

Relatório de Estratégia

Março de 2023

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CFP, CGA

Felipe Moura, CGA

FINA-CAP
INVESTIMENTOS

1

A Retomada Dos Mercados Emergentes

Uma das principais características do estilo de investimento em valor é o que, no jargão de mercado, se denomina análise *bottom-up*. De forma resumida, isso significa que o foco prioritário destes investidores se concentra nos fundamentos econômicos do ativo específico e, apenas secundariamente, na análise macroeconômica. Quando, no final da década de 90, o grande tema da mídia especializada era decifrar as mensagens implícitas nos pronunciamentos de Alan Greenspan, Warren Buffett costumava dizer que se o presidente do Fed lhe confidenciasse qual sua previsão para a taxa básica de juros, esta informação em nada afetaria seu processo de investimento. No entanto, alguns investidores de valor que temos grande admiração, como Howard Marks, atribuem grande importância a análise dos ciclos econômicos, um exercício que consideramos bastante ponderado e que procuramos replicar.

Uma das casas que costumamos acompanhar é a *AQR Capital Management* – uma firma que se notabilizou pela forte bagagem acadêmica de seus sócios e pela publicidade dos seus relatórios de pesquisa. Nesta carta, gostaríamos de nos referir a análise do ciclo de investimentos em mercados emergentes, publicado¹ pela AQR que testa uma hipótese que consideramos bastante factível, de virada de ciclo de valorização para esta classe de investimento.

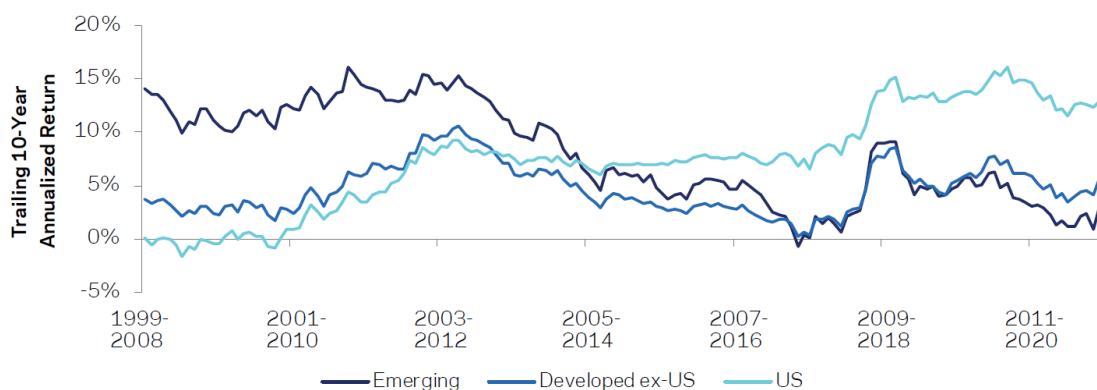
A principal variável analisada para determinar a precificação relativa dos ativos é o prêmio de risco. Sabemos que este conceito assume que, em um mercado em equilíbrio, ativos de maior risco deverão proporcionar um retorno superior aos investidores de forma a compensar a exposição a maior volatilidade.

¹ <https://www.aqr.com/Insights/Research/White-Papers/ReEmerging-Equities>

Dessa forma, deveríamos observar, ao longo do tempo, um prêmio de risco para a classe de investimento em mercados emergentes quando comparados com o desempenho dos mercados desenvolvidos. De acordo com o gráfico abaixo, esta foi a realidade que observamos na primeira década dos anos 2000 – último ciclo de alta que os mercados emergentes entregaram desempenho superior aos mercados desenvolvidos, os quais, neste mesmo período, tiveram a sua década perdida.

Exhibit 1: The US Hasn't Always Been the Outperformer

January 31, 1999 - December 31, 2022



Source: MSCI, AQR. "Emerging" is the MSCI Emerging Net Total Return USD Index, "Developed ex-US" is the MSCI Daily TR Net World Ex USA USD, and "US" is the MSCI USA Net Total Return USD Index.

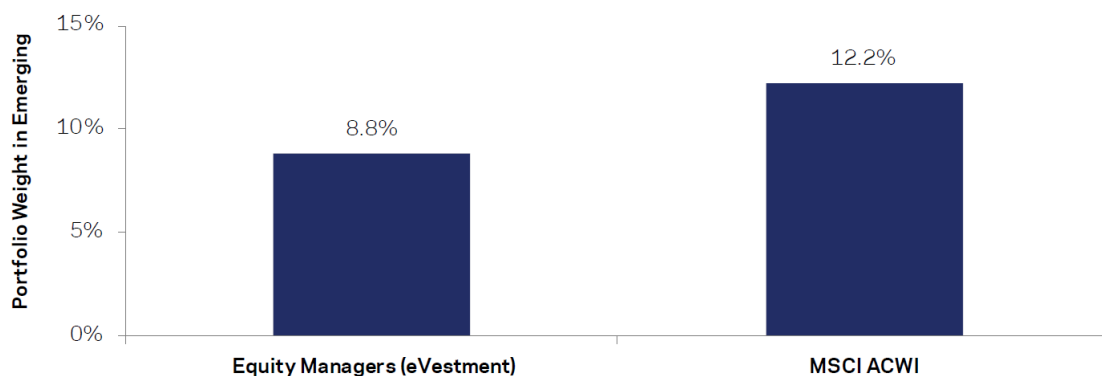
As linhas do gráfico fazem menção a um retorno da média móvel de 10 anos, em que a linha escura representa os mercados emergentes, a linha azul clara representa os mercados desenvolvidos (retirando os EUA) e a linha verde o mercado norte-americano. Fica evidente que a tendência de alta dos mercados emergentes passou a se inverter a partir do ano de 2012 e o novo ciclo de alta dos mercados desenvolvidos tomou ainda maior tração a partir de 2014, especialmente o mercado americano.

