

Relatório de Estratégia

Abril de 2024

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CFP, CGA

Felipe Moura, CGA

1

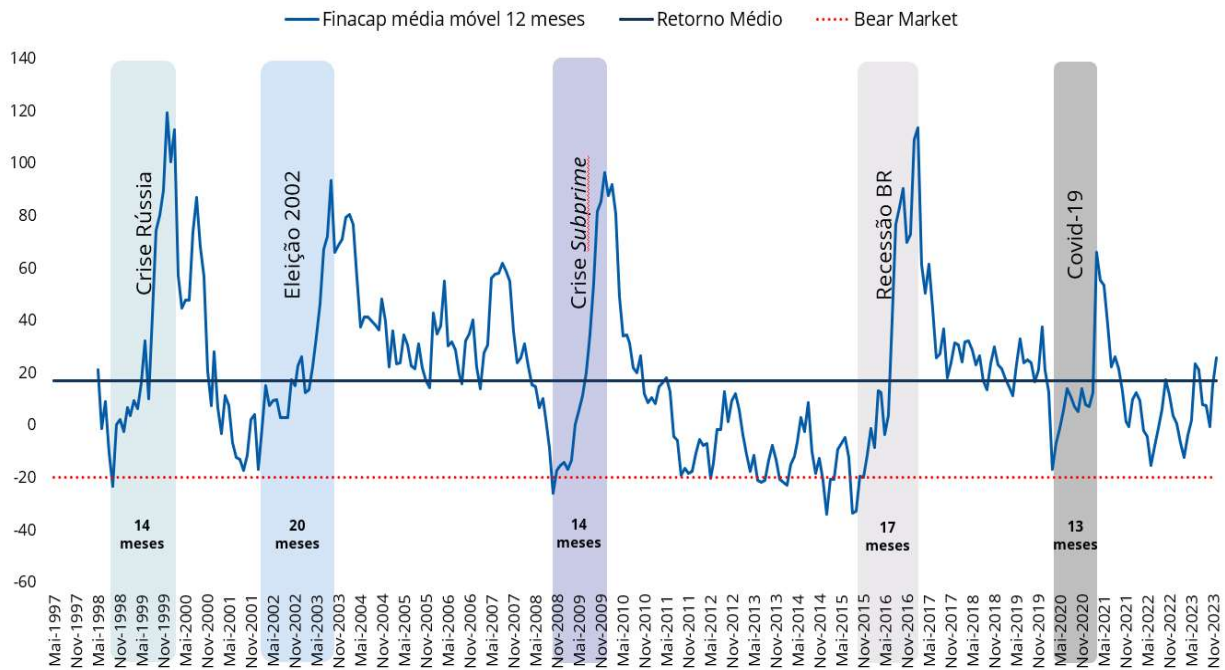
Investindo em ações no longo prazo no Brasil

Um dos temas que mais gostamos de abordar neste espaço e com as pessoas que nos questionam sobre a atratividade do investimento em bolsa no Brasil, diz respeito a dinâmica de valorização das ações ao longo do tempo.

Dado o histórico de juros altos dos últimos 10 anos e consequente performance negativa do Ibovespa em relação ao CDI no período, frequentemente nos vemos obrigados a desmistificar a ideia de que o investimento em ações somente se justifica em uma abordagem especulativa de curto prazo.

Muitos assumem que apenas *traders*, operando a alta volatilidade das cotações diárias, conseguem obter resultados positivos na bolsa. No longo prazo, reza a lenda, o investidor de longo prazo no Brasil ficará melhor se mantendo na renda fixa.

Para ajudar na nossa argumentação, inicialmente procuramos mostrar nossa experiência de 25 anos investindo no mercado de ações. A média aritmética do nosso retorno anual desde 1997 é de 20% ao ano. Foram raros os anos, porém, que tivemos esse resultado (no gráfico abaixo apresentamos nosso retorno móvel de 12 meses ao longo deste período). Na vida real, o que tivemos foram retornos anualizados que variaram em torno de -20% a +100%.



