



Carta Mensal | Julho 2020

“

The only setting in which investors reliably buy at the bottom, sell at the top or go to cash at the right moment is a cocktail party.

”

Ruane Cunniff, Sequoia

Caros clientes,

Um bom exemplo de como mercados podem ser interpretados de maneira objetiva reside na experiência do analistas de mercado do Federal Reserve de NY, os quais temos uma certa proximidade na V8 Capital. Uma das características mais notáveis dessa equipe é o extenso programa de treinamento para os novos integrantes do time de Operações de Mercado Aberto. São meses de doutrina sobre uma miríade de mercados e suas características. Após 6 meses de treinamento, há o batismo por fogo --- os novos *trainees* finalmente entram na rotina de monitoramento do *price action* de mercado global e reportam diariamente para os presidentes dos 13 distritos do *federal reserve system*. Eles cultuam uma doutrina agnóstica à qualquer pré-conceito, dogma ou narrativa: **os formuladores de política monetária sempre precisavam monitorar e reportar primeiramente o comportamento dos preços**. A história vem em segundo lugar.

Em seus *reports* internos de mercado, ao olhar qualquer ativo para análise, a equipe visualiza imediatamente sua variação diária, semanal, mensal, trimestral, anual, e --- como não poderia faltar --- a performance no período entre as reuniões do FOMC. **Isso faz com que a equipe de monitoramento de mercados sejam agnósticos a qualquer armadilha de narrativa inicial: é preciso saber o que os preços refletem em primeiro lugar. Não interessa quem falou ou porquê.** É uma homenagem à hipótese dos mercados eficientes, onde os preços deveriam refletir toda a informação disponível. Os porquês vem em segundo lugar. *Facts first*. O curto prazismo só deverá ser levado em conta se o movimento nos preços for relevante.

Um dos livros dedicados ao tema de observar os fatos contra dogmas dominantes se chama *Factfulness*, publicado em 2018 pelo médico e acadêmico sueco Hans Rosling (o livro consta como lista recomendada do Bill Gates e Barack Obama). Hans dedicou sua vida a desmistificar dogmas sobre o desenvolvimento sócio econômico humano. Ao longo de milhares de palestras, ele identificou que vários dos pré-conceitos modernos da sociedade eram visões com 70 anos de atraso. Por exemplo, ele questionava frequentemente para sua plateia pontos elementares sobre a sociedade atual:

- Atualmente, qual a proporção de pessoas no mundo que tem acesso à eletricidade (20%, 50%, 80%) ?
- Como evoluiu a proporção da população mundial vivendo em extrema pobreza nos últimos 30 anos (dobrou, ficou estável, caiu pela metade) ?
- Qual a expectativa de vida no mundo hoje (50, 60 ou 70 anos) ?

O questionário do livro é mais completo, com 20 perguntas, mas igualmente triviais e atuais. Se não estiver sentado, agora é a hora: 12 mil pessoas em 14 países erraram mais de 80% do questionário (entre eles, eu, pasmo, ao responder o questionário do livro). Pessoas educadas, como eu e você, do nível que se interessam (e tem paciência e treinamento) para ler uma carta de um fundo de investimento. Assim, uma das principais conclusões que me arrebatou no livro é que, mesmo na era da informação, tecnologia e mídias sociais, a sociedade não escapa de estar presa à dogmas extremamente ultrapassados. Rosling afirma, irreverentemente, que um chimpanzé teve uma nota mais alta que a média da pesquisa. Se lhe interessar, busque por Hans Rosling nas TED talks.

Cenário Econômico

Mas será que, o próprio mercado financeiro, não há dogmas inabaláveis, e igualmente não factuais?

Ainda mais em um ambiente onde a intertemporalidade faz tudo muito mais relativo e os participantes têm seus motivos reservados para distorcer os fatos (vide a enxurrada de influenciadores digitais no mercado financeiro atualmente) ? Escuto alguns dogmas no mercado financeiro que entendo que estão por aí desde que o mundo é mundo: “Não se perde dinheiro com imóveis”; “Impressão de dinheiro gera inflação”; “fundo de renda fixa não tem risco”; “Empresas de tecnologia são muito arriscadas”. Na minha opinião, esses são os dogmas que não importam atualmente. São fáceis de entender e ter uma opinião educada relativamente rápido. Mas seguimos a examinar outros dogmas mais atuais, alguns deles impostos pela pandemia do Covid-19. São dogmas “que importam” e mais relevantes no momento, e são mais complexos de discernir.

