

Relatório de Estratégia

Maio de 2021

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CGA

FINACAP
INVESTIMENTOS

Dessa vez será diferente?

Um debate recorrente no mundo dos investimentos em ações se refere a capacidade de gerar retorno superior aplicando estratégias padronizadas de seleção de ativos. Dentre as várias abordagens que disputam a preferência dos profissionais e se alternam na liderança de performance, estão as estratégias conhecidas como *Value Investing* e *Growth Investing*.

A divergência entre os analistas é grande e começa já na definição do que é uma estratégia de investimento em *Value* e de *Growth*. Para evitar este problema conceitual, vamos assumir nesta carta a definição mais simples possível, de que o investimento em *Value* é caracterizado por uma seleção de ações com baixa relação entre o valor de mercado da ação e seu valor contábil, múltiplo conhecido como P/VPA. Na estratégia de *Growth*, assumimos a característica oposta, ou seja, de seleção de ações com maiores indicadores P/VPA.

A lógica implícita na primeira abordagem é de selecionar empresas que são negligenciadas pelo mercado, que subestima sua capacidade de rentabilizar o investimento registrado nos seus balanços. Para a estratégia de *Growth*, o foco é em empresas percebidas com maior potencial de crescimento e com utilização de ativos intangíveis que não são registrados pela contabilidade tradicional como ativos. Os entusiastas desse estilo também costumam classificar essas empresas como de qualidade superior e por isso merecedoras de prêmio em relação a seu valor contábil.

Uma das principais referências acadêmicas para os adeptos da estratégia de *Value* é o trabalho de pesquisa realizado pelos professores de *Chicago School of Economics*, Eugene Fama e Kenneth French. Em seu *paper* clássico os pesquisadores confirmam a validade

da afirmação dos *Value Investors* de que uma seleção de ativos com baixa relação preço de mercado versus valor patrimonial proporciona retornos superiores de forma consistente. Esta informação, inclusive, é um dos primeiros argumentos teóricos que contestam a hipótese dos mercados eficientes, consolidada pelos pesquisadores daquela instituição acadêmica.

Nos últimos anos, entretanto, essa tese tem sido alvo de vários críticos, como o renomado professor da NYU, Aswath Damodaran. Em vários textos, o guru tem indicado a baixa performance desta abordagem, sugerindo que mudanças estruturais na economia invalidam a tese dos *Value Investors*, comparando seus adeptos a seguidores de uma religião.

Para quem participou ativamente dos mercados no final dos anos 90, essas discussões públicas certamente provocarão uma sensação de *déjà vu*. “*Value is dead*” era um dos motes das equipes de análise de bancos de investimentos que defendiam os *IPO's* das empresas pontocom, que se caracterizavam por ter valor contábil insignificante em relação aos *valuations* propostos.

Como agora, uma das principais evidências de fracasso do *Value Investing* era a performance da ação da Berkshire Hathaway do lendário investidor Warren Buffett – no final de 1999, o retorno acumulado da ação num período de 5 anos era inferior ao do índice americano S&P 500.

Os que nos acompanham há algum tempo (e devem ter se acostumado com nossas referências ao *Value Investing*) podem imaginar o incômodo que nos causa essa qualificação desta filosofia de investimento. Apesar de estarmos num momento favorável para o *Value Investing* no Brasil, sabemos como é duro este estágio do ciclo em

que princípios fundamentais de investimento são contestados e condenados ao ostracismo por novas tecnologias de análise.

Neste contexto nos chamou a atenção um artigo recentemente divulgado no periódico *Financial Analysts Journal*: “Rumores da morte do investimento em valor parecem exagerados” (em tradução livre), escrito por Arnott, Harvey, Kalesnik e Linnainmaa.

A principal pergunta que o artigo busca responder é se o *Value Investing*, como definimos acima, teria perdido a atratividade e não seria, como foi outrora, uma estratégia relevante para obter um desempenho superior ao do mercado no longo prazo.

O estudo apresenta dados interessantes sobre o impacto da performance recente das chamadas *Growth Stocks* para esta percepção de decadência da estratégia de *Value*. Para ilustrar esse fenômeno, inicialmente o artigo ressalta a importância do desempenho do grupo de ações que denominou FANMAG (acrônimo para as companhias Facebook, Amazon, Netflix, Microsoft, Apple e Google).

Estas seis empresas representam 20% de todo o valor de mercado das empresas de capital aberto dos Estados Unidos, além de responder por 32% da carteira de *Growth Stocks* de alto valor de capitalização. Juntas, elas totalizam um valor de mercado de US\$ 6,15 trilhões (em valores de meados de 2020) o que excede o valor de qualquer bolsa de valores de todos os países do mundo, exceto dos EUA e da China.

