

Carta de Gestão | Renda Variável

Escrita por Welliam Wang

[BT]

Por que a bolsa

**NÃO ESTÁ TÃO BARATA –
HOUE SIM UM “DE RATING”**
nas ações

AZQUEST

Por que a bolsa **NÃO** está tão barata – houve **SIM** um “de rating” nas ações

Muito tem se repetido sobre o quanto a bolsa brasileira está barata, principalmente no contexto em que o índice Ibovespa se encontra no mesmo nível de 2020, sendo esse um dos principais argumentos para justificar altos potenciais de ganhos.



Entretanto, o índice nada mais é do que uma composição de várias empresas. E é justamente por esta característica que julgamos ser interessante fazer uma análise mais aprofundada sobre os motivos estruturais e conjunturais inerentes a um governo de esquerda e como estes fatores acabaram reduzindo o potencial de observarmos aumentos de múltiplo substanciais da bolsa.

Segue um resumo dos principais setores e empresas que sustentam nossa opinião:

1) Siderurgia, Mineração e Papel & Celulose

As empresas deste setor tem uma correlação alta com os fundamentos da China, dada a sua relevância como maior mercado consumidor das commodities metálicas.

Temos uma opinião pessimista de longo prazo para o crescimento da China, dado o esgotamento de seu modelo econômico.

De acordo com o livro texto, seguindo a fórmula de produtividade total dos fatores, o crescimento de PIB depende de três fatores: Capital, População e Produtividade.

Quanto ao Capital, o esgotamento se dá pelo excesso de investimentos e redução do retorno marginal que se mostra anedoticamente através de cidades fantasma ou infraestrutura sobredimensionadas.



A transição para uma economia de consumo encontra diversos desafios na medida em que, culturalmente, a população chinesa, diferente da ocidental, não gasta os eventuais estímulos governamentais, automaticamente se transformando em mais poupança.

Quanto à População, o país tem vivenciado uma queda de sua demografia, o que é extremamente difícil de se reverter dado o elevado nível de urbanização, além do déficit de mulheres causado pela “política de um filho”.

Já sobre a Produtividade, ela tende naturalmente a cair com o envelhecimento da população.

O crescimento chinês também sofre com a restrição dos EUA ao acesso a chips de última tecnologia, cuja cadeia de produção é extremamente globalizada e quase impossível de se replicar (o chip é produzido em Taiwan, a máquina do chip na Holanda, a lente na Alemanha e o software nos EUA).

Todos estes fatores nos levam a uma expectativa pessimista quanto à China e seus fundamentos no longo prazo.

Por fim, o governo atual tenta aumentar sua influência na Vale, empresa mais relevante do setor, aumentando o risco de governança.

2) Petrobrás

A Petrobrás, principal empresa do setor de óleo, gás natural e energia, por sua vez, teve o risco de governança mais elevado dada a maior influência do governo. Adicionalmente, há também um maior risco advindo de investimentos de retornos duvidosos, como aumento de capacidade e aquisições de refinarias ou então de ativos internacionais.

Outro ponto de atenção é o maior risco na política de dividendos, tanto por questões ideológicas quanto pelo aumento do Capex.

3) Bancos e Financeiras

O setor bancário, no mundo todo, tem negociado a múltiplos mais baixos devido à maior regulação pós Crise de 2008, quando os bancos cometeram diversos excessos e acabaram sendo resgatados com dinheiro público.

O aumento da supervisão regulatória resultou em uma maior necessidade de retenção de capital e em restrições mais rigorosas na tomada de risco e geração de receita, o que, por sua vez, gerou uma rentabilidade estruturalmente menor.

No Brasil, do ponto de vista competitivo, o Banco Central adotou nos últimos anos uma agenda pró-competição para o setor financeiro como um todo, facilitando o



surgimento e a entrada de diversas fintechs no país. Esse fato tem sido um detrator de rentabilidade, à medida que linhas importantes de receita, principalmente aquelas relacionadas a serviços, como tarifas de conta corrente, anuidades de cartão de crédito, adquirência e taxas de administração de fundos, historicamente associadas aos altos retornos dos bancos, foram prejudicadas, apresentando quedas significativas ao longo do tempo.