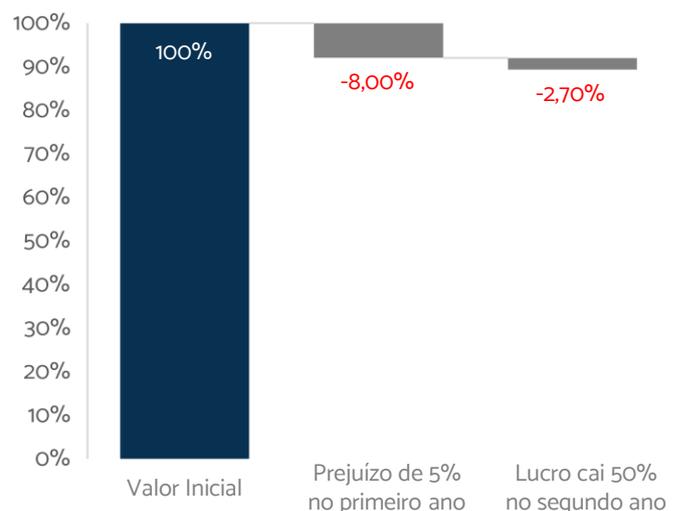
■ Dogma 1: Hora de comprar bolsa é na crise.

Em julho, a bolsa subiu quase 10%, ficando com uma performance negativa no ano de apenas 11%. Tirando o setor de tecnologia, a variação dos lucros trimestrais no primeiro trimestre foi entre 20 a 60%, dependendo do setor. No segundo trimestre, não parece que a história será diferente, dado que o período captura uma fase mais prolongada de estagnação econômica. Com o Ibovespa voltando acima dos 100 mil pontos parece, portanto, que os preços se adiantaram muito e descolaram dos lucros. Historicamente, no atual nível de preço / lucro da bolsa (acima de 18x LPA), os retornos do ano subsequente geralmente são negativos ou próximo de zero. Isso não quer dizer que não hajam empresas vencedoras nesse ínterim.

Como gestor, eu mesmo venho me dizendo que o Ibovespa está caro com relação aos lucros há pelo menos dois meses, e o índice subiu quase 10% todo mês nos últimos 3). Uma simulação onde os únicos efeitos da pandemia do Covid-19 fosse um prejuízo de 5% no primeiro ano e uma queda de 50% de lucros no segundo ano, justificaria uma ajuste negativo de 11% no índice (resultando nos 105 mil pontos que o índice alcançou e estacionou na última semana de julho). A pergunta difícil de responder é: quanto desse efeito já está no preço.

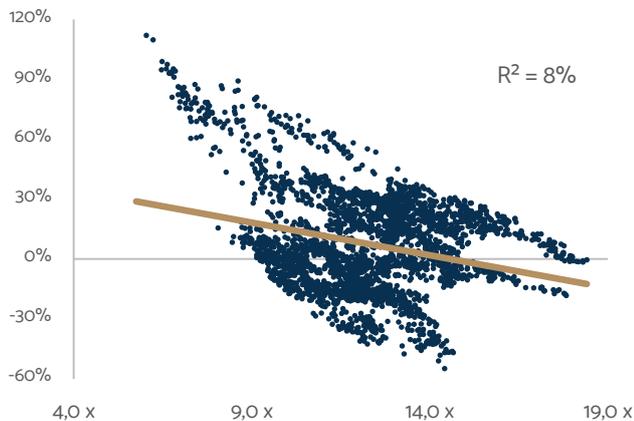
Neste dogma em específico, eu fui vencido pelo cansaço: sim, a bolsa está cara em termos relativos de lucro; Mas isso não quer dizer que não pode subir no curto prazo, como têm acontecido. Nesse ambiente macro extremamente fluido e repleto de estímulos fiscais e monetários, de juro muito baixos e/ou negativos no mundo, têm se provado especialmente penoso posicionar-se contra *equities* globalmente. É preciso mais tempo para entender a dinâmica de lucros mais de longo prazo; no curto prazo, os juros baixos e estímulos governamentais claramente ganharam a queda de braço.