Não por acaso, elas são uma das principais responsáveis pelo desempenho surpreendente da bolsa americana nos últimos anos. Se retirássemos a contribuição dessas companhias ao índice S&P 500 no período de 2007 a 2020 o índice americano teria um retorno acumulado 30% inferior ao apresentado neste período.

Confirmando a percepção de baixa performance do *Value Investing* os autores demonstram que no período de 13 anos entre 2007 a 2020 a estratégia *Value* proporcionou retorno acumulado 55% inferior ao das ações *Growth*, sendo o pior desempenho relativo (*drawdown*) desde 1963.

Conforme vimos no início desta carta, a premissa dos *Value Investors* de superioridade da sua estratégia tem relação com a hipótese de que os mercados reagem exageradamente em relação as empresas que enfrentam alguma dificuldade circunstancial no curto prazo. Em uma estratégia típica de montagem de uma carteira com ações descontadas, é possível observar que um dos principais geradores de retorno para essas carteiras acontece quando essas empresas superam aquelas dificuldades momentâneas e passam a ser reprecificadas pelo mercado. Nesse momento deixam de ser classificadas como *Value* sendo substituídas por outras com menor múltiplo.

Na estratégia de *Growth*, por outro lado, a hipótese é de que o maior crescimento dos lucros destas empresas, com o passar do tempo, compensará o maior preço pago inicialmente. Para confirmar essa hipótese, espera-se que as empresas dessa carteira apresentem maior retorno sobre o patrimônio (*ROE*) e de dividendos, que proporcionará maior retorno na carteira sem necessidade de aumento contínuo na precificação medida pela relação P/VPA.

No artigo mencionado, os autores mostram que o processo que normalmente se observa de reprecificação das ações de *Value* não ocorreu nos últimos 13 anos nos EUA. Ou seja, empresas baratas, continuaram baratas mesmo quando se observou recuperação na sua performance econômica, tornando seus múltiplos ainda mais baixos. O fator de crescimento dos lucros, por outro lado, que confirmaria a superioridade de se investir em empresas de maior crescimento, porém, também não se observa.

O que explica a diferença a favor da estratégia de *Growth*, segundo os autores, foi a precificação mais agressiva, com aumento nos múltiplos P/VPA pago pelas empresas de *Growth* em relação as ações de *Value*. O resultado da estratégia de *Growth* é consequência basicamente de uma aposta crescente do mercado nas ações de crescimento, especialmente nas *Big Techs*, sem respaldo de um crescimento proporcional nos lucros.

“No nível atual de precificação, as ações de *Growth* negociam a 12 vezes o P/VPA das ações de *Value*. Este nível de avaliação relativa atingiu esse patamar apenas duas vezes em um período de 57 anos da nossa pesquisa: no pico da Bolha das Pontocom e no ápice da Crise Financeira de 2008”.

A média observada para relação do P/VPA da carteira de *Growth* e *Value* foi de 4,8x no período de 1963 a 2020. Em 2007, início do período analisado em que se observa a maior perda relativa da estratégia de valor, esse indicador era de 4,34x, que o colocava no 25º. percentil mais baixo da amostra. Ao final em junho de 2020 esse indicador chega a 11,7x, sendo assim, a posição percentil mais alta do histórico analisado.

A conclusão que se chega é de que se não observarmos um forte crescimento nos lucros destas empresas, que justifique os altos múltiplos observados atualmente, deve haver um processo de regressão a média para os múltiplos e consequente performance superior para a estratégia de *Value* nos próximos anos.

Após o estouro da Bolha das Pontocom, por exemplo, a relação entre o múltiplo P/VPA de *Growth vs Value*, saiu de 10x em junho de 2000 para 4x em junho de 2005, 25º. percentil mais baixo da amostra. Isso significou um retorno acumulado superior de 110% para carteira de *Value* nestes 5 anos.

Na tabela abaixo podemos ver as estimativas de Arnott, Harvey, Kalesnik e Linnainmaa para os próximos anos. Por exemplo, se assumirmos que o desempenho relativo entre as estratégias apresentar uma reversão à média histórica (ou seja, que a relação P/VPA das estratégias retorne a sua média de 4,8x) podemos observar um desempenho das *Value Stocks* superarem as *Growth Stocks* na ordem de 77%.

