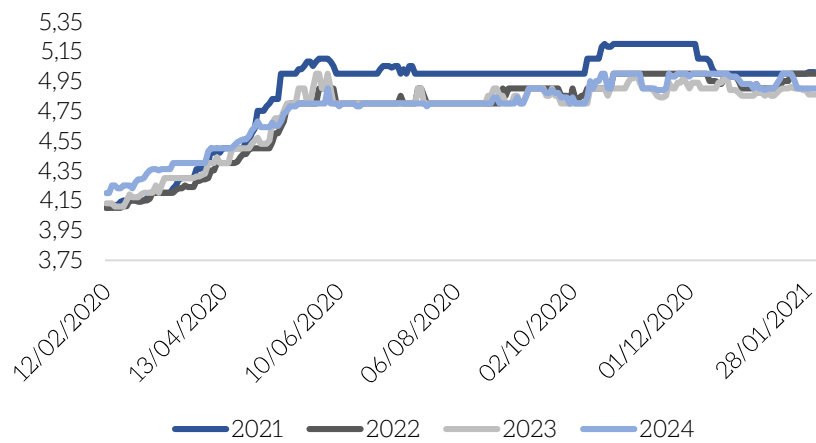
projeções de indicadores macro econômicos do Brasil, um gráfico de composição da curva de juros e um comparativo do desempenho do IMA-B (índice da Anbima que compõe uma carteira hipotética de títulos de NTN-B) contra o CDI.



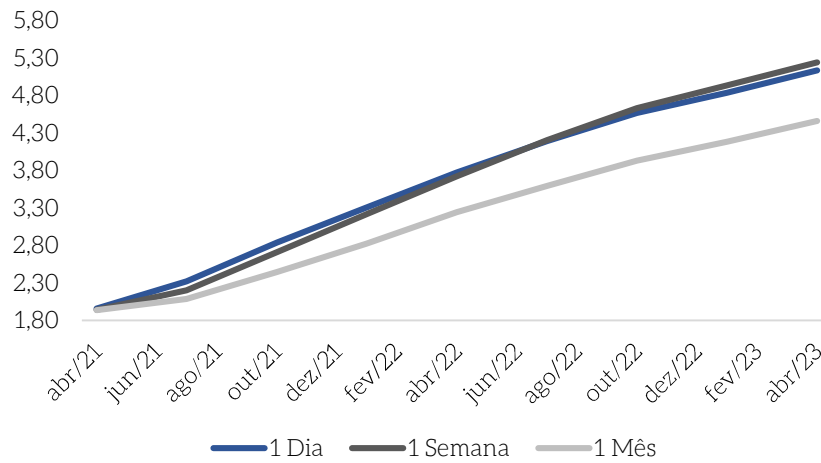
Variação PIB - Mediana



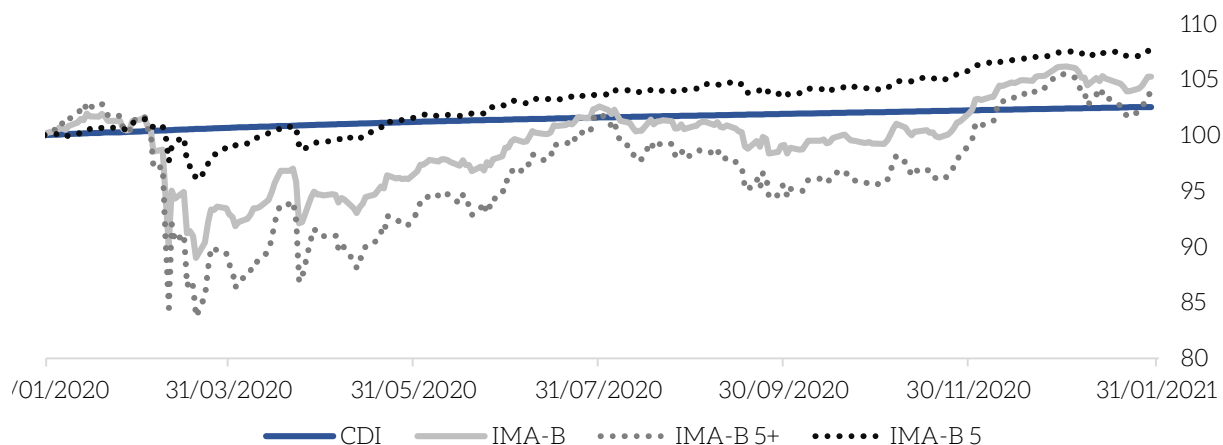
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)



