

# Relatório de Estratégia

*Janeiro de 2024*

Luiz Fernando Araújo, CFA

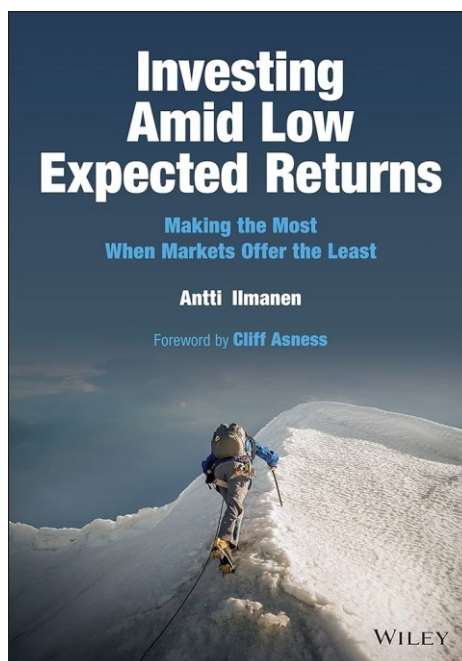
Alexandre Brito, CFP, CGA

Felipe Moura, CGA

**FINA-CAP**  
INVESTIMENTOS

1

## Convicção E Paciência No Longo Prazo



Nas últimas semanas, nosso time tem se debruçado sobre um livro muito interessante, com vários *insights* que gostaríamos de compartilhar com nossos leitores nesta carta. Antti Ilmanen é o autor de “*Investing Amid Low Expected Returns – Making the Most When Markets Offer the Least*” (“Investindo em meio a um cenário de baixa expectativa de retorno – Entregando o máximo mesmo quando o mercado oferece o mínimo”, em tradução livre). Com extenso trabalho acadêmico, Antti tem ainda grande experiência prática, pois é um dos principais sócios da gestora *AQR Capital Management*, certamente uma das empresas referências no mundo “*quant*”.

O livro faz brilhantes análises sobre os vários fatores de risco identificados na literatura da área, trazendo problemas práticos que existem na execução de estratégias de investimento na vida real. Partindo da perspectiva do investidor individual, Antti demonstra a

importância do *asset allocation* e da diversificação no processo de investimento, como método para apropriar, da forma mais eficiente possível, o prêmio de risco implícito das várias classes de ativos. Neste sentido, esta continuação da sua obra anterior, *Expected Returns* (“Expectativa de Retorno”, em tradução livre), procura chamar a atenção para a dinâmica cíclica do prêmio de risco esperado, que desde a Grande Crise Financeira de 2008 vem encolhendo devido à forte apreciação dos preços dos ativos globais, sem correspondente variação nos fundamentos econômicos das empresas.

No capítulo 9, intitulado “Sustentando a Convicção e a Paciência no Longo Prazo”, encontramos um problema muito familiar para nós que fazemos gestão de carteiras de ações para investidores nos últimos 25 anos.

Após uma década de baixa performance de estratégias de valor, que historicamente entregaram desempenho superior, Antti procura explicar as principais causas comportamentais da impaciência, bem como as consequências financeiras das decisões precipitadas assim como ideias de como cultivar a paciência.

Sustentar a convicção e a paciência é simples quando a estratégia de investimento apresenta um bom desempenho. No entanto, o verdadeiro desafio vem quando os investidores enfrentam adversidade.

Assim, o problema fundamental que se apresenta logo no início deste capítulo é: “Como você reagiria a um retorno frustrante nos últimos 3 anos em relação a uma evidência de que a mesma estratégia teve um desempenho extraordinário no último século?”.

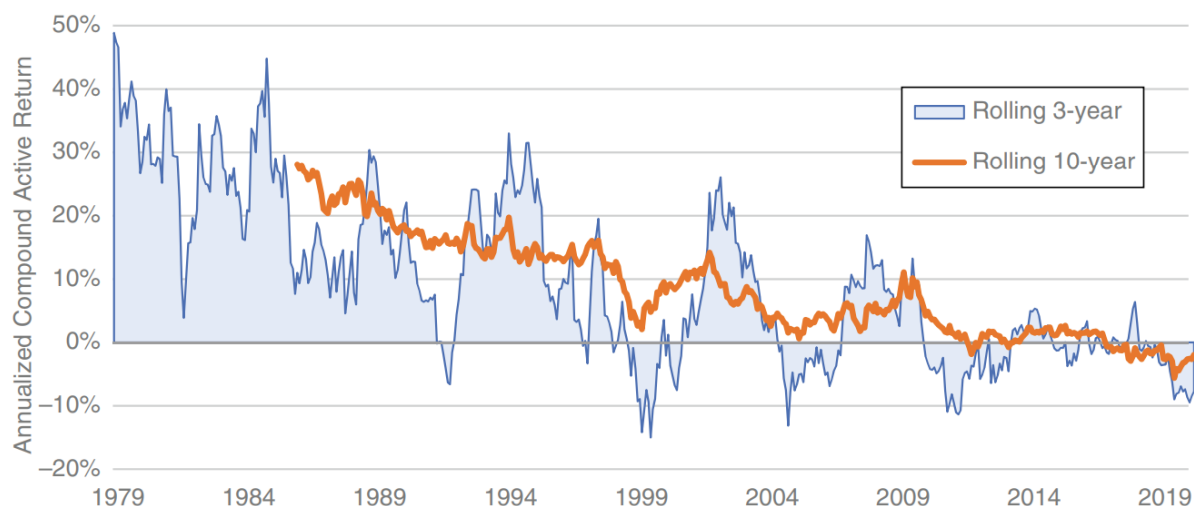
Estatísticos reforçam que são necessários décadas de dados para modificar um julgamento estatístico de longo prazo. Porém,