Notadamente, o Nubank tem sido o grande destaque dessa agenda, ganhando market share de forma consistente com um serviço diferenciado, especialmente entre as classes de renda mais baixa.

Além disso, no cenário regulatório interno, os bancos têm enfrentado pressões através de uma agenda de redução forçada de preços, com a imposição de limites de juros, como no caso do consignado INSS, do cheque especial e do rotativo de cartão de crédito, ou com a criação de sistemas que fomentam ainda mais a competição, como a câmara de recebíveis de cartão e o PIX.

4) Ambev

A empresa, que já foi uma das queridinhas da bolsa brasileira, atualmente tem sofrido para entregar crescimento, seja por conta de competição, seja por mudança de hábito do consumidor, migrando de cerveja para outras bebidas alcóolicas.

A cultura centrada no acionista se caracteriza por cortar custos e investimentos, como o processo de "Orçamento Base Zero", com o objetivo de maximizar o retorno no curto prazo. Entretanto, há o risco de se cortar investimentos, como em inovação, que são importantes para gerar crescimento de longo prazo. Nos EUA, as cervejas artesanais ganharam mercado, apesar da Inbev ter feito diversas aquisições ao longo do tempo.

Eventuais excessos nos cortes de custos acabam prejudicando a imagem e percepção de qualidade de seus produtos e, conseqüentemente, leva a perda de mercado e *pricing power* ao longo do tempo.

5) Consumo e Varejo

Consumo e Varejo também é um setor que tem apresentado taxas mais baixas de crescimento e acreditamos que há diversos fatores estruturais para tanto.

O primeiro deles é a maior competição, seja com os próprios players do setor, seja com as plataformas de tecnologia.

O gap de qualidade entre os players tem se reduzido, commoditizando ainda mais os produtos e reduzindo o *pricing power*, algo refletido no baixo crescimento do preço médio.



As plataformas de tecnologia (Shein, Temu e Mercado Livre), através da Teoria da Agregação, commoditizam ainda mais a oferta, reduzindo os preços no mercado como um todo.

A cadeia de valor também é desintermediada, retirando valor da distribuição, fazendo com que as plataformas consigam oferecer preços mais competitivos do que as lojas de varejo tradicionais.

Outra fonte importante de receita das empresas de varejo era o serviço financeiro, que também foi disruptado pelas fintechs, sofrendo com o problema de seleção adversa – afinal, apenas os clientes que não conseguiram crédito em nenhum outro banco digital é que se disporia a ir a uma loja de varejo físico na busca por produtos financeiros.

Grosso modo, os setores acima representam mais de 50% da composição do índice, mas na nossa opinião, são os que mais sofreram uma desvalorização permanente.

Acreditamos que a bolsa possa estar barata em termos históricos, mas discordamos do consenso de que há *upsides* extremamente elevados em toda a bolsa, dado o contexto que cada uma dessas empresas/setores se encontra.

Nesse cenário, buscamos gerar retorno acima do mercado fazendo posições vendidas, que se beneficiaram das mudanças nestas tendências explicadas acima, e em posições compradas, através do nosso *stock picking* focado em empresas que continuam a apresentar crescimento apesar dos desafios macros.