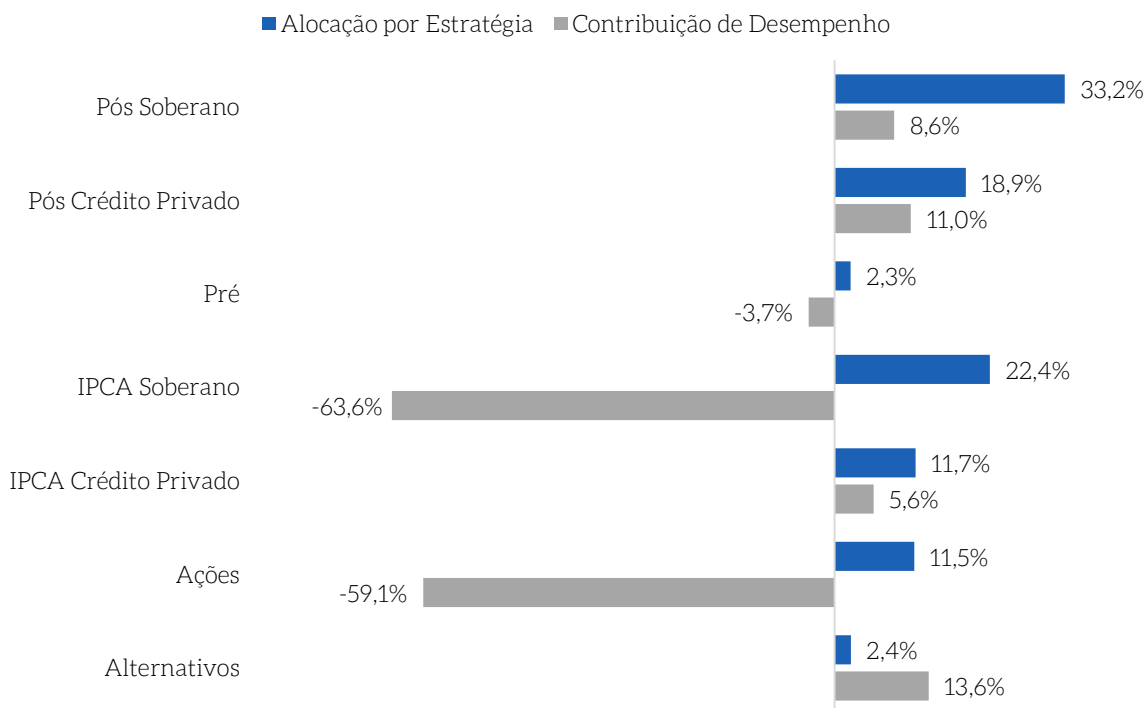
Curva DI



### IMA-B x CDI



### Atribuição de Performance



70

## Finacap Icatu Previdenciário 70

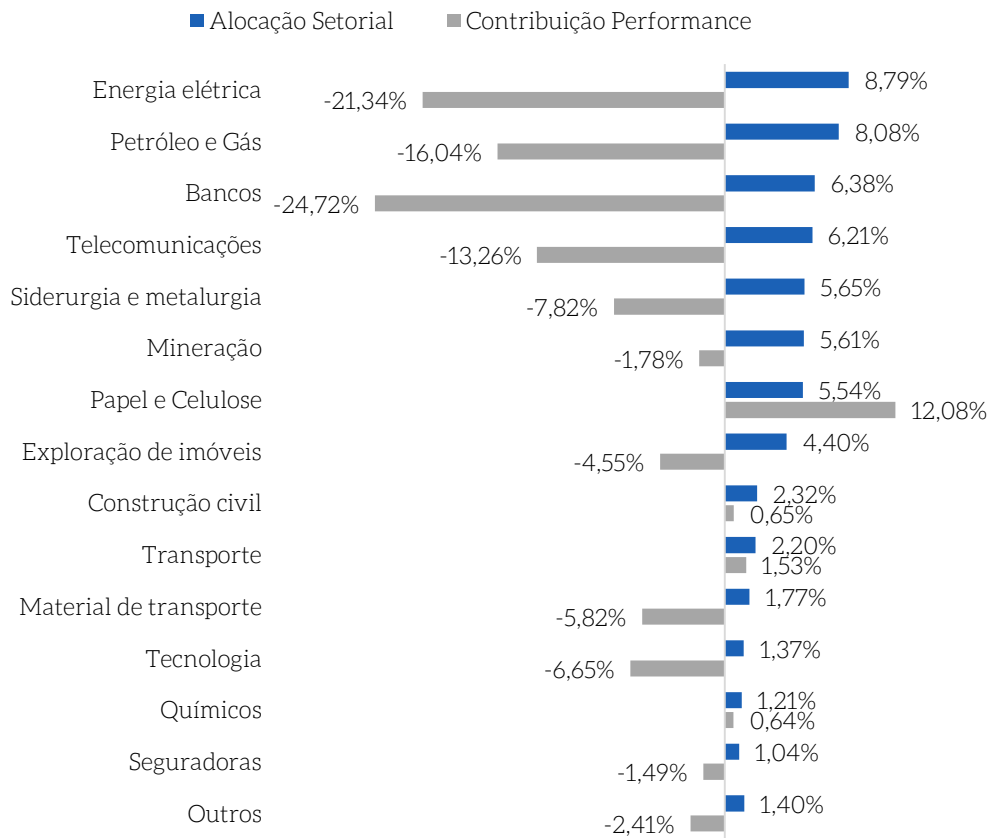
O fundo Finacap Icatu Previdenciário 70 FIM apresentou resultado de -2,26% em janeiro/2021 contra -0,85% do IMA-B, um desempenho inferior de -1,41%. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um retorno de 7,69% contra 5,22% do IMA-B e, desde o início, os resultados são 15,44% para o fundo e o IMA-B 11,25% (4,19% de prêmio sobre o índice).

A estratégia de alocação do fundo é de deter até 70% em uma carteira que espelha o portfólio do fundo Finacap Mauritsstad FIA e 30% em renda fixa pós-fixada que acompanha a Selic.

Atualmente a exposição por estratégia do fundo encontra-se em 62,85% em ações e 37,04% em títulos atrelados à Selic.

Para que nossos Comentários não se tornem repetitivos, recomendamos a leitura de nosso relatório referente ao fundo Finacap Mauritsstad FIA – o qual é a carteira espelho da alocação de renda variável deste fundo de previdência.

### Atribuição de Performance



Cordialmente,



Luiz Fernando Araújo, CFA

luizfernando@finacap.com.br