investidores do mundo real tendem a se preocupar muito mais com o desempenho mais recente dos seus investimentos, a despeito do que os resultados de longo prazo apontam – geralmente assumindo a ideia de que “dessa vez é diferente” (a famosa frase do mercado, em inglês, “*this time is different*”) e que a evidência de longo prazo não mais se aplica.

### **Paciência - Sustentando a Convicção Quando Enfrentar a Adversidade**

Ao longo de vários anos de pesquisas, os economistas comportamentais comprovaram a tese do desconto hiperbólico, que é um viés cognitivo que nos leva a supervalorizar benefícios imediatos e reduzir benefícios futuros. Porém, ainda assim, vários investidores demandam uma consistência de performance (especialmente no curto prazo) que não é possível no mundo financeiro. Dessa forma, a consequência é que os investidores, após períodos de frustração com retornos realizados, impacientemente mudam seus portfólios e prejudicam a construção do seu resultado de longo prazo.

Uma forma para os investidores lutarem com a sua impaciência é incorporar, nas expectativas de retorno, o cenário de que haverá períodos, em qualquer estratégia de investimento, que deve se esperar um desempenho inferior ao seu índice de referência (*benchmark*). O exemplo clássico deste fenômeno é ilustrado no gráfico abaixo, que mostra a média de retorno móvel em 3 anos (linha azul) e 10 anos (linha laranja) do desempenho da Berkshire Hathaway (*holding* de participações do maior investidor da história, Warren Buffet) versus o S&P 500, no período de janeiro/1977 até março/2021.



**Figure 9.2** Rolling Relative Return of Berkshire Hathaway vs. S&P500, Jan 1977– Mar 2021  
Source: Bloomberg, CRSP, and AQR.

Podemos observar que houve inúmeros períodos de desempenho inferior ao resultado do próprio mercado (S&P 500), ao longo da carreira de Buffett. Mesmo sabendo que a Berkshire Hathaway entregou um retorno médio superior ao mercado na ordem de 9,5% ao ano, ao longo de 44 anos, devemos lembrar que 30% dos retornos móveis acumulados de 3 anos observados foram inferiores ao resultado do S&P 500 e, em três episódios, esse desempenho inferior ao mercado atingiu patamares de duplos dígitos (anualizados).

O autor destaca, finalmente, que os três principais fatores que levam a impaciência dos investidores a acabarem machucando o retorno financeiro são: (i) perder o acúmulo de retorno do longo prazo; (ii) custos e fricções de excessiva mudança de carteira e de gestores; e (iii) perder a reversão à média da estratégia ou do gestor.

Dessa forma, assumindo que a paciência é uma virtude fundamental como investidor, como podemos cultivá-la?

- Educação: o conhecimento a respeito do comportamento de determinada classe de ativo e/ou uma estratégia específica, bem como, a base estatística de desempenho negativo ou inferior a um índice de referência, auxilia os investidores a promoverem uma visão realista a respeito do comportamento (e volatilidade) do investimento específico;
- Visão holística do portfólio e revisões de prazos mais longos: tanto a perspectiva de observar a carteira de investimento de uma forma agregada e menos de ativo por ativo, quanto a revisões do portfólio em prazos mais estendidos, levam o investidor a se afastar de decisões emotivas e diminuir o risco de mudanças precipitadas; e
- Plano de Alocação: desenvolver um bom plano de alocação de longo prazo, baseado no objetivo e tolerância a risco do investidor e permanecer fiel e disciplinadamente atrelado a este plano é crucial para o sucesso do investidor no longo prazo – especialmente em períodos que a estratégia parece não funcionar.

# 2

## Cenário Econômico

### Internacional

No cenário internacional, a principal atenção do mercado financeiro está voltada ao comportamento da atividade econômica dos EUA – que foi crucial neste mês de janeiro para definir a trajetória dos juros e das bolsas ao redor do mundo.