Table 5. Scenario Analysis: Forward-Looking Expected Return, Conditional on Revaluation

Directional Change	Scenario End Point	Relative Valuation	Log Relative Valuation Z-Score	Historical Percentile Rank	Return
Expanding relative valuations	Negative 6- σ deviation	0.061	-6.00	Beyond 100th	-21.8%
	Negative 5- σ deviation	0.075	-5.00	Beyond 100th	-5.3
	Zero premium	0.081	-4.68	Beyond 100th	0.0
No change	Stay at 100th percentile	0.085	-4.40	100th	4.5
Contracting relative valuations	Move to 95th percentile	0.128	-2.43	95th	37.1
	Move to 90th percentile	0.143	-1.90	90th	45.8
	Move to 75th percentile	0.181	-0.75	75th	64.8
	Move to 50th percentile	0.211	-0.02	50th	76.8
	Halfway mean reversion	0.134	-2.20	93th	40.8
Starting levels		0.085	-4.40	100th	

Notes: For projections, we used a regression-based model that captures the relationship between year-over-year changes in relative valuations and contemporaneous returns. The model accounts for the potential cross-correlation between terms and was calibrated over the full sample of July 1963–June 2020. Shown are the regression results in Figure 3. Implied returns were trivially computed from this linear model once we knew the starting and ending points in the relative valuations. Similarly, we used the model to compute the level of changes in relative valuations required to generate a zero HML return in the first row of the table. We computed the halfway mean-reversion point by using the regression of the B/P-relative HML valuation against the year-earlier valuation.

Sources: Research Affiliates, LLC, using data from CRSP/Compustat.

2

Cenário Econômico

No mercado internacional, uma das principais preocupações dos investidores diz respeito aos próximos passos do Federal Reserve em relação à continuidade dos estímulos monetários. Nesta balança, no mês, observamos declarações da secretária do Tesouro dos Estados Unidos, Janet Yellen, em afirmar que o FED poderia precisar aumentar as taxas de juros para frear a atividade econômica, caso os

planos de gastos da administração Biden sejam implementados. Por outro lado, em recente relatório de emprego (conhecido como *payroll*) o resultado da criação de empregos nos EUA veio abaixo da estimativa – mesmo que em números absolutos apresentaram um desempenho relevante – trouxe alívio ao receio dos investidores de que o aquecimento da atividade econômica estivesse além do necessário.

No decorrer do mês, o mercado também enfrentou a surpresa com o aumento da inflação americana em abril, que superou a expectativa dos analistas. O índice de preços ao consumidor americano atingiu o resultado de 4,2% na base anual, superando a projeção de 3,6% do mercado.

O presidente dos EUA, Joe Biden, anunciou sua proposta de orçamento para o ano fiscal de 2022 no valor de US\$ 6 trilhões. O primeiro orçamento do governo Biden representa um aumento significativo em relação ao último orçamento do governo Trump, que foi no volume de US\$ 4,8 trilhões. Espera-se que o governo aumente a carga tributária dos contribuintes para financiar o plano orçamentário.

A projeção para 2031 é que os gastos públicos devem subir para US\$ 8,2 trilhões. A dívida pública dos EUA crescerá dos atuais 100% do PIB, previstos para este ano, para 117% na próxima década – superando o recorde do fim da Segunda Guerra Mundial.

Outro destaque do mês foi a forte derrocada das criptomoedas. Esses ativos passaram por uma queda histórica que, em dez dias, apagou quase US\$ 1 trilhão em capitalização de mercado desses ativos digitais. O Bitcoin, a maior referência entre as moedas digitais, atingiu o valor de US\$ 30 mil, na mínima nesse período, o que equivale a menos da metade da máxima de US\$ 65 mil alcançada pouco mais de um mês atrás.

O tobo foi deflagrado pela expectativa de que possa ocorrer uma corrida regulatória generalizada e repressiva sobre operações com criptoativos. Essas preocupações se intensificaram após alerta de autoridades chinesas aos bancos e outras instituições para não receberem criptomoedas como pagamento ou oferecer serviços e produtos relacionados a ativos digitais. Além disso, um dos principais defensores das criptomoedas, Elon Musk, afirmou que sua companhia Tesla, não aceitará os ativos como pagamento aos carros elétricos, pelo alto impacto ambiental da atividade de mineração dos criptoativos. Estima-se que a mineração de bitcoin consome tanta energia quanto um país europeu médio e que cerca de 60% da energia usada é oriunda de fontes não renováveis.

No cenário local, o ambiente foi marcado por uma percepção generalizada de procura por ativos de maior risco, que ficou refletido nas taxas dos contratos futuros de juros e na bolsa de valores, que alcançou máxima histórica no patamar de 130 mil pontos. No mercado de renda variável, especialmente, observamos no mês de maio uma relevante injeção de recursos de investidores estrangeiros.

O movimento tem como catalisador o reconhecimento da área econômica do governo que o cenário fiscal para este ano está melhor do que se previa e que a projeção de queda da relação entre a dívida bruta e o Produto Interno Bruto (PIB) para 87,2% está defasada. A nova estimativa está sendo revisada, mas fontes apontam tendência de um número menor e a possibilidade de ficar, inclusive, abaixo de 85% do PIB.