A dificuldade de construir uma perspectiva correta para a dinâmica de preços dos mercados de ações, em primeiro lugar, deve-se a incapacidade de entender o funcionamento do padrão cíclico de expansão e retração dos níveis de preços das empresas negociadas na bolsa. O horizonte de tempo destes ciclos, por exemplo, varia bastante e podem se estender entre um período de 3 até 15 anos. Além disso, a imprevisibilidade dos pontos de virada (*turning points*) é muito alta fazendo com que estratégias de *timing* sejam muito difíceis de serem executadas. Entretanto, em períodos suficientemente longos, é possível identificar uma lógica econômica de precificação dos ativos. Em prazos longos, podemos observar, por exemplo, que mesmo no Brasil, o investimento em ações entrega prêmios que são proporcionais a volatilidade desta classe de ativo.

Para construir nosso argumento utilizaremos a série histórica do Ibovespa. Nossa crítica em relação a utilização deste índice como *proxy* de uma carteira diversificada de ações é bem conhecida. Porém, para

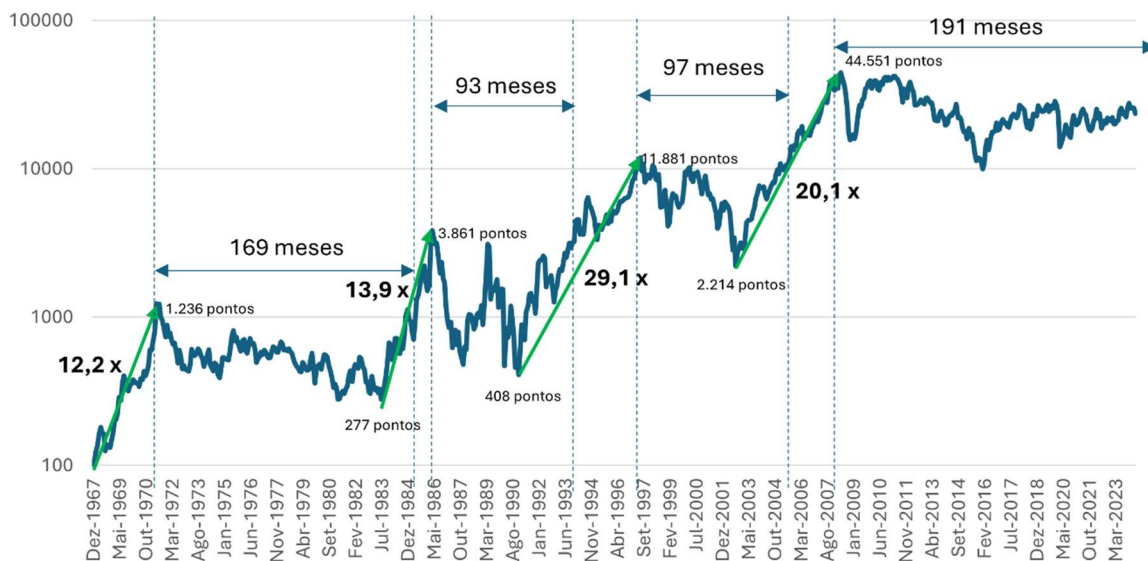
este exercício específico de análise do padrão de reversão de ciclos da bolsa brasileira, entendemos que é uma ferramenta bastante útil. Com o Ibovespa, conseguimos registros de preços de ações no Brasil desde 1967, que é certamente um dos indicadores econômicos mais longevos da nossa economia.

Na análise desta série optamos ainda por dolarizar o Ibovespa. A indexação se mostra adequada por que nos permite expurgar os efeitos inflacionários e os vários padrões monetários adotados pelo Brasil na década de 80 e 90.

Finalmente, para facilitar a visualização destes padrões de variação dos níveis de preço, optamos por uma análise do comportamento cíclico de nosso índice, através de um gráfico logarítmico. Ao contrário dos gráficos com escalas aritméticas, onde os valores do eixo vertical são espaços iguais, como em uma régua, a evolução de um valor não ocorre de maneira linear e sim exponencial. Isso permite, sobretudo, apresentar uma grande gama de dados numéricos, com grande diferença percentual, de modo compacto.