Nos EUA, o resultado do PIB referente ao 4º trimestre de 2023 veio muito acima do esperado (3,3% de resultado vs 2,0% expectativa) e os dados de criação de emprego americano em janeiro (conhecido pelo termo *non-farm payroll*) que veio com um resultado de 353 mil empregos líquidos contra 185 mil de estimativa dos analistas. Neste mesmo sentido, o comunicado da recente reunião do FED trouxe um tom mais cauteloso para a trajetória de redução dos juros, ao passo que a economia americana continua em uma trajetória de forte crescimento – mesmo em um cenário de juros restritivos.

Por conta disso, o mercado reduziu a probabilidade do primeiro corte do *fed funds rate* acontecer em março de 78% para o atual patamar de 22%. Por conseguinte, a magnitude da projeção de redução da taxa de juros americana para este ano foi reduzida pelo mercado de -1,75 p.p. para -1,25 p.p.

Na Zona do Euro, o continente segue com um crescimento ameno, mas que conseguiu evitar uma recessão técnica da atividade econômica ao passo que após uma queda de -0,1% no resultado do 3º trimestre de 2023, seguiu com um resultado estável no 4º trimestre de 2023. Em termos de política monetária, o banco central europeu (ECB, na sigla em inglês) decidiu manter as três principais taxas de juros estáveis, com a taxa de depósito em 4,00%.

Na China, o crescimento da atividade econômica em 2023 ficou nos níveis mais baixos em décadas, enquanto o país enfrenta o desafio de lidar com o aprofundamento do declínio populacional e a continuidade da crise no setor imobiliário. O PIB chinês cresceu 5,2% no ano passado, pouco acima da meta oficial de 5%. A população caiu pelo segundo ano seguido, com taxa de mortalidade aumentando, ao passo que a taxa de natalidade diminuiu. O gigante asiático vem considerando um pacote de estímulo à sua economia na ordem de US\$ 278 bilhões para estabilizar a bolsa da China ao mesmo momento que o governo chinês proibiu as atividades de vendas de ações a descoberto, como uma tentativa de estancar a sangria de uma bolsa extremamente descontada.

Em relação ao desempenho dos mercados, a bolsa americana opera em patamares de valuation que nos parece bastante esticados com relação P/L (preço/lucro) do S&P 500 em 19,7x (mais de 1 desvio-padrão acima da média histórica de 15,4x). De semelhante modo, o Nasdaq opera em patamar de P/L de 29,1x (próximo a 2 desvios-padrões acima da média histórica de 20,3x).

O S&P 500 apresentou valorização neste mês de 1,59%, enquanto o índice Nasdaq teve alta de 1,02% no mês.

O mercado chinês, medido pelo Shanghai Composite, apresentou desvalorização neste último mês de -6,27%

No câmbio, o Real apresentou desvalorização frente ao Dólar na ordem de 2,07% no mês, encerrando a cotação em R\$ 4,9526/US\$.

### **Brasil**

No cenário doméstico, o comportamento do mercado brasileiro foi reflexo do desenrolar dos ventos macro-econômicos internacionais, especialmente dos resultados da atividade econômica americana que



reforçaram a visão de um menor ritmo para redução da taxa de juros – conforme apresentado no tópico acima.

Mas, além disso, o mês também teve tom de animosidade do mercado em relação a notícias da área política, com o anúncio do governo da nova política industrial para o país, que prevê cerca de R\$ 300 bilhões em financiamentos, subsídios e participações acionárias em projetos até 2026. Ao apresentar o plano, chamado “Nova Indústria Brasil”, o presidente Luiz Inácio Lula da Silva afirmou que “dinheiro não é mais problema” para a recuperação do parque fabril nacional. Segundo ele, o Estado tem o dever de financiar exportações e de proteger o conteúdo local. Os investidores reagiram negativamente a proposta, reavivando temores do impacto fiscal potencial de um programa dessa natureza.

O fluxo de recursos estrangeiros para a bolsa de valores brasileira, que teve forte aceleração no último bimestre de 2023, mudou de direção desde a virada do ano. Os investidores externos têm feito vendas líquidas de ações na B3 neste mês e aumentado as apostas na alta do dólar, enquanto há um fortalecimento das expectativas em torno de uma postura mais conservadora do Fed, o banco central dos EUA.

Em termos de política monetária, no último dia útil do mês de janeiro/2024, o COPOM decidiu por manter o ritmo de ajustes da taxa Selic e reduziu os juros em 0,50 p.p. levando a taxa básica de juros do Brasil para o patamar de 11,25% a.a., em decisão unânime, e reforçaram que esta magnitude de cortes é o adequado frente a realidade econômica.