Outro dado relevante ao desempenho econômico do mercado brasileiro ficou por conta do resultado do Produto Interno Bruto (PIB), divulgado pelo IBGE. A economia brasileira cresceu no primeiro trimestre 1,2% em relação ao trimestre anterior, superando com folga a estimativa de consenso dos analistas, de alta de 0,7%. O bom

desempenho nos primeiros três meses do ano, a despeito do impacto da pandemia, levou a uma nova elevação das projeções para a expansão do PIB em 2021, com várias instituições prevendo um avanço superior a 5%. O boletim Focus considera a projeção de crescimento para o ano em 4,4%.

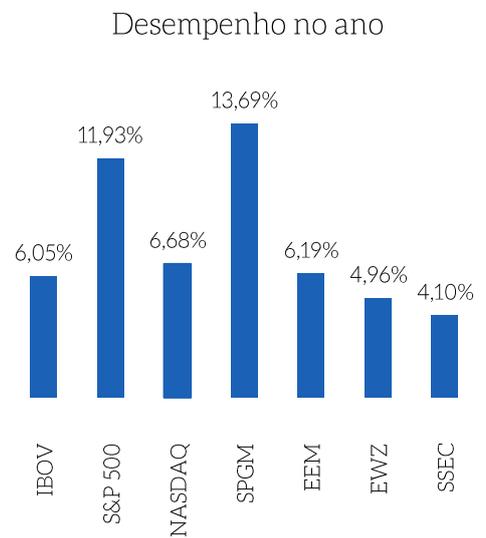
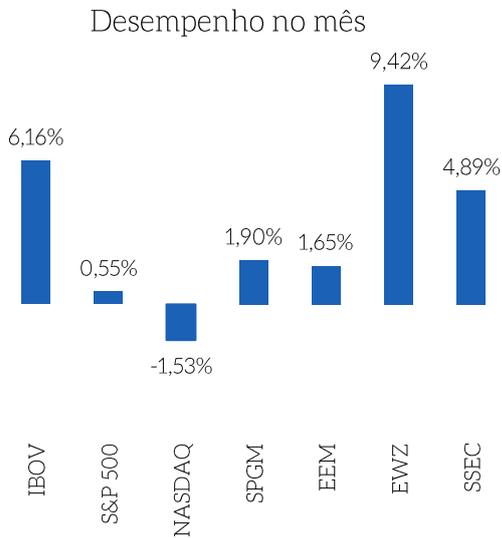
Pelo lado da oferta, o grande destaque foi a agropecuária, com crescimento de 5,7% em relação ao quarto trimestre de 2020. No caso da demanda, o investimento teve o melhor resultado - uma expansão de 4,6%. O ambiente externo favorável e o acúmulo de estoques contribuíram para o bom desempenho no período de janeiro a março. Alguns indicadores do segundo trimestre, como arrecadação, crédito e emprego formal, também mostram bons resultados.

O bom resultado da economia brasileira tira peso do risco fiscal no país, o que fez com que os contratos de juros longos apresentassem queda nos últimos pregões. Paralelamente, o dólar atingiu sua menor cotação desde dezembro de 2020 com a percepção do menor risco país. O real ainda acumula uma depreciação de 17,21% em relação ao início da pandemia, em janeiro de 2020, enquanto o peso mexicano perde apenas 5,07% na mesma comparação e o rublo russo, 8,07%. Entre as principais concorrentes, apenas a lira turca tem desempenho claramente abaixo: 30,76% de desvalorização. Na outra ponta, o rand sul-africano já está 8,05% mais forte do que antes da covid-19. A melhora do cenário levou analistas a atualizarem a projeção para o dólar abaixo dos R\$ 5,00 ainda nos próximos meses. O boletim Focus considera o câmbio de R\$ 5,30/US\$ ao fim do ano.