Naturalmente, como consequência deste desempenho inferior, verificamos uma redução exagerada da exposição dos investidores globais de ações nesta classe de ativo. Um indicador deste movimento

pode ser constatado no gráfico abaixo – a coluna da esquerda apresenta a alocação em mercados emergentes para os investidores globais de ações e a coluna da direita representa a exposição do índice global de ações (MSCI ACWI) aos mercados emergentes.

Exhibit 2: Many Active Managers Are Underweight Emerging Markets

As of December 31, 2022



Source: MSCI, eVestment. As of September 30, 2022 due to data availability (though estimates as of December 31, 2022 are very similar). "Equity Managers (eVestment)" is the AUM-weighted average weight in emerging market securities of all equity managers in eVestment. "MSCI ACWI" is the MSCI All Country World Index. For illustrative purposes only.

O exercício de projetar a expectativa de retorno de um ativo não é tarefa trivial e é suscetível às premissas estabelecidas na modelagem financeira. Porém, uma das formas de estimar tal expectativa de retorno é justamente com base no patamar do prêmio de risco histórico. No artigo, o time de pesquisa da AQR acredita que este método tem a habilidade de prever a expectativa de retorno em um horizonte de 5 a 10 anos, com base na precificação atual do mercado.

Neste sentido, observamos que o prêmio de risco embutido nas condições atuais do mercado, colocam a expectativa de retorno adicional para os mercados emergentes, em relação aos desenvolvidos, na máxima dos últimos 25 anos – como podemos constatar no gráfico a seguir.

Exhibit 3: The Expected Premium for Emerging over Developed Is Generationally Wide

January 31, 1996 - December 31, 2022, latest observation is dashed



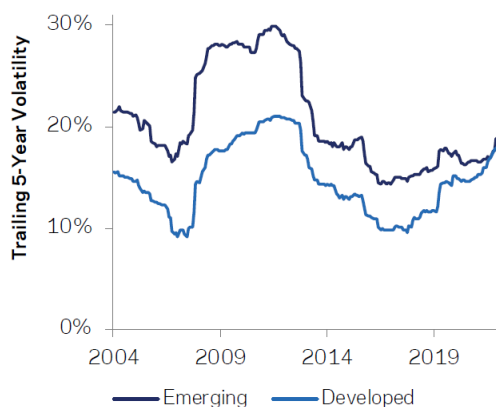
Source: AQR. See AQR's [Capital Market Assumptions](#) for full details. The chart above is from the perspective of a currency-hedged investor; the results are similar (in fact, slightly more attractive compared to history) for an unhedged USD investor (chart available upon request). "Expected" or "Target" returns or characteristics refer to expectations based on the application of mathematical principles to portfolio attributes and/or historical data, and do not represent a guarantee. These statements are based on certain assumptions and analyses made by AQR in light of its experience and perception of historical trends, current conditions, expected future developments and other factors it believes are appropriate in the circumstances, many of which are detailed herein. Changes in the assumptions may have a material impact on the information presented.

Um fato interessante que é revelado no estudo mostra que este pico no prêmio de risco não pode ser explicado por aumento na volatilidade (risco) dos mercados emergentes em relação aos mercados desenvolvidos. Pelo contrário, o gráfico abaixo mostra a volatilidade (uma medida implícita de risco baseada no desvio-padrão dos preços relacionado com a média histórica do ativo) tanto dos mercados emergentes (azul escuro) quanto dos mercados desenvolvidos (azul claro). Podemos observar que no início do século, a média móvel de 5 anos da volatilidade dos emergentes era consideravelmente superior ao dos desenvolvidos. No entanto, tal tendência se reverteu a ponto de a volatilidade em ambos os mercados serem equiparáveis neste momento.

Exhibit 4: Emerging Risks Aren't What They Used to Be

January 1, 1999 - December 12, 2022

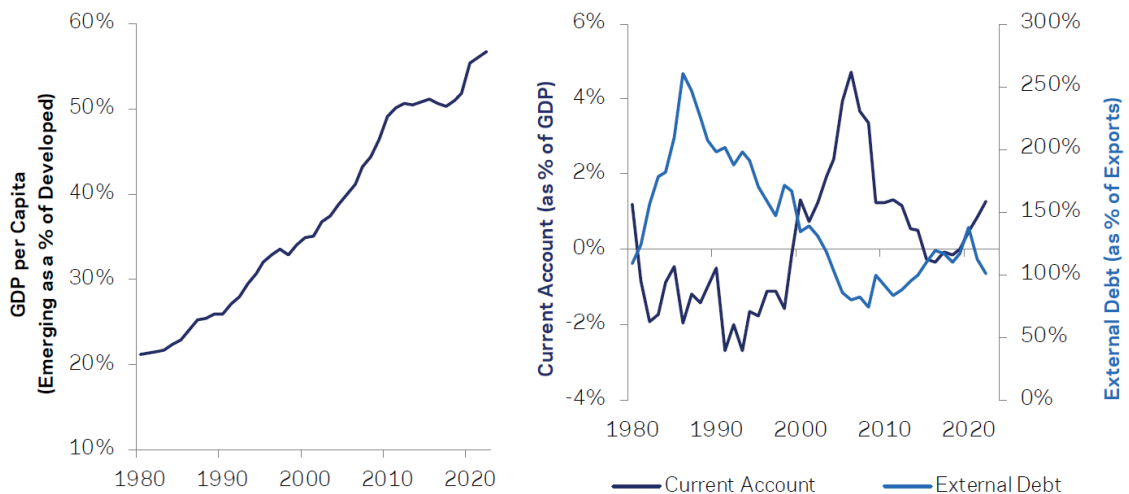
Volatility has come in line with Developed...



Source: MSCI, AQR. "Emerging" is the MSCI Emerging Net Total Return USD Index, "Developed" is the MSCI World USD Index. "First half of sample" is January 1, 1999 – January 31, 2011; "Second half of sample" is February 1, 2011 – December 31, 2022 (results are robust to other dates near the ones shown above).