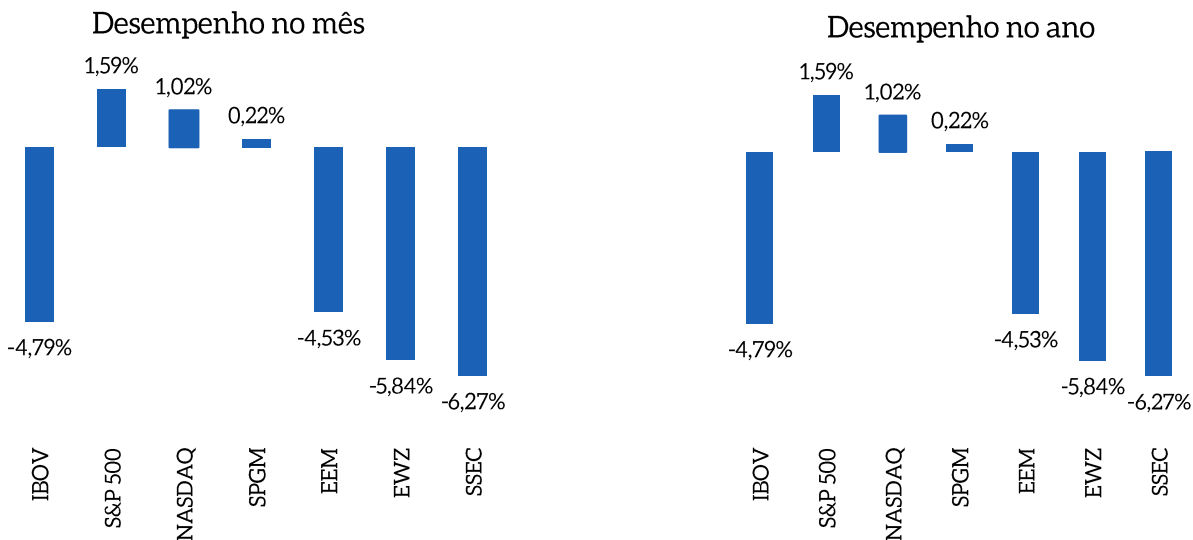
Em relação aos mercados, o índice IRF-M apresentou valorização de 0,67% no mês e o IMA-B operou em queda no mês, apresentando desvalorização de -0,45%. A NTN-B de 2035 encerrou o mês de janeiro/2024 negociando a taxa de IPCA+5,62%.

Na bolsa, o índice Ibovespa fechou o mês de janeiro em queda de 4,79% e encerrando a cotação de 127.752 pontos. Na última pesquisa divulgada pelo BTG Pactual, o Ibovespa negocia a relação de preço/lucro (P/L) de 8,2x (1 desvio-padrão abaixo da média histórica de 10,8x).