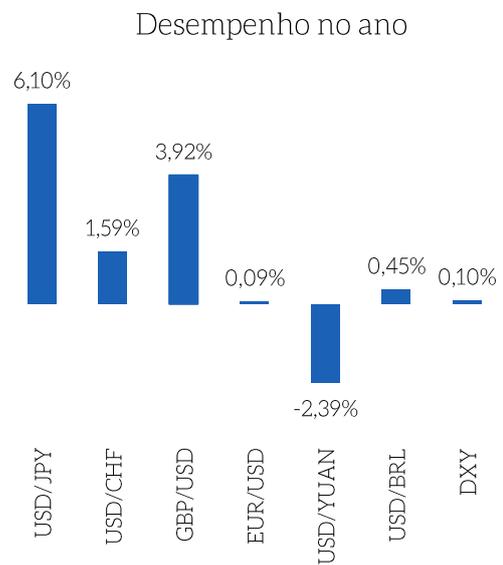
3

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

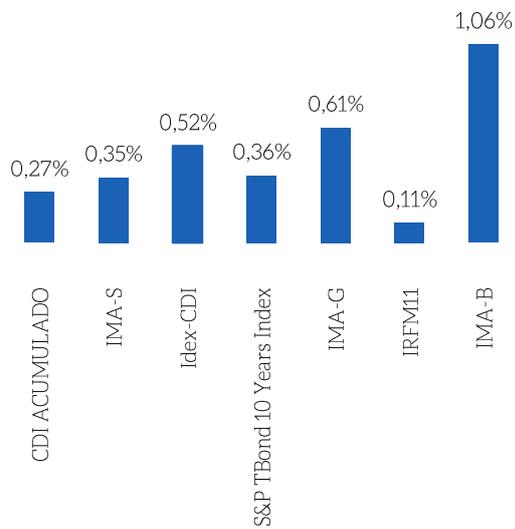
- EUR/USD: Euro/Dólar

- USD/YUAN: Dólar/Yuan Chinês

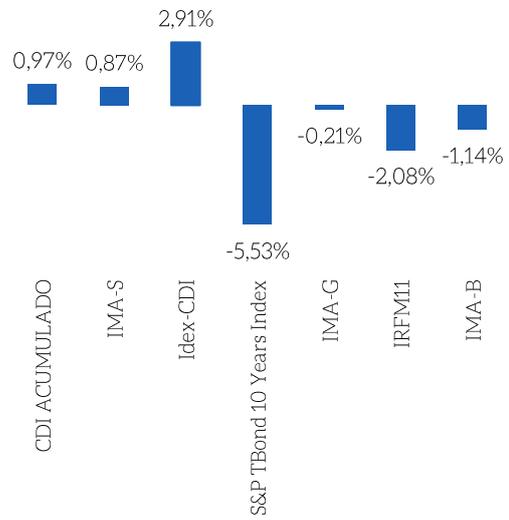
- DXY: Índice Dólar

RENDA FIXA

Desempenho no mês

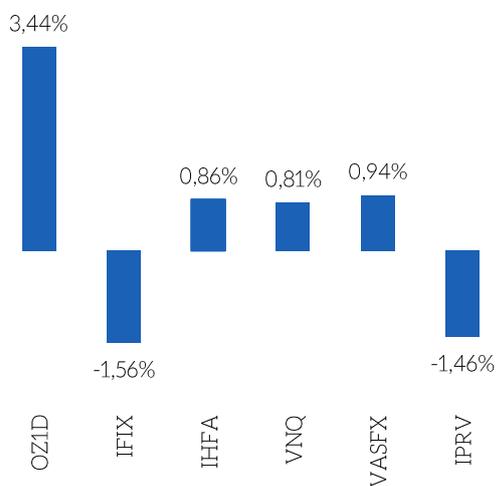


Desempenho no ano