Alexandre Brito, CGA

alexandre.brito@finacap.com.br

Finacap Mauritsstad FIA				
Rentabilidade	Mês	2021	12 Meses	Desde o Início
Fundo	-3,44%	-3,44%	7,30%	996,15%
Ibovespa	-3,32%	-3,32%	1,15%	442,80%

Finacap FIM Multiestratégia				
Rentabilidade	Mês	2021	12 Meses	Desde o Início
Fundo	-0,68%	-0,68%	3,55%	78,73%
CDI	0,15%	0,15%	2,54%	60,18%

Finacap Icatu 70 Prev FIM				
Rentabilidade	Mês	2021	12 Meses	Desde o Início
Fundo	-2,26%	-2,26%	7,69%	15,44%
IMA-B	-0,85%	-0,85%	5,22%	11,25%

Disclaimer: fundos de investimentos não contam com garantia do Fundo Garantidor de Crédito. Rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. O fundo é destinado a investidores em geral. Patrimônio Líquido: Finacap Mauritsstad FIA R\$ 114.337.813; Finacap FIM Multiestratégia R\$ 57.260.299; Finacap Icatu 70 R\$ 21.673.022. O fundo pode sofrer significativa variação de valor da cota, representando perdas ou ganhos a seus cotistas. Gestor de Recursos: Finacap Investimentos Ltda. CNPJ: 01.294.929/0001-33. Supervisão e fiscalização: Comissão de Valores - CVM. Data base: 30/09/2020. Para mais informações fale com a Finacap: (81) 3241.2939. Horário de funcionamento: 8h às 12h e 13h às 18h.