Efeito de queda do lucro no valuation
(horizonte de 2 anos)



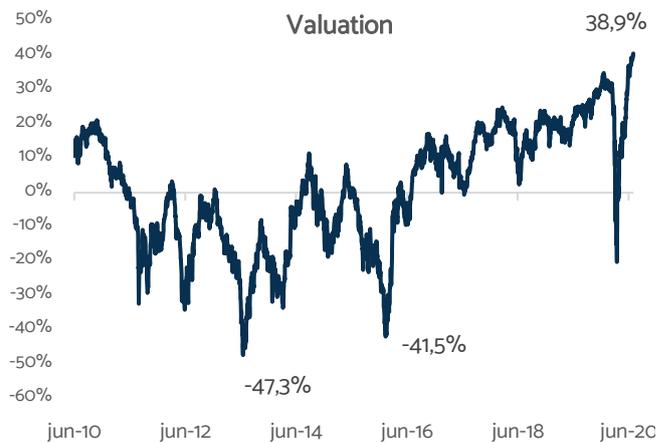
Cenário Econômico

Performance do ano seguinte dado o nível de Preço/Lucro do Ibovespa



Fonte: Bloomberg | Elaboração: V8 Capital

Porcentagem do Ibovespa não explicada por Book Value & Crescimento de LPA no Valuation

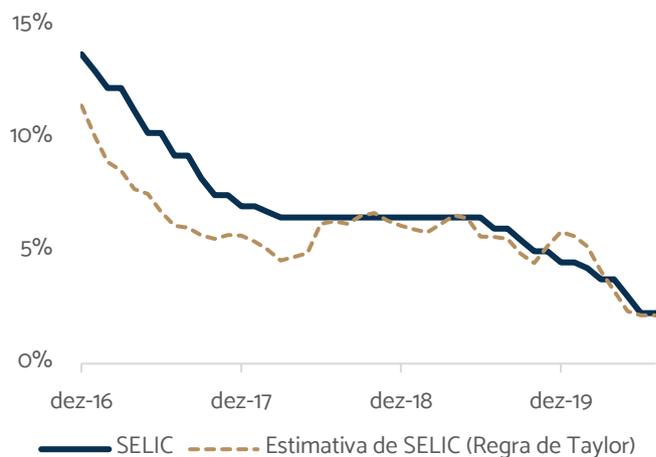


Fonte: Bloomberg | Elaboração: V8 Capital

■ Dogma 2: A SELIC já caiu demais.

Modelagem de taxa de juros dependem de modelos econométricos e geralmente sofisticados. Um dos modelos mais populares é a regra de Taylor, que leva em consideração o hiato do produto e a distância do nível de inflação para a meta do Banco Central. É um modelo que, quando bem calibrado, têm uma grande taxa de sucesso em estimar a direção do juros básico, e no caso do Brasil, a SELIC. Nosso modelo têm apontado para uma SELIC mais baixa há anos. A Razão disso é que o Brasil continua, por razões estruturais, com o crescimento muito abaixo do PIB potencial, e com inflação em declínio estrutural (fruto também de uma política monetária efetiva). Com relação ao dogma em si, essa é uma pergunta que não me tira o sono à noite. Nossa impressão é que o ciclo de relaxamento monetário chegou ao fim, com um provável corte de 25 pontos base na próxima reunião (5 de Agosto). Mas o Brasil já mudou estruturalmente faz algum tempo: desde 2016, a SELIC caiu 1.200 pontos base. O grande movimento já foi, e por mais que os modelos até justifiquem corte adicionais (nosso modelo de regra de Taylor aponta eventualmente juros de até 1.50%) a linguagem do Bacen aponta uma pausa no ciclo de afrouxamento. Para eventuais novos cortes, necessitaríamos de uma piora relevante na atividade e ainda mais arrefecimento do nível de preços, um cenário que nos parece contrário à recuperação econômica que os últimos dados apresentam.