Apêndices

— Ativo — Média — + | - 1 desvio-padrão

PE Histórico - Ibovespa



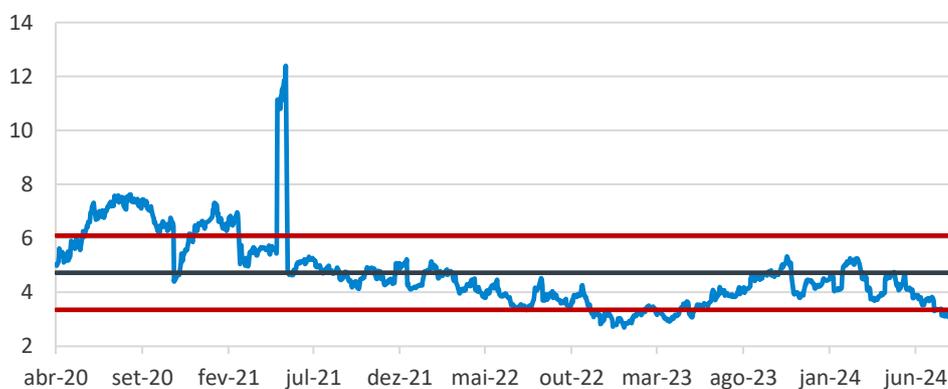
PE Histórico - Bancos



PE Histórico - Vale



PE Histórico - Petrobrás



PE Histórico - AMBEV



PE Histórico - Varejo



Material de Divulgação. As informações contidas neste material são de caráter meramente e exclusivamente informativo, não se tratando de qualquer recomendação de compra ou venda de qualquer ativo negociado nos mercados financeiro e de capitais. A AZ Quest não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste material. A AZ Quest Investimentos Ltda. não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. É fundamental a leitura do regulamento dos fundos antes de qualquer decisão de investimento. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Todos os fundos de investimento geridos pela AZ Quest Investimentos Ltda. utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.