Na análise de ciclos da bolsa, focamos em identificar a extensão dos períodos de estagnação/depreciação e a magnitude da recuperação/apreciação dos níveis de preços dos ativos. Consideramos o momento de fim de um ciclo de baixa quando o nível de preço ultrapassa o pico anterior. Assim o período de estagnação é o espaço de tempo compreendido entre o pico e o momento que o índice ultrapassa o pico anterior. A magnitude de recuperação é a variação de preços entre o pico do período de apreciação após o término do período de estagnação e o fundo imediatamente anterior.

Com base nestes critérios identificamos quatro períodos de estagnação e recuperação do nível de preços do Ibovespa dolarizado (gráfico a seguir):



Fonte: Economática

O primeiro período de expansão se dá logo no início da série em 1967 e se estende até 1971 quando o índice atinge o pico de 1.224 pontos. Nesta fase, tivemos uma multiplicação de 12,2x o valor inicial de 100 do início da série histórica. A partir daí, temos um longo período de estagnação do índice até 1984, levando 169 meses para que o índice recuperasse o patamar de 1971. Este período foi marcado pela crise do petróleo e pelo início do descontrole inflacionário da nossa economia que perdurou até a década de 90.

No período de 1983 até 1986, entretanto, tivemos o movimento forte de recuperação com o Ibovespa chegando no patamar de 3.860 pontos com uma valorização de 13,9x em relação ao patamar mais baixo de 278 que atingiu antes deste movimento de recuperação. A abertura política e os planos econômicos que conseguiram por algum tempo estabilizar a inflação ajudaram neste movimento de saída da longa estagnação da década de 70.

A frustração com o fracasso do Plano Cruzado, e a volta do regime inflacionário, determinou o novo ciclo de estagnação que perdurou até 1994 com a estabilização econômica promovida pelo Plano Real. Esta

recuperação da confiança dos investidores provocou a maior magnitude de expansão do índice de toda a série. De dezembro de 1990 até julho de 1997 o Ibovespa pulou de 408 para 11.669 pontos, multiplicando por 29,1x o valor inicial do ciclo.

O ano de 1997 foi quando fundamos a Finacap. Neste ano, e nos anos subsequentes, sofremos com uma sequência de crises internacionais e locais, praticamente todos os anos até 2002. Quebra dos Tigres Asiáticos, Crise da Rússia, Apagão, Estouro da Bolha das Pontocom, Ataque às Torres Gêmeas e Eleição de Lula. Todos esses eventos tiveram fortes impactos no mercado e levaram o índice para o patamar de 2.219 pontos em setembro de 2002. Apenas em agosto de 2005 recuperamos o patamar de 11.669 pontos compreendendo um total de 97 meses de estagnação no mercado de bolsa no Brasil.