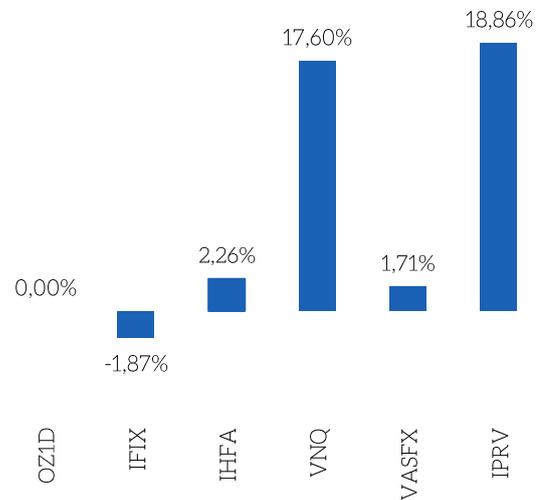


ALTERNATIVO

Desempenho no mês



Desempenho no ano



- IMA-S: Índice composto por LFTs

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

- IRFM11: 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

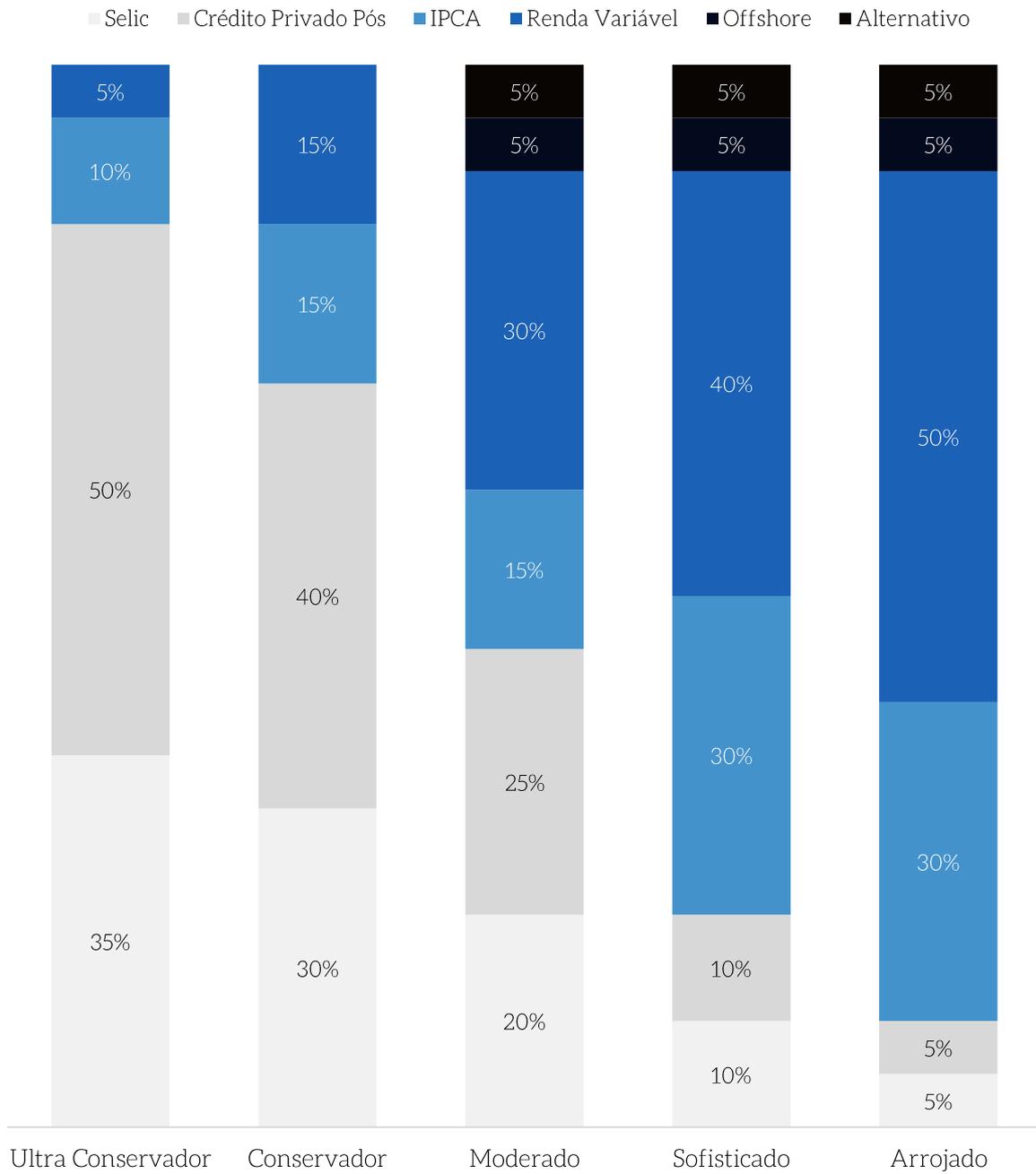
- VASFX: Vanguard Alternative Strategies Fund Investor Shares