Regra de Taylor para Brasil



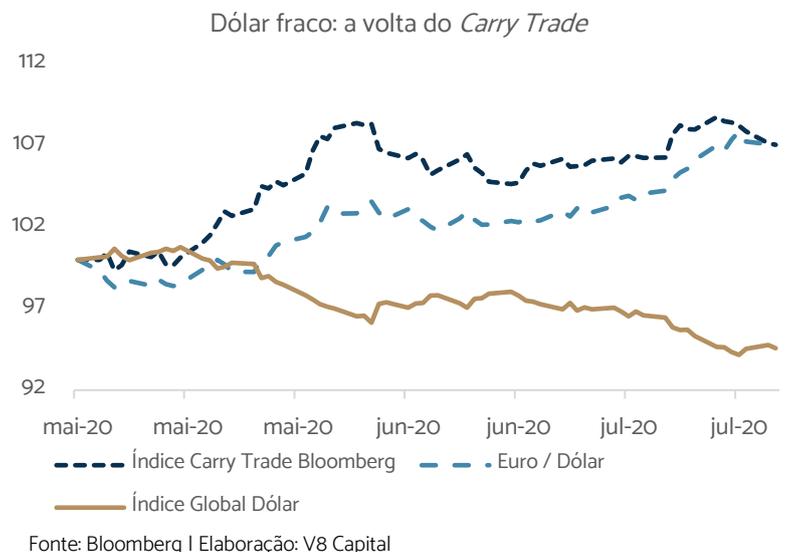
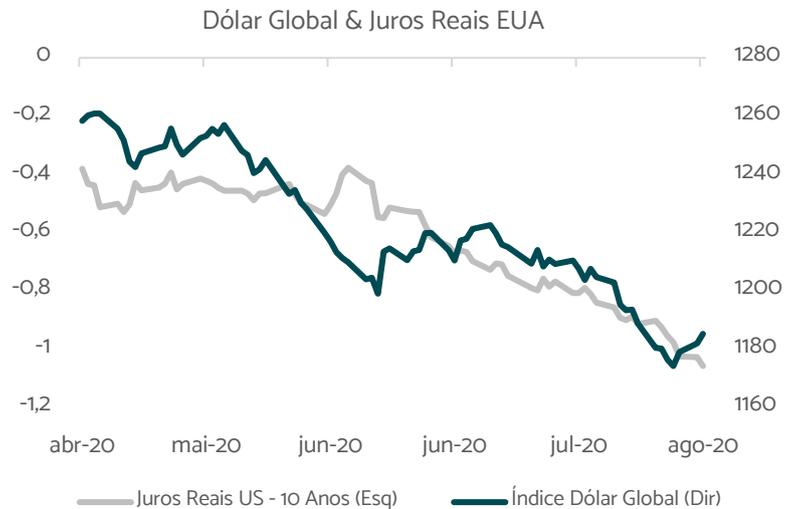
Fonte: Bloomberg | Elaboração: V8 Capital

Cenário Econômico

■ Dogma 3: Em momentos de crise, sempre quero ter dólar no portfolio.

Há fatores fundamentais e sintomas de mercado que apontam para uma fraqueza do dólar contra seus pares globais. A quantidade massiva de estímulos monetário via o programa de *quantitative easing* nos EUA atingiu cerca de 30% do PIB americano, um nível nunca antes visto. Compras de *Treasuries* e ETFs de crédito trouxeram juros nominais longos para baixo e comprimiram spreads de crédito. Dada a baixa inflação, os juros reais americanos atingiram patamares negativos, algo relativamente inédito. Para escapar de tal armadilha, os fluxos de alocação migraram para outros pares de moedas --- EUR/USD, moedas de mercados emergentes, *carry trades* em moedas asiáticas. Como ainda não saímos da crise, e há expectativa de novas ondas (na verdade continuamos em um movimento ascendente de crescimento de novas contaminações de vírus nos EUA), é possível que hajam novas rodadas de injeção de liquidez e compra de ativos via Fed.

No última decisão do FOMC, o comunicado deixa bem clara essa possibilidade. É de se esperar, portanto, que a tendência de um dólar globalmente mais fraco continue, ainda mais se outros grandes blocos econômicos entrarem em processo de recuperação mais estável que os EUA, como na Europa. Isso foi percebido prontamente pelo mercado de FX. *Carry Trades* que usavam o dólar como moeda de *funding* voltaram bruscamente, e diversas cestas de *carry trade* começaram a performar desde que o juro real de longo prazo americano ficou negativo. Ao lado o gráfico do sepultamento do dogma de “dólar forte”. Essa nova realidade pode ser um divisor de águas para o velho dogma de dólar como hedge. Taticamente sempre fará sentido estar short moedas de mercados emergentes em momentos de risk-off de mercado, mas talvez estejamos num momento onde outras moedas de G-10 com juros reais não tão negativos sejam alternativas mais estruturais de hedge (o problema é escolher a menos negativa hoje em dia).