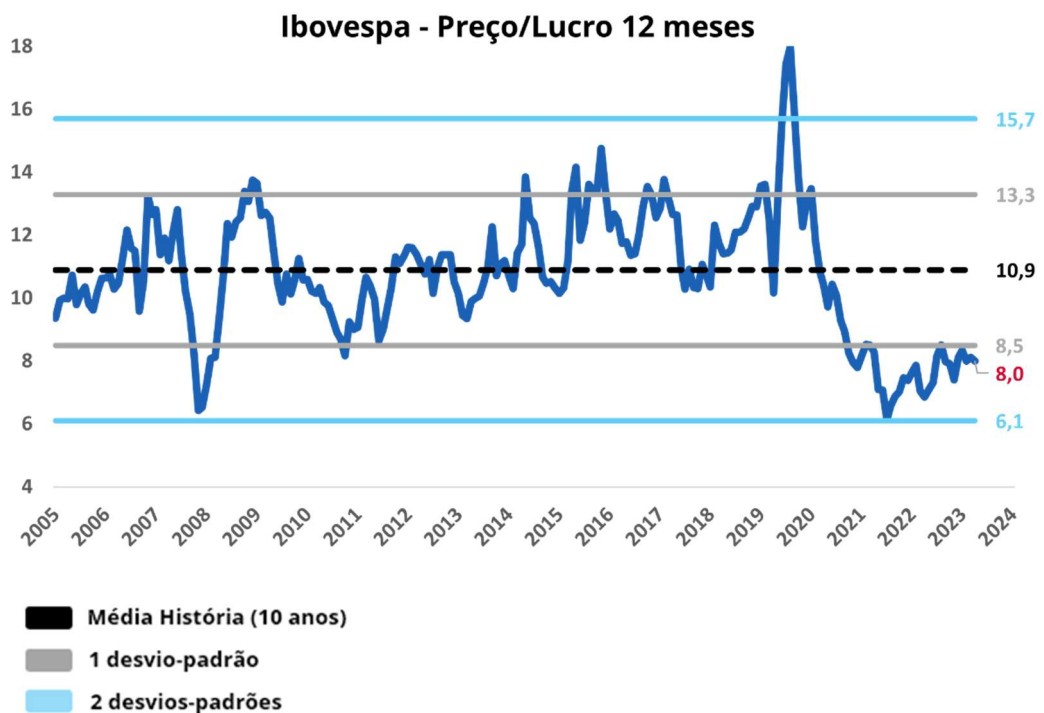
O novo ciclo de recuperação se inicia em setembro de 2002 e vai até junho de 2008 quando o Ibovespa atinge 44.551 pontos. O multiplicador estimado para este período é de 20,1x. Claramente nos beneficiamos do forte movimento de apreciação dos preços das *commodities* puxada pela locomotiva econômica da China, porém é preciso destacar que fizemos nosso dever de casa, mantendo a estabilidade econômica conquistada na década de 90.

Finalmente, após o pico de 2008, tivemos o maior ciclo de estagnação de toda a série que se estende até hoje. De junho 2008 até agora, já foram 191 meses em que não conseguimos recuperar o pico anterior, estando o Ibovespa negociando no patamar de 23 mil pontos. Na mínima deste período o índice chegou a 11.342 pontos em setembro de 2015.

Como afirmamos anteriormente a ideia de explorar o *timing* destes ciclos é muito mais complexa do que parece. O nível de incerteza dos *turning points* é muito alto e o horizonte de tempo dos ciclos é muito

longo para viabilizar estratégias de investimento baseadas exclusivamente nestas informações. A compreensão desta dinâmica, entretanto, é fundamental para qualquer investidor. Especialmente é importante entender os fundamentos econômicos que explicam estes movimentos.

No nosso caso, gostamos de avaliar a precificação das empresas neste contexto. Olhando, por exemplo, como se comportou a relação Preço/Lucro das ações nos vários momentos do ciclo. O gráfico abaixo, produzido com base nas estimativas de P/L do Bradesco BBI, podemos identificar como se comportou este indicador no ciclo de expansão de 2010 e ao longo do ciclo de estagnação subsequente.



Fonte: Bradesco BBI

Entre 2005 e 2010, podemos identificar claramente o fenômeno de expansão dos múltiplos comuns no final de um ciclo de alta. Temos uma breve interrupção deste processo em 2008 decorrente da Grande Crise Financeira, porém o patamar de precificação foi rapidamente

recuperado em 2009 atingindo o valor de 1 desvio-padrão acima da média histórica.

Na sequência, observamos uma compressão dos múltiplos e estabilização no patamar de 11x até 2020. Na nossa percepção este comportamento se explica inicialmente por uma expansão nos lucros decorrentes da política econômica expansionista iniciada em 2010. Na sequência, entretanto, tivemos uma forte recessão com impactos negativos tanto nos lucros como no valor de mercado das empresas no período de 2015 e 2016.

Em meados de 2022, foi a segunda vez nos últimos 19 anos que o Ibovespa chegou a negociar 2 desvios-padrões abaixo da média histórica, desde então, o indicador ainda não retornou à média, trazendo uma estagnação no nível de *valuation* da bolsa, que se encontra na região entre 1 e 2 desvios padrões abaixo da média nos últimos 2 anos.