- IPRV: iShares Listed Private Equity UCITS

4

Estratégia

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA

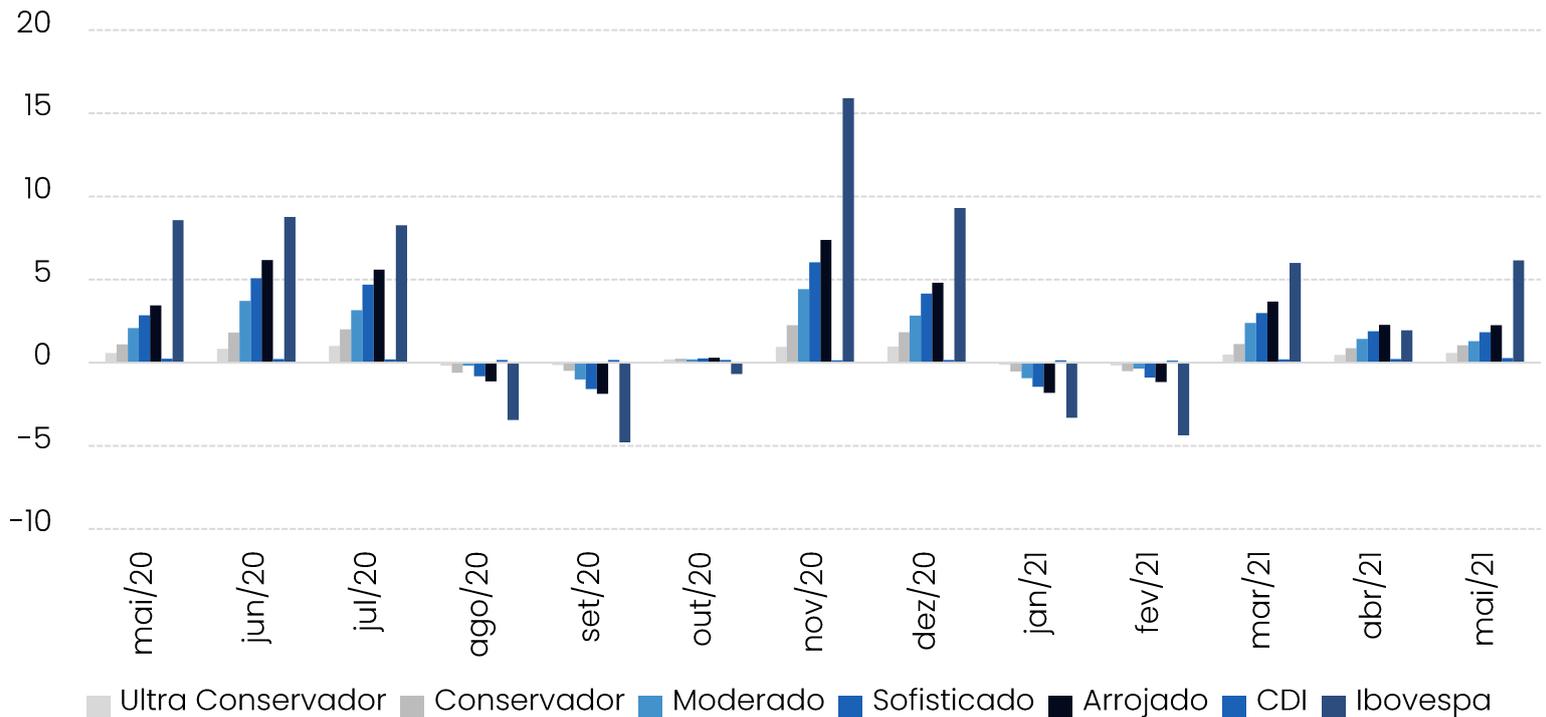


ESTATÍSTICA

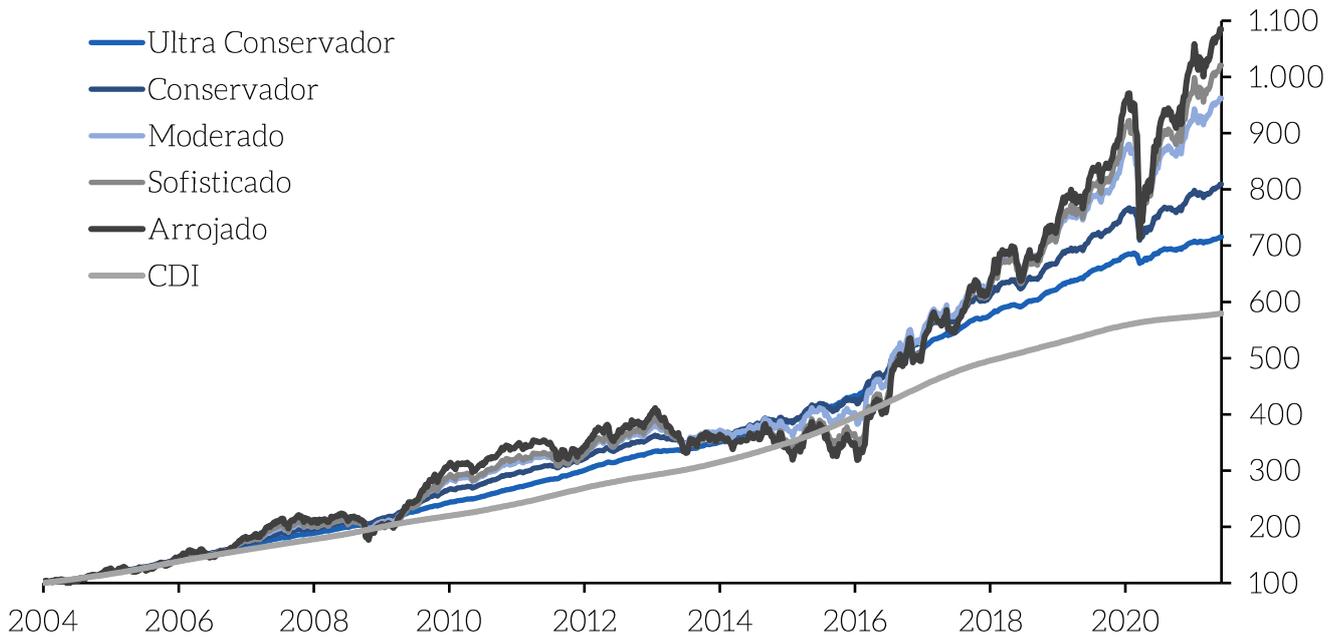
	Retorno Médio Anual*	Retorno No Mês	Retorno No Ano	Retorno 12 meses	Retorno 24 meses	Retorno 36 meses	Retorno 60 meses
Ultra Conservador	12,02%	0,58%	1,24%	4,92%	10,59%	20,78%	53,96%
Conservador	12,81%	1,04%	1,98%	9,35%	15,20%	28,65%	74,21%
Moderado	13,95%	1,30%	3,82%	18,07%	26,40%	44,82%	116,28%
Sofisticado	14,33%	1,83%	4,35%	24,09%	32,08%	56,87%	147,48%
Arrojado	14,74%	2,25%	5,21%	29,17%	36,50%	64,40%	173,21%
CDI	10,66%	0,27%	0,97%	2,18%	7,16%	13,98%	38,97%
IBOVESPA	10,64%	6,16%	6,05%	44,41%	30,08%	64,44%	160,39%