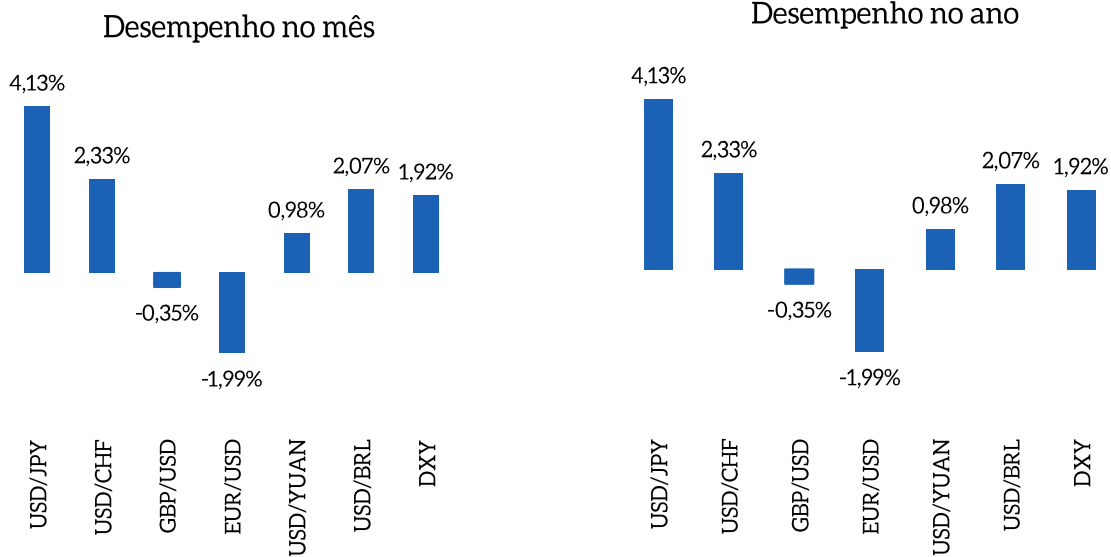
# 3

## Mercados

### BOLSA DE VALORES



### CÂMBIO



- SPM: 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

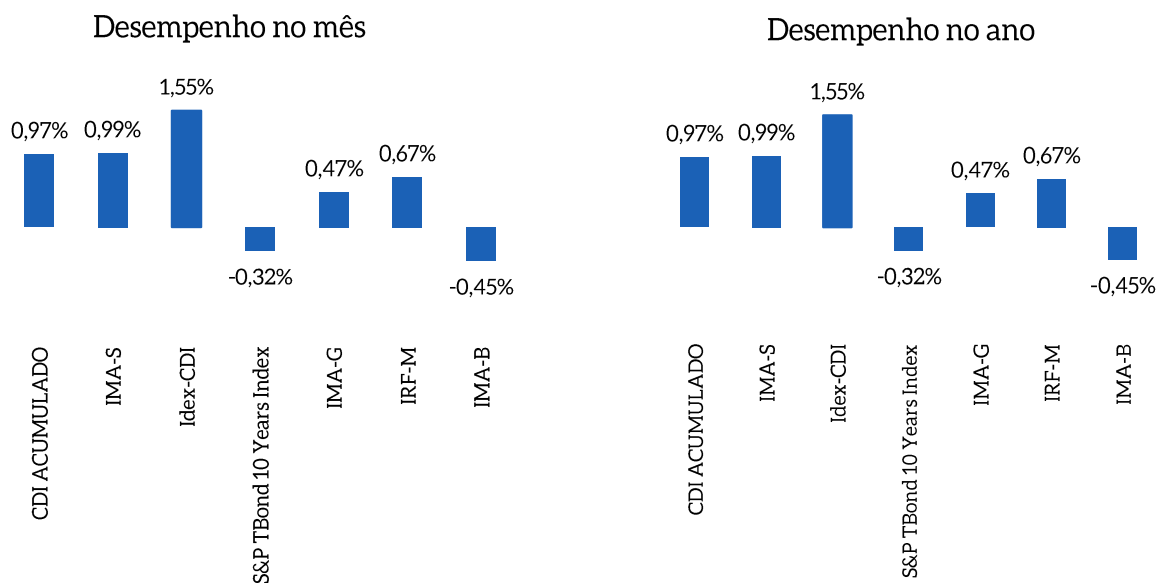
- GBP/USD: Libra Esterlina/Dólar

- EUR/USD: Euro/Dólar

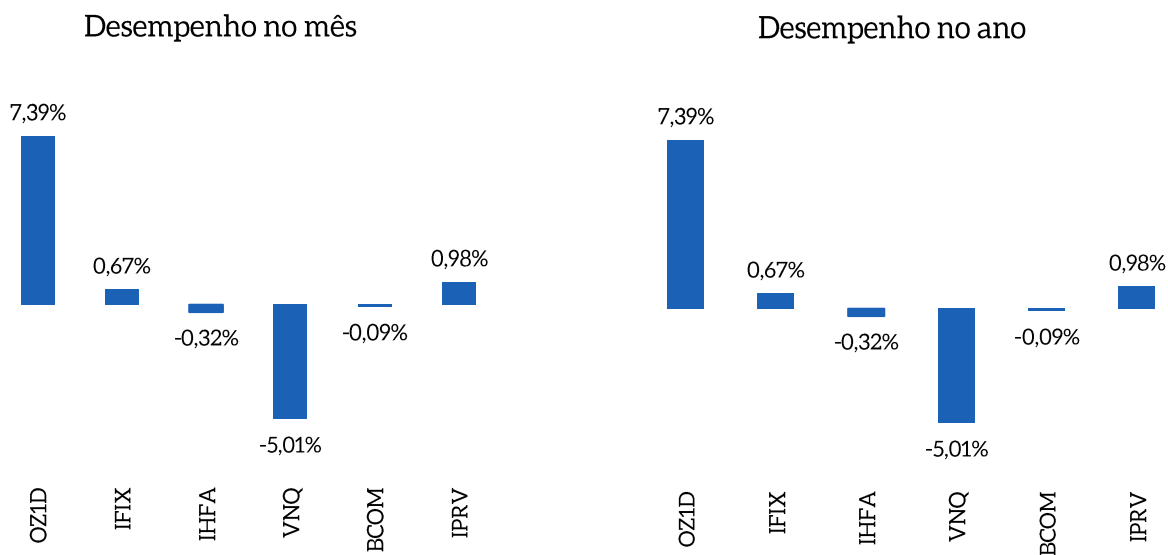
- USD/YUAN: Dólar/Yuan Chinês

- 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 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