Da mesma forma, a análise dos fundamentos econômicos dos países que compõem o grupo de forma alguma justifica um aumento no prêmio de risco. Nos últimos 20 anos, o PIB per capita dos emergentes praticamente dobrou em relação ao dos desenvolvidos (gráfico abaixo da esquerda). Bem como, a balança comercial recuperou consideravelmente nos últimos anos (linha azul escura do gráfico da direita) e a dívida externa (linha azul clara) foi reduzida a patamares bem mais confortáveis do que em períodos do passado.

Exhibit 5: Fundamentals across Emerging Markets Are Broadly Improving



Sources: IMF, AQR, Bloomberg. Left chart is gross domestic product based on purchasing power parity. Emerging markets are represented as the average of China, Brazil, India, South Korea and Taiwan. Developed markets are the average of the US, Japan, France, Germany, and the UK. In the chart on the right, Current Account is shown as a percentage of GDP, and External Debt is shown as a percentage of exports.

Tivemos a oportunidade de vivenciar o último ciclo de alta para os mercados emergentes e sua repercussão no Brasil ao longo do período de 2002 até 2008. Em dólar, o Ibovespa saiu da mínima de 2.214 pontos (em setembro/2002) para o patamar de 44.550 pontos (em maio/2008) – uma valorização de mais de 20x em menos de 6 anos.

Nossa experiência nos indica que o modelo de análise cíclica dos mercados é bastante útil para o investidor. Como vimos nos dados publicados pela AQR é bastante razoável assumir uma reversão do ciclo de valorização desta classe de ativos.

2

Cenário Econômico

Internacional

A principal discussão global que pautou o mês de março foi a respeito do estresse no segmento bancário americano, consequência na falência de bancos regionais nos EUA, e da quebra do banco suíço Credit Suisse.

O colapso do Silicon Valley Bank (SVB), conhecido como o banco das *start ups*, e do Signature Bank, aumentaram a aversão dos investidores ao risco, a qual foi diluída ao longo do mês pelas medidas de solvência ao sistema financeiro. Um dos problemas do SVB foi o investimento em títulos de longo prazo do Tesouro americano e papéis hipotecários. As perdas nessas operações alimentaram a desconfiança dos clientes, que passaram a fazer saques. Com os resgates ultrapassando US\$ 42 bilhões, as autoridades americanas liquidaram ambos os bancos e garantiram os recursos dos depositantes, de acordo com as regras do FDIC (similar ao FGC, Fundo Garantidor de Crédito, no Brasil).

Agravando o clima de risco no mercado, o Credit Suisse admitiu “fragilidades significativas” em procedimentos de balanços e controles e pôs em xeque sua sustentabilidade financeira, que era questionada por inúmeros casos de fraudes e inconsistências operacionais do banco suíço.

No entanto, o mercado financeiro global viveu um quadro de alívio, com a redução dos temores de crise bancária nos EUA e na Europa. Em relação ao Credit Suisse, a instituição financeira foi adquirida pelo UBS por US\$ 3,25 bilhões. A combinação dos dois bancos suíços resultará em uma companhia de mais de US\$ 5 trilhões em ativos totais. Nos

termos da negociação, os acionistas do Credit Suisse receberão 1 ação do UBS para cada 22,48 ações do Credit Suisse.

Observamos que os efeitos no mercado bancário e de crédito, não somente no mundo, mas também no Brasil, não nos parece a constatação de um *credit crunch* (crise de crédito aguda, em tradução livre) como alguns participantes do mercado vêm reverberando. Mas sim, ao nosso ver, uma natural correção do ciclo de crédito, em resposta ao período de aperto monetário global mais intenso dos últimos 40 anos.

O Federal Reserve elevou a taxa básica de juros dos EUA em 0,25 ponto percentual, para o intervalo de 4,75% a 5,00% ao ano, mantendo o ritmo do aperto monetário da última reunião, em linha com o que era esperado pelo mercado. A decisão veio apesar da recente crise bancária que fechou instituições financeiras regionais nos EUA e ajudou a apertar as condições monetárias no país.

Na coletiva, o presidente do Fed, Jerome Powell, afirmou que os últimos dados de inflação e do mercado de trabalho nos EUA sugerem que ambos permanecem fortes, o que pede por mais aperto monetário. No entanto, a recente crise bancária pode afetar as condições de crédito e exigir menos ação da política do Fed, admitiu Powell.

Nos Estados Unidos, o índice de preços ao produtor registrou em março a maior queda mensal desde 2020, na mais recente evidência de moderação da inflação. Na comparação anual, os preços ao produtor subiram 2,7% em março, uma desaceleração significativa em relação às máximas do ano passado e da alta de 4,9% ao ano registrada em fevereiro. A moderação dos preços nas fábricas pode sinalizar uma desaceleração futura dos preços ao consumidor, se as empresas repassarem a redução de custos.

No mês de março, o BCE (Banco Central da Europa) decidiu por elevar as três principais taxas de juros em 0,50 ponto percentual – levando a taxa de depósito de 2,5% para 3,0%. No entanto, o colegiado reforçou que está monitorando as tensões do mercado, em especial no setor financeiro, e está preparado para atuar, se necessário, para garantir a estabilidade de preços e o sistema financeiro.

O S&P 500 apresentou valorização neste mês de 3,51%, no ano o resultado acumulado é de 7,03%. Enquanto o índice Nasdaq teve desempenho de 6,69% no mês. No ano, o Nasdaq acumula uma alta de 16,77%.

O mercado chinês, medido pelo Shanghai Composite, apresentou desvalorização neste último mês de -0,22% e mantém desempenho positivo no ano de 5,94%.

No câmbio, o Real se valorizou frente ao Dólar na ordem de 3,32% no mês, encerrando a cotação em R\$ 5,0631/US\$. No ano, a moeda brasileira apresenta apreciação de 4,21%.