Na nossa visão, este nível de múltiplo muito baixo se explica pela recuperação dos resultados econômicos das empresas sem uma respectiva apreciação dos preços, o que deprime o múltiplo. Assim, olhando prospectivamente, para retomar a média de precificação das ações temos dois cenários possíveis, porém com probabilidades distintas: o valor de mercado das ações se recupera para acompanhar o patamar de lucros atual ou os fundamentos econômicos das empresas se deterioram de forma a justificar os preços atuais dos ativos. Considerando tudo o que foi mostrado até aqui nossa aposta é de que o primeiro cenário se apresenta como mais provável.

2

Cenário Econômico

Internacional

No cenário internacional, o mês de abril foi marcado pela dicotomia entre o desconforto do Fed causado pela persistente resiliência da atividade econômica e o discurso mais brando do Banco Central Europeu, diante do lento ritmo de crescimento da economia.

Nos EUA, os apesar dos dados do PIB do 1T24 virem abaixo da expectativa do mercado, com um avanço ajustado de 1,6% t/t (trimestre sobre trimestre) contra 2,5% t/t que era esperado, a demanda doméstica forte e o mercado de trabalho são fatores que demonstram o desafio de atingir a desinflação pelo Banco Central Americano. Com isso, o deflator do PCE (inflação ao consumidor perseguida pelo Fed) demonstrou alta de 0,32% em março ante fevereiro, em linha com o esperado pelo mercado.

Nesse sentido, após a divulgação dos dados, Jeremy Powell indicou que o Fed irá esperar mais do que o previsto anteriormente para reduzir a taxa de juros dos EUA, mudança significativa em relação à sinalização de dezembro rumo a cortes, afirmando que o FOMC (comitê de política monetária americano) poderá manter uma política monetária pelo tempo que for necessário para atingir o processo de desinflação desejado.

Dessa forma, dadas as estimativas acerca do cenário inflacionário, o mercado não acredita ser razoável um ajuste nos juros no curto prazo, devendo o Fed estar mais confortável para realizar os cortes a partir do segundo semestre, provavelmente no mês de setembro.

Em relação à Zona do Euro, o cenário é mais confortável, com um crescimento econômico mais lento, apesar do avanço do PMI composto

de 51,4 pontos, acima dos 50,7 esperados pelo consenso, e do avanço do CPI (inflação ao consumidor) de 2,4% a/a (ano contra ano) em abril, em linha com as projeções do mercado.

Com isso, na política monetária, o ECB (Banco Central Europeu) manteve os juros em abril marcando a quinta reunião consecutiva sem alteração nas taxas. Além disso, apesar do cenário de juros nos EUA, a presidente do ECB, Christine Lagarde demonstrou estar confiante com os resultados recentes e ainda parece determinada a reduzir juros em junho, caso o cenário evolua como esperado pelo comitê.

Contudo, é importante mencionar que a perspectiva de juros altos dos EUA por mais tempo diminui espaço para a flexibilização monetária no mundo todo, e o ECB também deve ter cautela no momento de cortar os juros, já que se começar o seu próprio ciclo de cortes muito antes dos EUA, correrá o risco de derrubar o valor relativo das suas moedas, o que aumentaria o preço dos produtos importados e colocaria em risco o progresso do combate à inflação. Por outro lado, caso não adote uma política de flexibilização, o ECB poderá pôr em risco o crescimento econômico europeu.

Na China, os dados econômicos continuam demonstrando um crescimento econômico tímido. Apesar do avanço do PIB de 1,6% t/t no primeiro trimestre, acima das estimativas do mercado, a produção industrial e do varejo cresceram abaixo das expectativas, ficando evidente que gigante asiático vem passando por dificuldades não só na oferta, mas também na demanda dos produtos. Em linha com a produção, os dados do mercado imobiliário chinês também seguem recuando, com uma diminuição dos investimentos no segmento de 9,5% a/a, e queda na venda de casas de 21% a/a.