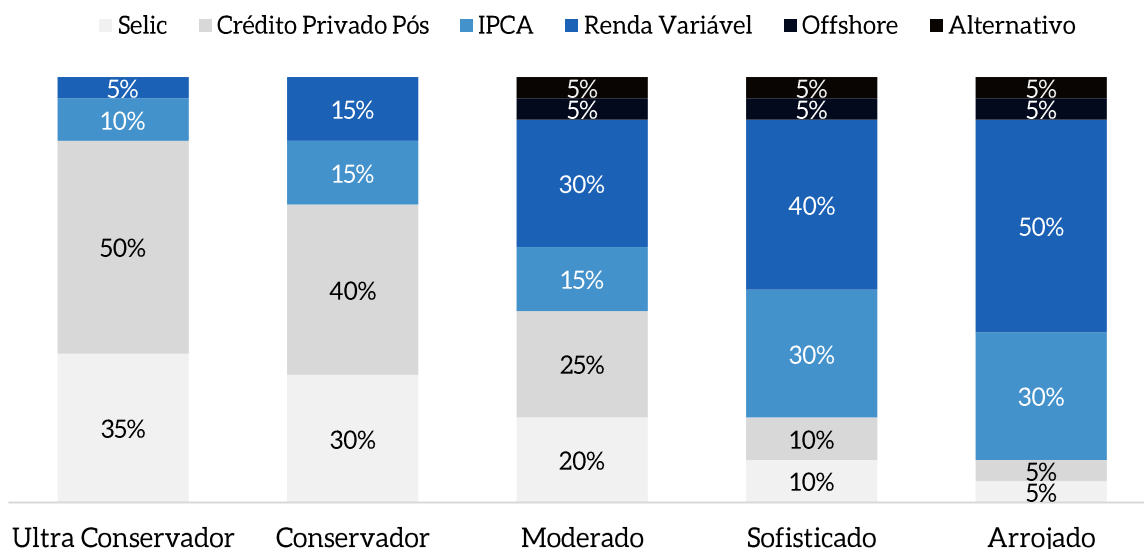
- BCOM: Bloomberg Commodity

- IPRV: iShares Listed Private Equity UCITS

# 4

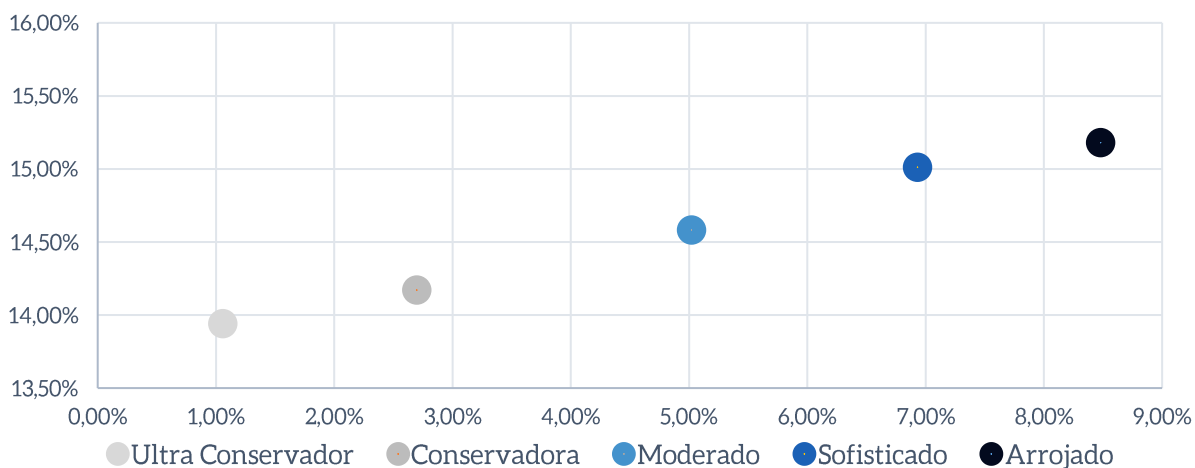
## Estratégia

### ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA



Atribuição de Performance					
	Ultra Conservador	Conservador	Moderado	Sofisticado	Arrojado
Renda Variável	-0,29%	-0,86%	-1,70%	-2,24%	-2,78%
CP Pós	0,53%	0,42%	0,26%	0,10%	0,05%
Selic	0,33%	0,28%	0,19%	0,09%	0,05%
Juros Reais	-0,05%	-0,07%	-0,07%	-0,13%	-0,13%
Offshore	0,00%	0,00%	0,17%	0,17%	0,17%
Alternativo	0,00%	0,00%	0,24%	0,24%	0,24%
<b>Total</b>	<b>0,53%</b>	<b>-0,22%</b>	<b>-0,90%</b>	<b>-1,76%</b>	<b>-2,40%</b>