Brasil

O Ministério da Fazenda divulgou a proposta inicial do novo arcabouço fiscal, vinculando o crescimento das despesas públicas à 70% da evolução das receitas, com base em um período de 12 meses. Um dos principais objetivos dessa metodologia é atrelar um componente pró-cíclico ao comportamento dos gastos governamentais. No entanto, caso o governo não atinja a meta de resultado primário, a despesa do ano seguinte será corrigida por 50% da evolução das receitas. Ademais, os gastos públicos terão um piso (0,6% de crescimento anual), bem como, um teto (de 2,5%).

A apresentação da proposta de arcabouço fiscal destravou um importante gatilho que fazia preço face à incerteza atribuída. Por mais

que o projeto da regra fiscal ainda deve passar pela apreciação do Congresso Nacional, da forma como foi apresentada, reduz consideravelmente o risco de cauda que o mercado atribuía na cotação dos ativos.

O mercado recebeu de forma positiva a proposta de arcabouço fiscal e o resultado foi um alívio nos ativos brasileiros. Embora alguns pontos do projeto sejam vistos com desconfiança, a existência de uma regra permitiu a retirada de cenários mais pessimistas para os preços. Por mais que o Ibovespa tenha apresentado um desempenho na contramão das demais classes de ativos, observamos um fechamento importante na curva de juros brasileira e a apreciação no Real.

O Banco Central decidiu manter a taxa básica de juros (taxa Selic) em 13,75% ao ano na última reunião do Copom em março, mesmo após pressão do governo, que tem criticado o impacto dos juros sobre a atividade econômica. Em seu comunicado, o colegiado disse que os passos da política monetária “poderão ser ajustados” e não hesitará em retomar o ciclo de alta “caso o processo de desinflação não transcorra como esperado”.

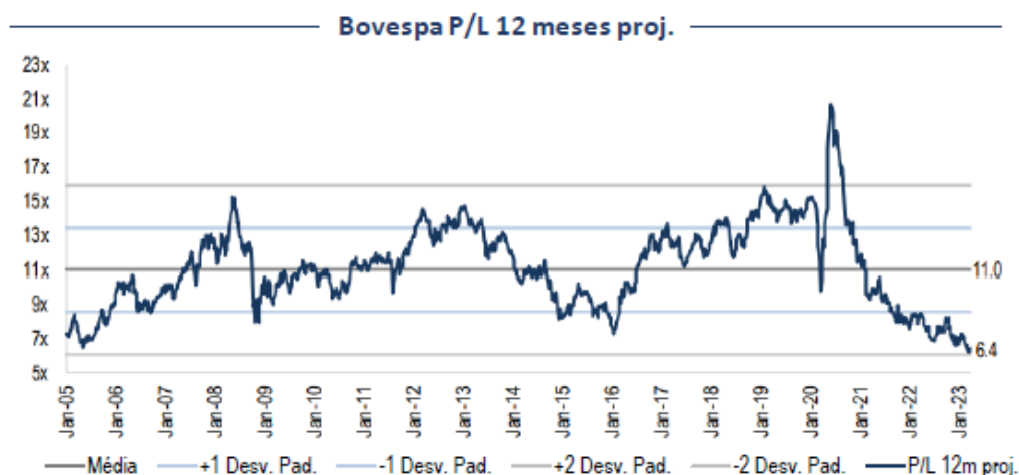
A decisão do Copom reflete, entre outros pontos, o aumento das expectativas de inflação. O colegiado elevou as projeções para o índice de preços no cenário de referência e no alternativo. No cenário de referência, a projeção para o IPCA deste ano foi de 5,6% para 5,8% e subiu a estimativa para o IPCA de 2024 de 3,4% para 3,6%. O clima ainda foi agravado pelas duras críticas do presidente Lula à gestão de Roberto Campos Neto no Banco Central.

Por outro lado, por mais que no comunicado Copom houve um aumento das expectativas de inflação, o IPCA, medida oficial de inflação no Brasil, ficou em 0,71% em março, puxada pela reoneração de combustíveis e energia. O resultado veio abaixo do esperado pelo

mercado, apresentando desaceleração na comparação com fevereiro, quando ficou em 0,84%. Em 12 meses, o IPCA passou de 5,6% para 4,65% e ficou abaixo do teto da meta (5%) pela 1ª vez desde janeiro de 2021. Houve alívio principalmente na alimentação no domicílio, com deflação de 0,14%, e nos bens industriais que desaceleraram de 0,54% para 0,27%. As aberturas do indicador trouxeram sinais animadores sobre a desaceleração da inflação. Além de boa parte da alta no mês ser explicada por causa da reoneração de combustíveis e energia, houve alívio nas medidas de núcleo, na dispersão e nos serviços.

O índice IRF-M apresentou valorização de 2,15% no mês (no ano, o resultado é de 3,89%). O IMA-B operou em alta no mês (2,66%) e apresenta valorização de 3,98% no ano. A NTN-B de 2035 encerrou o mês de março/2023 negociando a taxa de IPCA+6,13%.

Apesar deste cenário de incertezas e alta taxa de juros, mantemos uma visão positiva e construtiva para a estratégia de renda variável Brasil, especialmente aos investidores com visão de longo prazo, haja visto a posição favorável do país em relação aos demais mercados emergentes (especialmente em termos de *valuation* nas bolsas globais), em detrimento dos mercados desenvolvidos. Na última pesquisa divulgada pelo BTG Pactual, o Ibovespa negocia a relação de preço/lucro (P/L) de 6,4x (dessa forma, uma expectativa de retorno potencial, no longo prazo, de IPCA+15,62%).