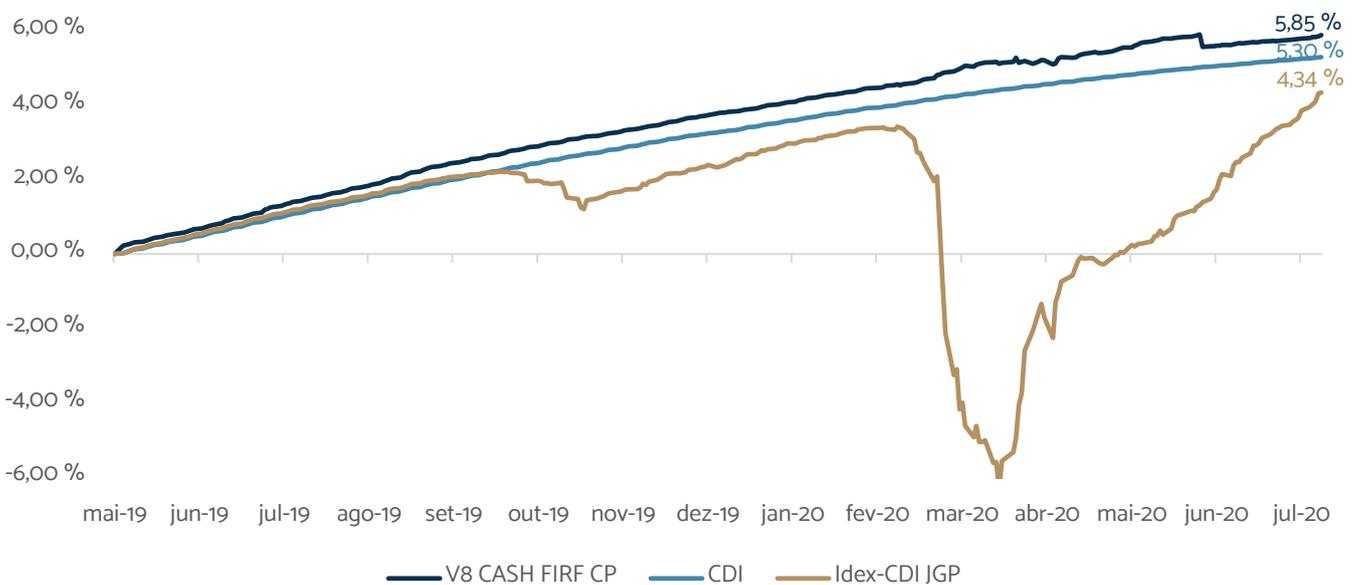


V8 Cash FIRF CP I **Atribuição de Resultado**

O **V8 Cash FI Renda Fixa CP** fechou o mês de julho com retorno de 0,23%, equivalente a 119,50% do CDI. No ano, 12 meses e desde o seu início o fundo acumula retorno de 103,30%, 106,22% e 111,08% do CDI, respectivamente.

A principal estratégia do fundo, o financiamento de termo (50% da carteira), continuou se mostrando bastante eficaz. Em julho, a estratégia entregou resultados consistentes para o fundo, em linha com nossas expectativas.

O book de crédito privado (apenas LFs de bancos de primeira linha) não sofreu remarcação ao longo do mês e está entregando um carregamento muito interessante para o fundo.



Fonte: Quantum I | Elaboração: V8 Capital

Nas últimas semanas, o V8 Cash FIRF CP entrou na carteira recomendada de algumas corretoras parceiras, trazendo um volume de cotistas relevante para o fundo. No fechamento de julho/20, o fundo já ultrapassava mais de 5.000 cotistas.

	JAN/20	FEV/20	MAR/20	ABR/20	MAI/20	JUN/20	JUL/20	AGO/20	SET/20	OUT/20	NOV/20	DEZ/20	ANO	12 MESES	ACUM.
V8 Cash	0,38%	0,33%	0,54%	0,20%	0,38%	-0,05%	0,23%	-	-	-	-	-	2,02%	4,48%	5,88%
% do CDI	100,72%	111,33%	158,38%	69,74%	160,80%	-	119,50%	-	-	-	-	-	103,30%	106,22%	111,08%