### RELAÇÃO RISCO VS RETORNO (12M)



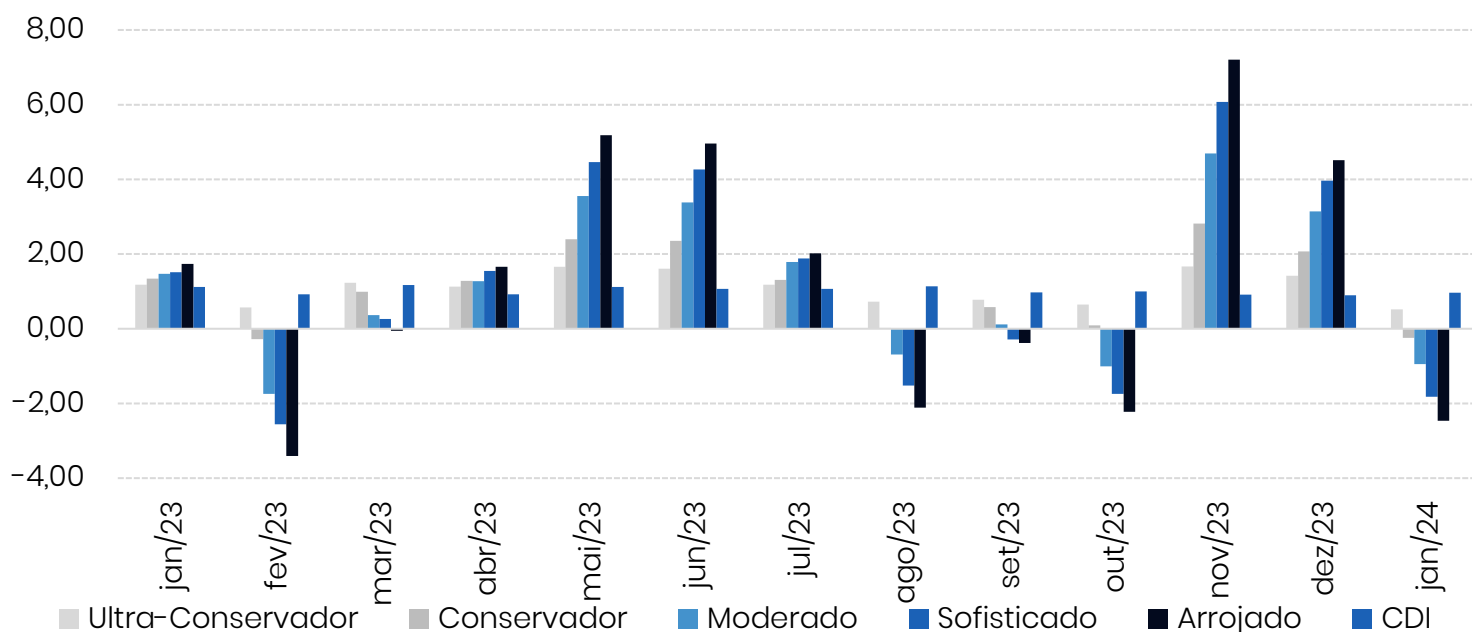
### ESTATÍSTICA

	Retorno Médio Anual*	Retorno No Mês	Retorno No Ano	Retorno 12 meses	Retorno 24 meses	Retorno 36 meses	Retorno 60 meses
<b>Ultra Conservador</b>	8,04%	0,52%	0,52%	13,94%	27,96%	34,25%	49,91%
<b>Conservador</b>	8,93%	-0,24%	-0,24%	14,17%	26,31%	32,68%	52,12%
<b>Moderado</b>	10,73%	-0,95%	-0,95%	14,58%	23,33%	30,03%	59,77%
<b>Sofisticado</b>	11,83%	-1,82%	-1,82%	15,01%	21,17%	27,09%	61,73%
<b>Arrojado</b>	12,64%	-2,46%	-2,46%	15,18%	19,86%	26,26%	63,30%
<b>CDI</b>	7,00%	0,97%	0,97%	12,86%	27,34%	33,75%	45,06%
<b>IBOVESPA</b>	10,81%	-4,79%	-4,79%	12,63%	13,92%	11,02%	31,17%