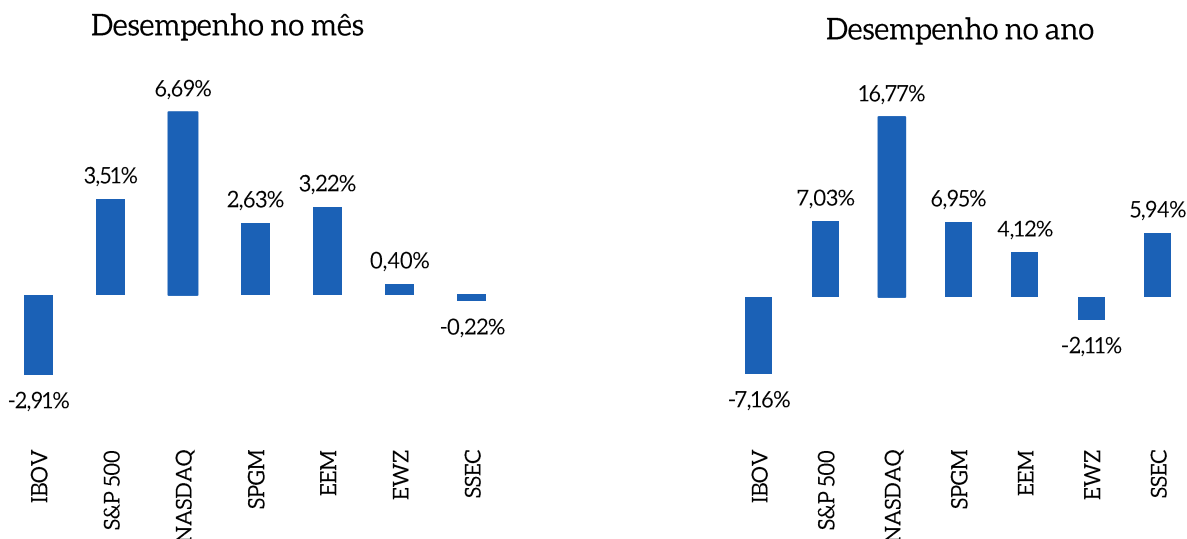


O índice Ibovespa voltou a negociar no mesmo patamar de julho/2022 e fechou o mês de março desvalorizando -2,91% e encerrando a cotação de 101.882 pontos. No ano, o desempenho da bolsa brasileira é de -7,16%.