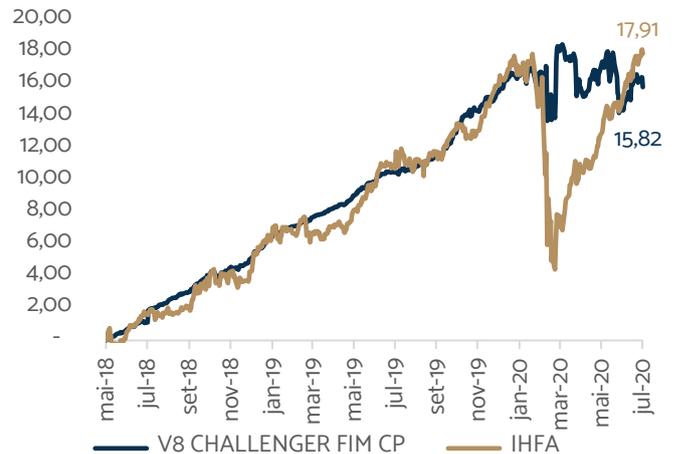
Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou Fundo Garantidor de Crédito - FGC. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Os indicadores econômicos são meras referências econômicas, e não metas ou parâmetros de performance. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise, no mínimo, 12 (doze) meses.

V8 Challenger FIM CP | Atribuição de Resultado

O **V8 Challenger FIM CP**, encerrou o mês de julho com retorno de 1,16%, equivalente a 594,74% do CDI. No ano e 12 meses está acumulando retorno de 0,26% e 4,84%, respectivamente.

O mês de julho foi um mês de recuperação para o fundo. Todos os books apresentaram retornos expressivos, com destaque para o book de arbitragem. Dentro desse book, nos últimos meses, viemos implementando, gradativamente, operações de long & short estatístico. A estratégia vem apresentando bons resultados e de forma consistente, agregando valor para o produto.

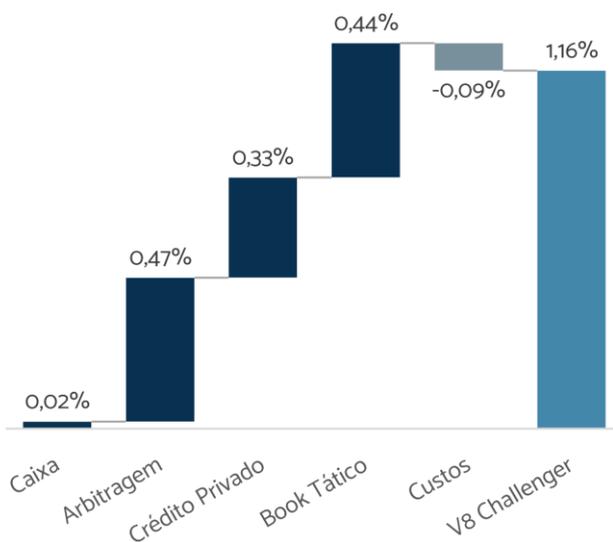
O book de crédito privado voltou a apresentar retornos relevantes, após o stress que o mercado passou no início da crise do covid-19, entregando retorno de 168% do CDI no mês.



Fonte: Quantum | Elaboração: V8 Capital

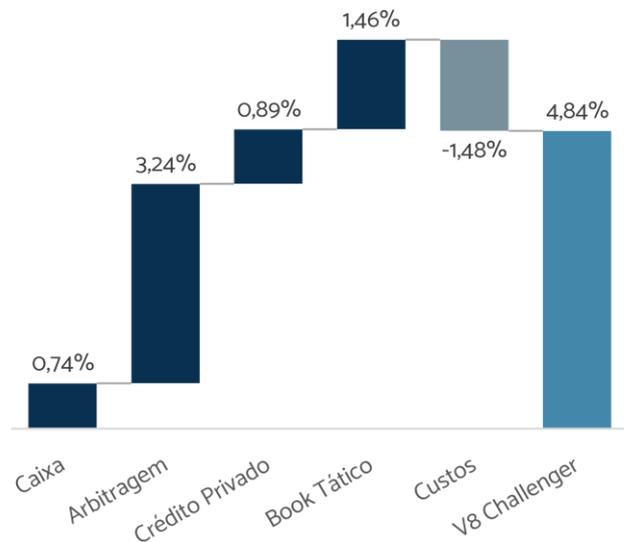
No longo prazo, o fundo apresenta uma série histórica bastante consistente, tendo apresentado retorno negativo em apenas 2 meses entre seus 24 de vida. Quando olhamos para a indústria de fundos multimercado, representada pelo IHFA (índice da ANBIMA), o V8 Challenger apresenta retornos bastante consistentes e muito próximo dos pares de mercado.