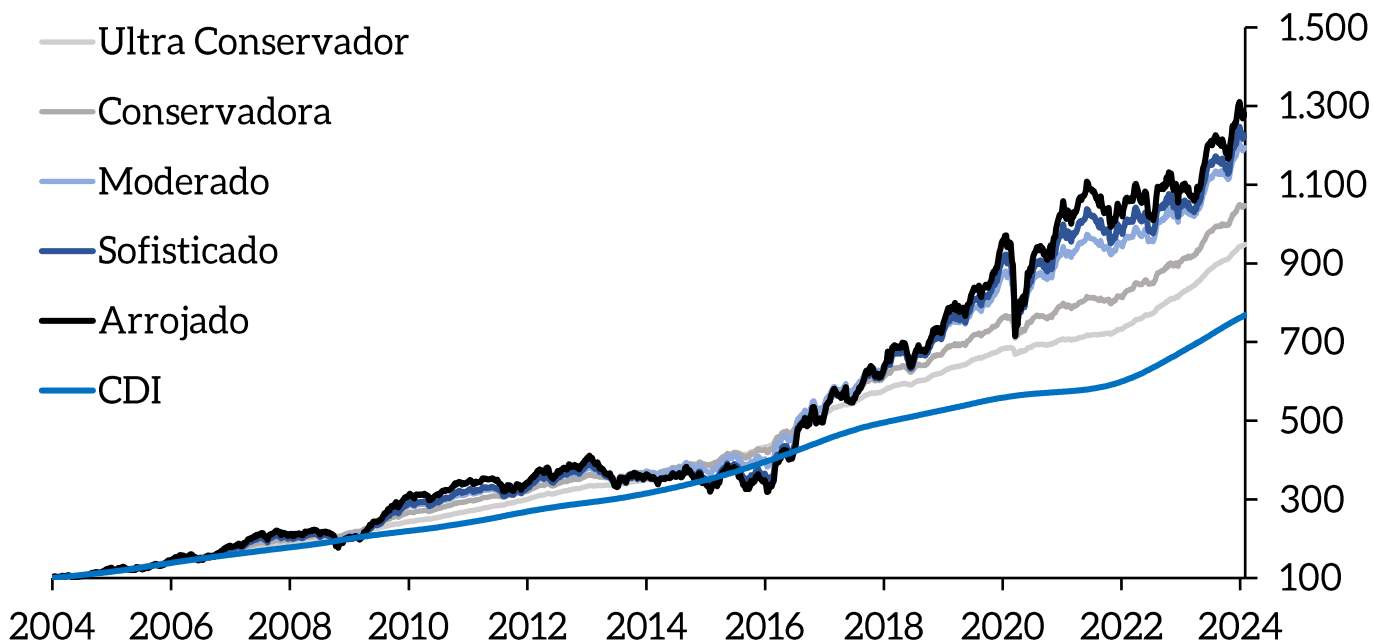
  

	Qtd Retornos >0 (anual)	Qtd Retornos <0 (anual)	Maior Retorno Anual	Menor Retorno Anual	Maior Retorno Mensal	Menor Retorno Mensal	Volatilidade 12 meses
<b>Ultra Conservador</b>	20	0	19,32%	0,63%	2,83%	-1,62%	1,06%
<b>Conservador</b>	19	1	25,07%	-0,19%	5,43%	-4,53%	2,70%
<b>Moderado</b>	18	2	37,20%	-1,88%	9,18%	-9,15%	5,02%
<b>Sofisticado</b>	16	4	45,91%	-7,56%	12,24%	-13,00%	6,93%
<b>Arrojado</b>	15	5	54,50%	-10,46%	14,71%	-15,78%	8,48%

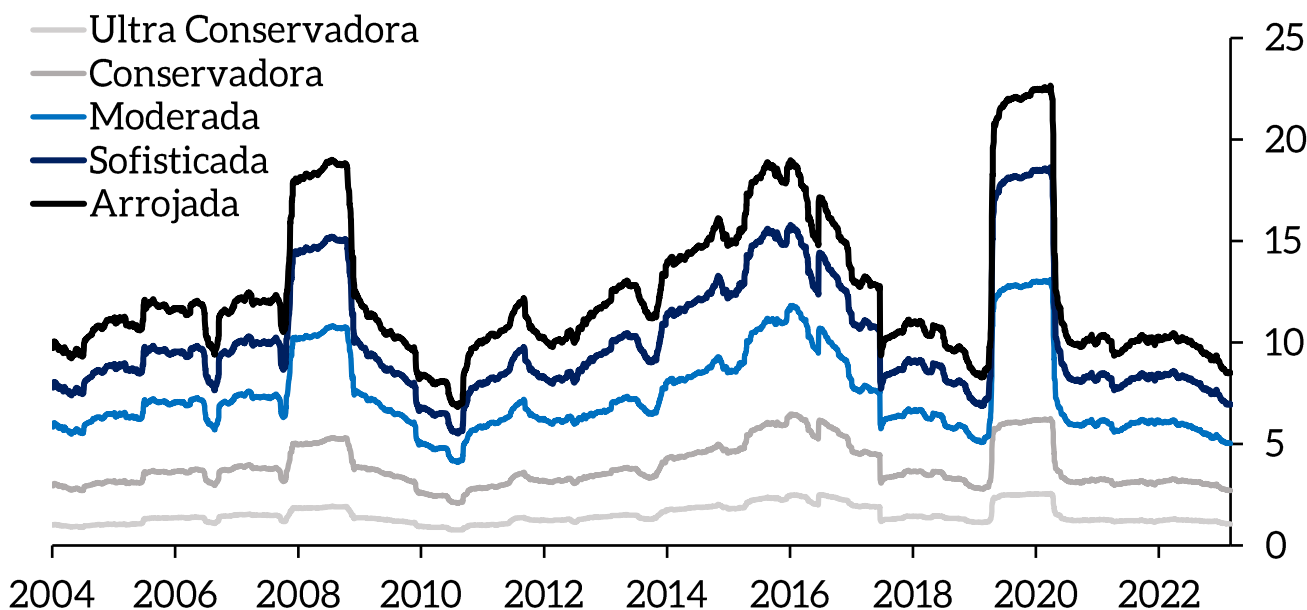
### RETORNO MENSAL



### 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 01/01/2016.