AZ QUEST AÇÕES FIC FIA (07.279.657/0001-89): ações livre, tributação renda variável, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+1(u)/D+2(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-acoes-fic-fia/>; AZ QUEST SMALL MID CAPS FIC FIA (11.392.165/0001-72): ações livre, tributação renda variável, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+27(u)/D+2(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-small-caps-fic-fia/>; AZ QUEST TOP LONG BIASED FIC FIA (13.974.750/0001-06): ações livre, tributação renda variável, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+30(u)/D+2(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-top-long-biased-fic-fia/>; AZ QUEST TOTAL RETURN FIC FIM (14.812.722/0001-55): multimercado long short direcional, tributação renda variável, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+27(u)/D+2(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-total-return-fic-fim/>; AZ QUEST RV PREV ICATU FIE FIC FIM (33.341.968/0001-30): previdência multimercado livre, tributação previdência, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+1(u)/D+2(u) após a cotização, respectivamente, consulte <https://azquest.com.br/az-quest-rv-prev-icatu-fie-fim/>; AZ QUEST XP SMALL MID CAPS PREV QUALIFICADO FIE (42.776.355/0001-17): previdência ações ativo, tributação previdência, destinado a investidores qualificados, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+27(dc)/D+2(u) após a cotização, respectivamente; AZ QUEST MULTI FIC FIM (04.455.632/0001-09): multimercado macro, tributação longo prazo, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+0/D+1(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-multi-fic-fim/>; AZ QUEST MULTI MAX FIC FIM (26.323.079/0001-85): multimercado macro, tributação longo prazo, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+29(u)/D+1(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-multi-max-fic-de-fim/>; AZ QUEST MULTI PWR FIC FIM (41.898.839/0001-76): multimercado macro, tributação longo prazo, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+30(u)/D+1(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-multi-pwr-fic-fim/>; AZ QUEST YIELD FIC FI RF LP (16.599.968/0001-16): renda fixa - duração livre grau de investimento, tributação longo prazo, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+0/D+1(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-yield-fic-fi-rf-lp/>; AZ QUEST IMA-B 5 ATIVO FIC RENDA FIXA LP (31.288.760/0001-70): renda fixa - duração livre grau de investimento, tributação longo prazo, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+4(u)/D+1(u) após a cotização, respectivamente, consulte <https://azquest.com.br/az-quest-ima-b-5-ativo-fic-fi-rf-lp/>; AZ QUEST IMA-B ATIVO FIC RENDA FIXA LP (42.084.646/0001-44): renda fixa - duração livre grau de investimento, tributação longo prazo, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+4(u)/D+1(u) após a cotização, respectivamente, consulte <https://azquest.com.br/az-quest-ima-b-ativo-fic-renda-fixa-lp/>; AZ QUEST IMA-B ATIVO FIC RENDA FIXA LP (42.084.646/0001-44): renda fixa - duração livre grau de investimento, tributação longo prazo, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+4(u)/D+1(u) após a cotização, respectivamente, consulte <https://azquest.com.br/az-quest-ima-b-ativo-fic-renda-fixa-lp/>; AZ QUEST ICA TU MULTI PREV FIC FIM (18.534.967/0001-19): previdência multimercado livre, tributação previdência, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+1(u)/D+3(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-icatu-multi-previ-fic-fim/>; AZ QUEST XP MULTI MAX PREV QUALIFICADO II FIC FIM (40.792.737/0001-09): previdência multimercado livre, tributação previdência, destinado a investidores qualificados, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+22(u)/D+1(u) após a cotização, respectivamente; AZ QUEST LUCE FIC FI RF CP LP (23.556.185/0001-10): renda fixa - duração livre grau de investimento, tributação longo prazo, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+0/D+1(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-luce-fic-fi-rf-cp-lp/>; AZ QUEST ALTRO FIC FIM CP (22.100.009/0001-07): multimercado dinâmico, tributação longo prazo, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+44(c)/D+1(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-altro-fic-fim-cp/>; AZ QUEST DEBÊNTURES INCENTIVADAS FIM (25.213.405/0001-39): multimercado estratégia específica, tributação longo prazo, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+29(c)/D+1(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-debentures-incentivadas-fim-cp/>; AZ QUEST SUPRA FIC FIM CP (36.352.498/0001-07): multimercado livre - duração livre, tributação longo prazo, destinado a investidores qualificados, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+89(c)/D+1(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-supra-fic-fim-cp/>; AZ QUEST VALORE FI RF CP (19.782.311/0001-88): renda fixa - duração livre grau de investimento, tributação longo prazo, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+4(c)/D+1(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-valore-fi-rf-cp/>; AZ QUEST PREV ICATU CONSERVADOR FIC RF (23.883.385/0001-88): previdência renda fixa duração livre grau de de investimento, tributação previdência, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+1(u)/D+2(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-prev-icatu-conservador-fic-rf/>; AZ QUEST ALTRO PREV MASTER FIFE FIM CP (46.328.602/0001-73): fundo em fase pré-operacional, tributação previdência, destinado a investidores qualificados, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+20(u)/D+1(u) após a cotização, respectivamente; AZ QUEST BAYES SISTEMÁTICO AÇÕES FI AÇÕES (37.569.846/0001-57): ações livre, tributação renda variável, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+14(u)/D+2(u) após a cotização, respectivamente, consulte <https://azquest.com.br/az-quest-bayes-sistematico-acoes/>; AZ QUEST BAYES LONG BIASED SISTEMÁTICO FIM (36.499.625/0001-97): multimercado livre, tributação renda variável, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+14(u)/D+2(u) após a cotização, respectivamente, consulte <https://azquest.com.br/az-quest-bayes-long-biased-sistematico-fim/>; AZ QUEST BAYES LONG SHORT SISTEMÁTICO FIC FIM (46.929.688/0001-90): multimercado long short direcional, tributação renda variável, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+14(u)/D+2(u) após a cotização, respectivamente; AZ QUEST LOW VOL FIM (10.320.188/0001-09): multimercado dinâmico, tributação longo prazo, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+0/D+1(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-low-vol-fim/>; AZ QUEST TERMO FI RF (22.681.798/0001-17): renda fixa duração média grau de investimento, tributação longo prazo, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+5(u)/D+1(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-termo/>; AZ QUEST AZIMUT EQUITY CHINA DÓLAR FIC FIA IE (40.102.910/0001-08): ações investimento no exterior, tributação renda variável, destinado a investidores qualificados, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+1(u)/D+4(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-azimut-equity-china-fic-fia-ie/>.

O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Para avaliação da performance do fundo de investimentos, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este material não deverá ser reproduzido, distribuído ou publicado sob qualquer propósito sem autorização da AZ Quest Investimentos. Para mais informações, ligue para (55) 11 3526 2250 ou acesse www.azquest.com.br.