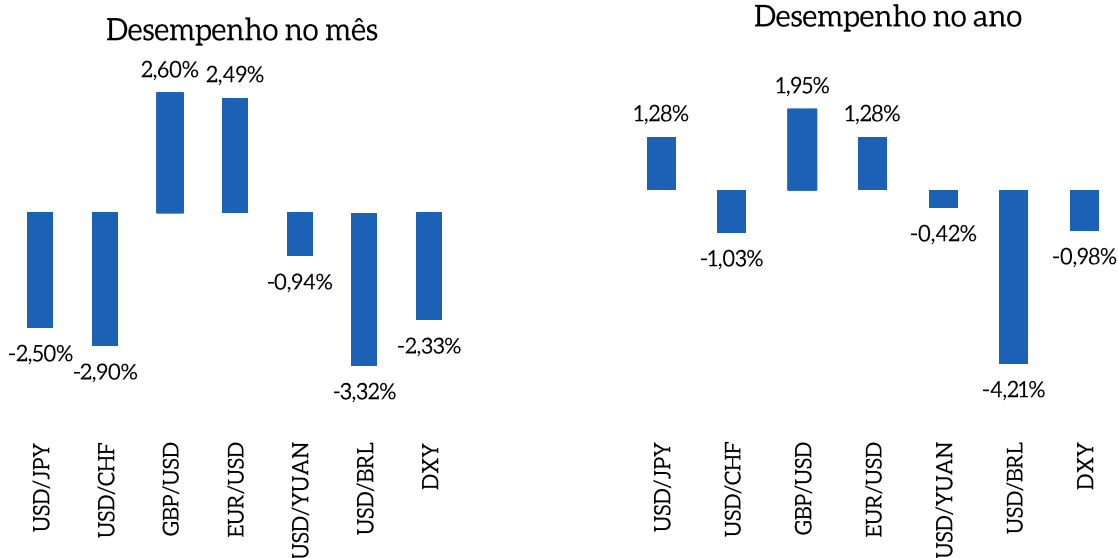
3

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

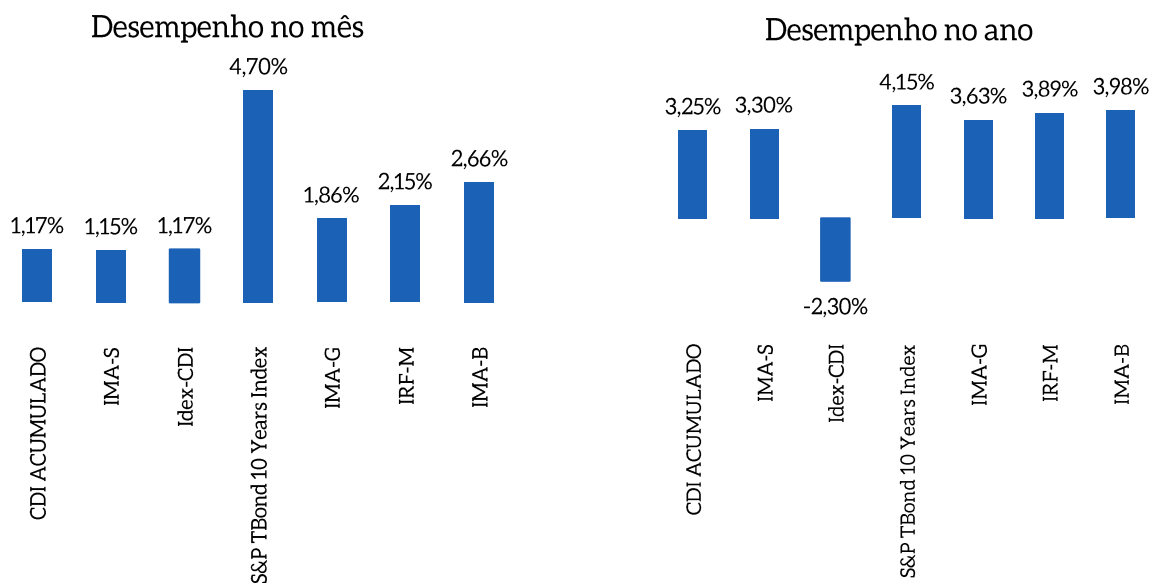
- GBP/USD: Libra Esterlina/Dólar

- EUR/USD: Euro/Dólar

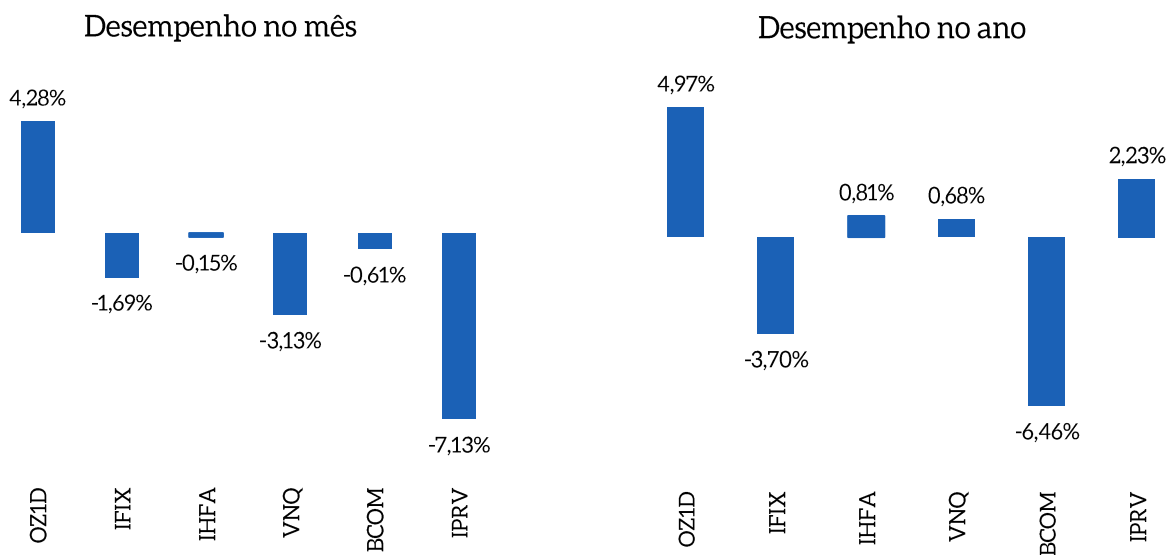
- USD/YUAN: Dólar/Yuan Chinês

- DXY: Índice Dólar

RENDA FIXA



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 prefixados

- 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

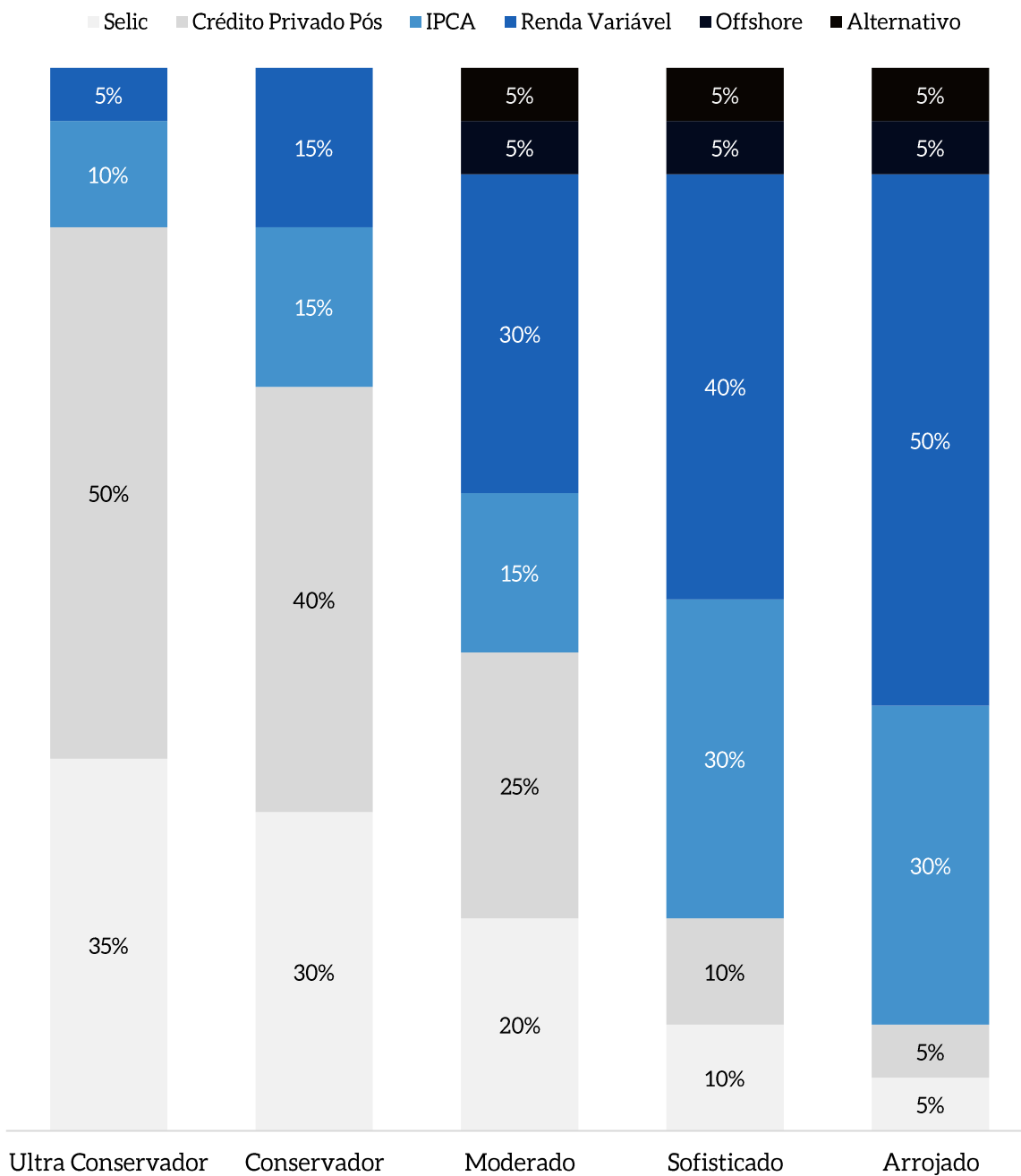
- BCOM: Bloomberg Commodity

- IPRV: iShares Listed Private Equity UCITS

4

Estratégia