Atribuição de Performance em Julho/2020



Fonte: V8 Capital

Atribuição de Performance em 12 Meses

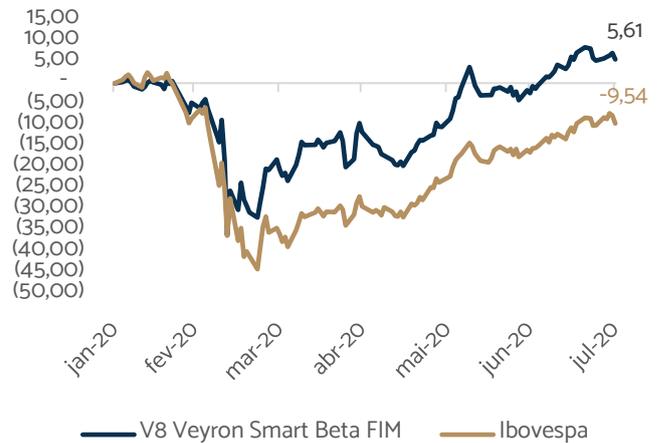


Fonte: V8 Capital

	JAN/20	FEV/20	MAR/20	ABR/20	MAI/20	JUN/20	JUL/20	AGO/20	SET/20	OUT/20	NOV/20	DEZ/20	ANO	12 MESES	ACUM.
V8 Challenger	0,86%	0,14%	1,27%	-1,98%	0,92%	-2,04%	1,16%	-	-	-	-	-	0,26%	4,84%	15,82%
% do CDI	227,21%	48,06%	376,55%	-	389,01%	-	594,74%	-	-	-	-	-	13,48%	114,72%	131,80%

V8 Veyron Smart Beta FIM | Atribuição de Resultado

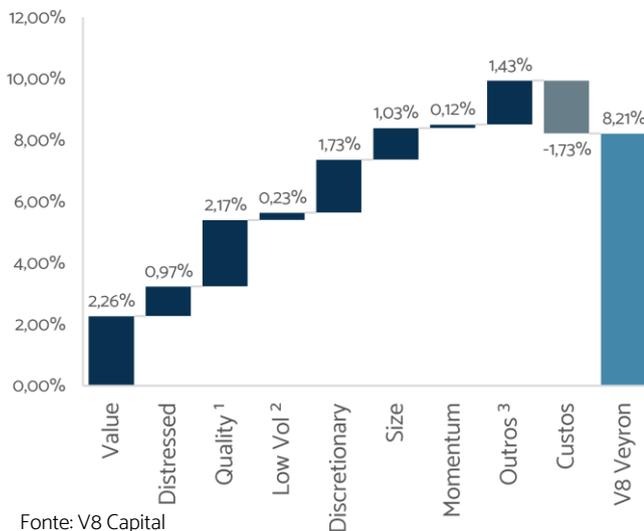
O **V8 Veyron Smart Beta FIM** fechou o mês de julho com 8,21% de alta vis a vis 8,27% do Ibovespa no mesmo período. O fundo acumula uma performance positiva de 5,61% contra -9,54% de queda do índice desde o início do fundo. Em julho, aumentamos o caixa do fundo diminuindo a exposição em fatores mais relacionados à volta da atividade econômica, como *Momentum* e *Distressed*. Essa diminuição se mostrou acertada com a volatilidade no setor de tecnologia e empresas aéreas no final do mês. Acreditamos que há setores do mercado com *valuation* exagerado e diminuímos 30% das posições em alguns papéis que gostamos, mas consideramos a aceleração do preço exagerada. Mesmo com cerca de 10% caixa no fundo, performamos muito próximo ao índice e conseguimos aproveitar bons momentos de entrada em empresas que gostamos. O caixa também ajudou marginalmente em momentos de maior volatilidade (chegamos a ter 17% em caixa em julho, quando o mercado atingiu 105 mil pontos).