Na política monetária, o PBOC (Banco Central da China) vem se mostrando mais conservador, mantendo as principais taxas de

referência e do compulsório estáticas. Por outro lado, o Politburo da China (órgão decisório do Partido Comunista Chinês) vem reforçando a disposição para cortar os juros e uma política fiscal flexível. De toda forma, a China encontra-se num cenário em que a inflação não é um problema e o consumo precisa de um “empurrão”, mas a defesa do Yuan e o risco de saídas de capital não abrem muito espaço para o PBOC cortar juros.

Em relação ao desempenho dos mercados, a bolsa americana segue operando em patamares de *valuation* esticados em relação à sua média histórica, com relação P/L (preço/lucro) do S&P 500 em 19x. Da mesma forma, o Nasdaq opera em patamar de P/L de 24,5x.

O S&P 500 apresentou queda de 4,17% em abril, mas agrega alta acumulada no ano de 5,57%. O índice Nasdaq teve queda de 4,41% no mês, e acumula alta de 4,31% no ano. Para ambos os índices, foi a primeira queda mensal desde outubro de 2023.

O Shanghai Composite, índice do mercado de ações chinês, apresentou valorização de 2,09% no mês e acumula alta 4,37% no ano.

No câmbio, o Real apresentou desvalorização frente ao Dólar na ordem de 3,5%, encerrando a cotação em R\$ 5,1927/US\$. No ano, a moeda brasileira apresenta desvalorização de 7,03%.

Brasil

No cenário doméstico, a incerteza global sobre o ciclo de juros americano, bem como a política fiscal do Brasil foram os responsáveis por penalizar os investimentos em países emergentes, como o Brasil, que sofreram com a saída de capital estrangeiro.

No âmbito fiscal, o envio do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) de 2025 adiou a busca pelo déficit zero para o ano de 2025, ante

a meta de superávit de 0,5% do PIB prevista no arcabouço fiscal, apresentado em abril do ano passado, e que foi postergado o então superávit para o ano de 2026. Nesse sentido, o mercado reagiu mal à alteração das metas fiscais dos próximos anos, enxergando o fato como uma derrota da equipe econômica do governo.

Além disso, a abertura da curva de juros americana aumentou a atratividade dos *bonds* soberanos dos EUA e, juntamente com a apreciação do ouro devido aos desafios geopolíticos do Oriente Médio, resultou em uma maior aversão a risco nos mercados emergentes. Com isso, o fluxo de retirada de capital estrangeiro no Brasil ultrapassou os R\$ 32 bilhões nos primeiros quatro meses de 2024, cerca de 70% dos valores investidos no ano de 2023.

Na política monetária, o mercado interpretou as recentes falas de Roberto Campos Neto como uma tentativa de mudar o rumo da próxima decisão do Copom em relação ao *forward guidance* dado na reunião de março, que demonstrava tendência do Copom de realizar corte de 50 bps. Dessa forma, o consenso do mercado hoje sugere que um corte de 25 bps é o cenário central da reunião do dia 08 de maio.

A curva de juros real brasileira – medida pelos *yields* das NTN-Bs – apresentou uma abertura significativa em todos os seus vértices, com taxas de retorno no patamar de 6,2%, em linha com as discussões fiscais mencionadas e com o cenário econômico e monetário global.

Em relação aos mercados, o índice IRF-M apresentou desvalorização de -0,52% no mês de abril (agregando alta de 1,14% no ano), assim como o IMA-B, que operou em queda de -1,61% no mês. No ano, o IMA-B acumula desvalorização de -1,44%. A NTN-B de 2035 encerrou o mês de abril/2024 negociando à taxa de IPCA+6,29%, demonstrando a forte abertura da curva em relação ao mês de março/2024, quando negociava à taxa de IPCA+5,85%.

Na bolsa, o índice Ibovespa fechou o mês de abril com queda de -1,70%, aos 125.924 pontos. No ano, a bolsa brasileira acumula queda de -6,16%. De acordo com a última pesquisa divulgada pelo BTG Pactual, o Ibovespa negocia a uma relação Preço/Lucro (P/L) de 7,9x (pouco mais de 1 desvio-padrão abaixo da média histórica de 10,8x).