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA

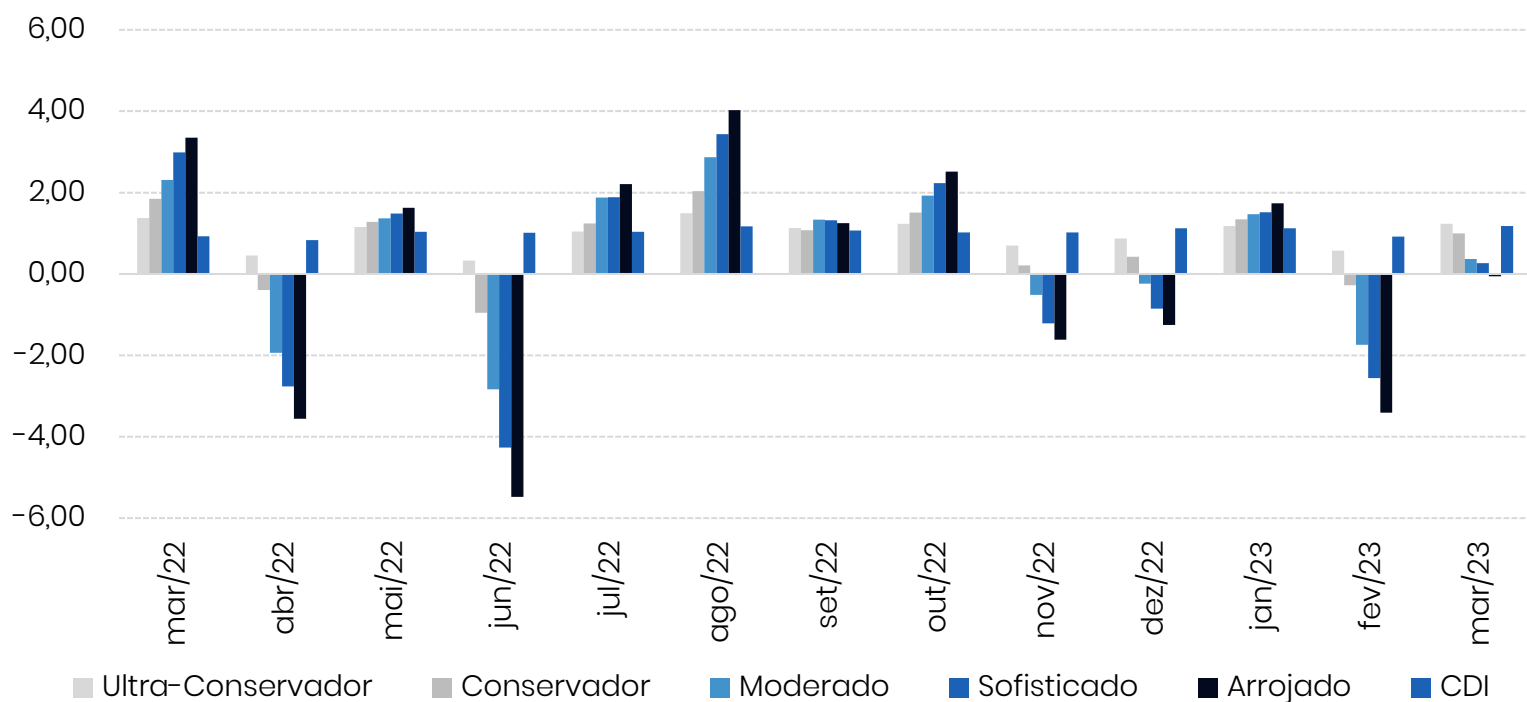


ESTATÍSTICA

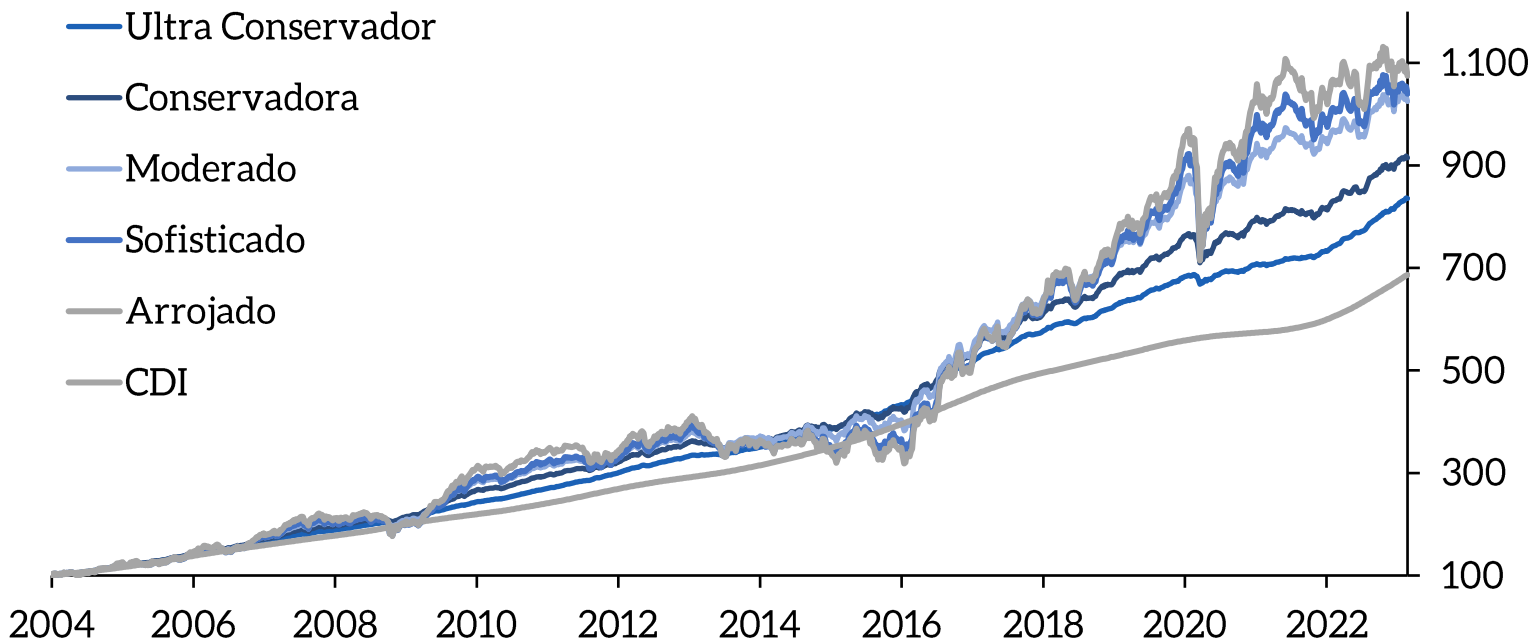
	Retorno Médio Anual*	Retorno No Mês	Retorno No Ano	Retorno 12 meses	Retorno 24 meses	Retorno 36 meses	Retorno 60 meses
Ultra Conservador	7,53%	1,23%	3,01%	12,00%	19,58%	25,86%	43,20%
Conservador	8,40%	0,99%	2,06%	8,78%	16,35%	28,19%	45,42%
Moderado	10,12%	0,37%	0,07%	3,83%	9,72%	34,01%	51,67%
Sofisticado	11,24%	0,26%	-0,82%	0,18%	5,78%	37,09%	54,48%
Arrojado	12,00%	-0,06%	-1,79%	-2,46%	3,27%	40,49%	55,46%