Fonte: Quantum | Elaboração: V8 Capital

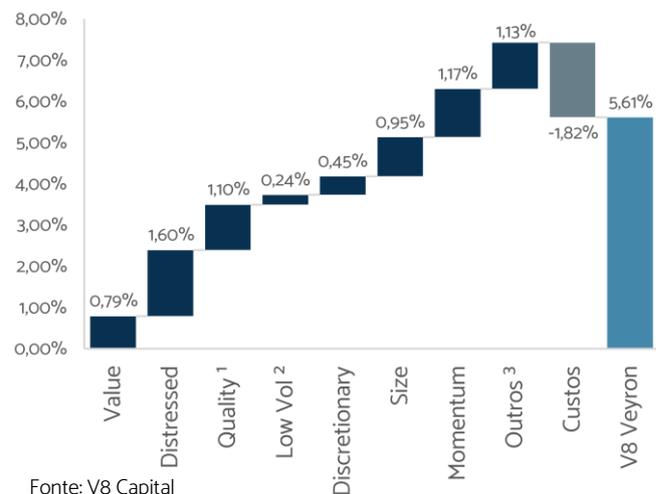
Continuamos a estudar o melhor momento para aumentar exposição em setores mais descorrelacionados com atividade econômica, pois acreditamos que a retomada será mais lenta daqui para frente. Nossa exposição em varejo puro é de 16%, e continuamos apostando em temas seculares como digitalização de serviços. Diminuímos nossa participação em bancos, dado o cenário regulatório opaco e incerteza sobre provisões dada a deterioração de crédito; migramos essa posição para fintechs com modelos de negócio fee-based. Do ponto de vista de alfa, os melhores fatores foram Value e Quality. Distressed e Contracíclicos diminuíram alfa pela primeira vez nos últimos 3 meses, refletindo nossa preocupação com os valuations esticados da bolsa.

Atribuição de Performance em Julho/20



Fonte: V8 Capital

Atribuição de Performance Desde o Início (fev/20-jul/20)



Fonte: V8 Capital

	JAN/20	FEV/20	MAR/20	ABR/20	MAI/20	JUN/20	JUL/20	AGO/20	SET/20	OUT/20	NOV/20	DEZ/20	ANO	12 MESES	ACUM.
V8 Veyron	-	-4,63%	-16,57%	11,08%	1,38%	8,92%	8,21%	-	-	-	-	-	-	-	5,61%
Ibovespa	-	-8,43%	-29,90%	10,25%	8,57%	8,76%	8,27%	-	-	-	-	-	-	-	-9,54%

Nossos Fundos de Investimento

	V8 Cash FIRF CP	V8 Challenger FIM CP	V8 Veyron Smart Beta FIM
CNPJ	30.509.221/0001-50	27.477.408/0001-05	35.948.858/0001-67
Administrador	Santander Caceis Investor Services	Santander Caceis Investor Services	BRL Trust Investimentos
Custódia	Santander Caceis Investor Services	Santander Caceis Investor Services	BRL Trust Investimentos
Rentabilidade Alvo	105%-110% do CDI	150% do CDI	Retornos absolutos no longo prazo
Taxa de Administração (% a.a.)	0,40%	0,85%	1,80%
Taxa de Performance	-	10% do que exceder o CDI	20% do que exceder o IPCA+Yield IMA-B
Aplicação Inicial	R\$ 100,00	R\$ 100,00	R\$ 100,00
Movimentação Mínima	R\$ 100,00	R\$ 100,00	R\$ 100,00
Saldo Mínimo	R\$ 0,00	R\$ 0,00	R\$ 0,00
Aplicação	D+0 (desde a disponibilidade dos recursos)	D+0 (desde a disponibilidade dos recursos)	D+1 (desde a disponibilidade dos recursos)
Cotização	D+0 (a partir da data de solicitação)	D+20 (a partir da data de solicitação)	D+15 (a partir da data de solicitação)
Resgate	D+0 (a partir da data de solicitação)	D+22 (a partir da data de solicitação)	D+17 (a partir da data de solicitação)
Classificação ANBIMA	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	Multimercados Livre	Multimercados Livre
Início do Fundo	31/05/2019	30/05/2018	31/01/2020

Nossos Distribuidores



Relações com Investidores

End: Rua Samuel Morse, 74, cj 33,
Brooklin, São Paulo, SP
Cep: 04576-060

Tel: +55 11 5502 0200
E-mail: ri@v8capital.com.br



/v8capital



/v8capital



@v8_capital



www.v8capital.com.br



As informações contidas neste material são de caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento de investimentos, não devendo ser utilizadas com este propósito. Nenhuma informação contida neste material constitui uma solicitação, oferta ou recomendação para compra ou venda de quotas de fundos de investimento, ou de quaisquer outros valores mobiliários. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída (quando houver). Para avaliação da performance dos fundos de investimento, é recomendável uma análise de períodos de, no mínimo, 12 (doze) meses. Leia o Formulário de informações complementares, Lâmina de Informações Essenciais e o Regulamento antes de investir. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito - FGC. Os Fundos podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento, as quais, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos Fundos. A V8 Capital, seus administradores, sócios e funcionários isentam-se de responsabilidade sobre quaisquer danos resultantes direta ou indiretamente da utilização das informações contidas neste material.