	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	17	0	19,32%	1,24%	2,83%	-1,62%	1,27%
Conservador	17	0	25,07%	1,45%	5,43%	-4,53%	3,21%
Moderado	16	1	37,20%	-1,88%	9,18%	-9,15%	6,14%
Sofisticado	14	3	45,91%	-7,56%	12,24%	-13,00%	8,46%
Arrojado	13	4	54,50%	-10,46%	14,71%	-15,78%	10,33%

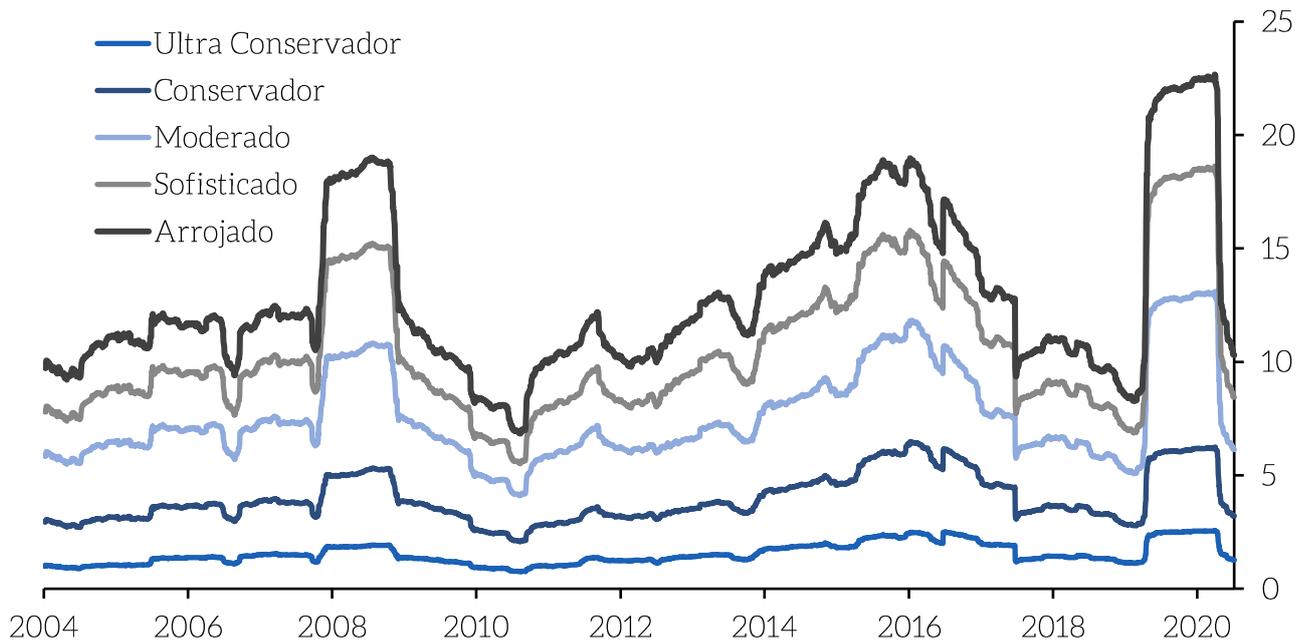
RETORNO MENSAL



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 se 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 02/01/2004.