CDI	6,51%	1,17%	3,25%	13,29%	20,59%	23,27%	38,22%
IBOVESPA	9,45%	-2,91%	-7,16%	-15,10%	-12,65%	39,53%	19,35%

	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	19	0	19,32%	3,52%	2,83%	-1,62%	1,26%
Conservador	19	0	25,07%	1,45%	5,43%	-4,53%	3,17%
Moderado	18	1	37,20%	-1,88%	9,18%	-9,15%	5,97%
Sofisticado	16	3	45,91%	-7,56%	12,24%	-13,00%	8,31%
Arrojado	15	4	54,50%	-10,46%	14,71%	-15,78%	10,14%

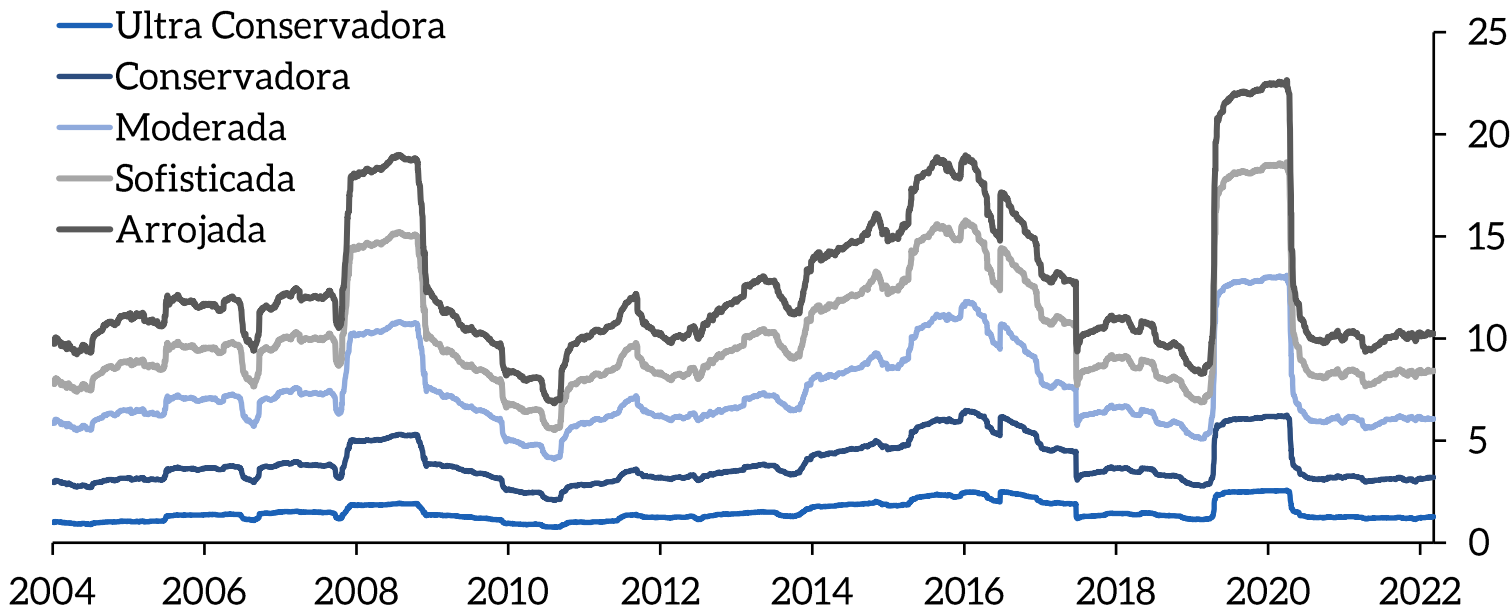
RETORNO MENSAL



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 e 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.