Dentro de um cenário de incertezas fiscais e oscilação na curva de juros, os spreads dos papéis de crédito privado indexados ao IPCA performaram em aproximadamente 50 bps acima dos títulos públicos que servem como referência (NTN-Bs) durante o mês. Já as debêntures atreladas ao CDI apresentaram leve abertura dos prêmios em decorrência da maior volatilidade da curva de juros doméstica.

O mês de abril registrou um volume de emissão de debêntures de aproximadamente R\$ 37 bilhões, um número menor que o de R\$ 42 bilhões registrado no mês de março. Por outro lado, as incentivadas emitidas no mês totalizaram o montante de R\$ 15 bilhões, representando um considerável aumento em relação aos R\$ 10 bilhões emitidos no mês anterior. Esse movimento é atribuído à limitação imposta pelo CMN (Conselho Monetário Nacional) sobre os critérios de emissão de títulos incentivados ligados aos mercados imobiliário e do agronegócio (CRI e CRA / LCI e LCA), seguindo a tendência que se iniciou com a divulgação da norma pelo órgão em fevereiro e reforçando o cenário esperado pelo mercado para os próximos meses.

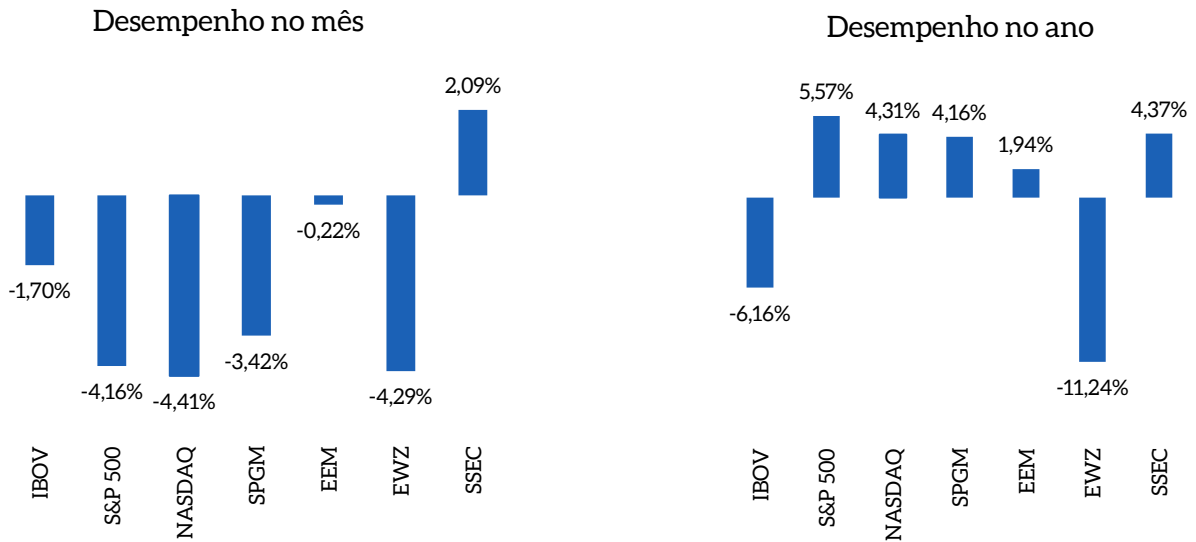
Ainda, as debêntures emitidas no mês de abril apresentaram uma *duration* de cerca de 8,3 anos contra 7 anos das emissões do mês antecedente, o que revela uma maior disposição dos participantes a alongar suas carteiras e conseqüentemente aumentar riscos atrelados ao mercado de crédito privado. Embora o volume total de emissões tenha desacelerado, os números ainda são fortes, demonstrando que o segundo trimestre tende a continuar com alto volume de emissões,

assim como visto no 1T24 e que o mercado vem retomando a confiança na indústria que enfrentou fortes turbulências no último ano.

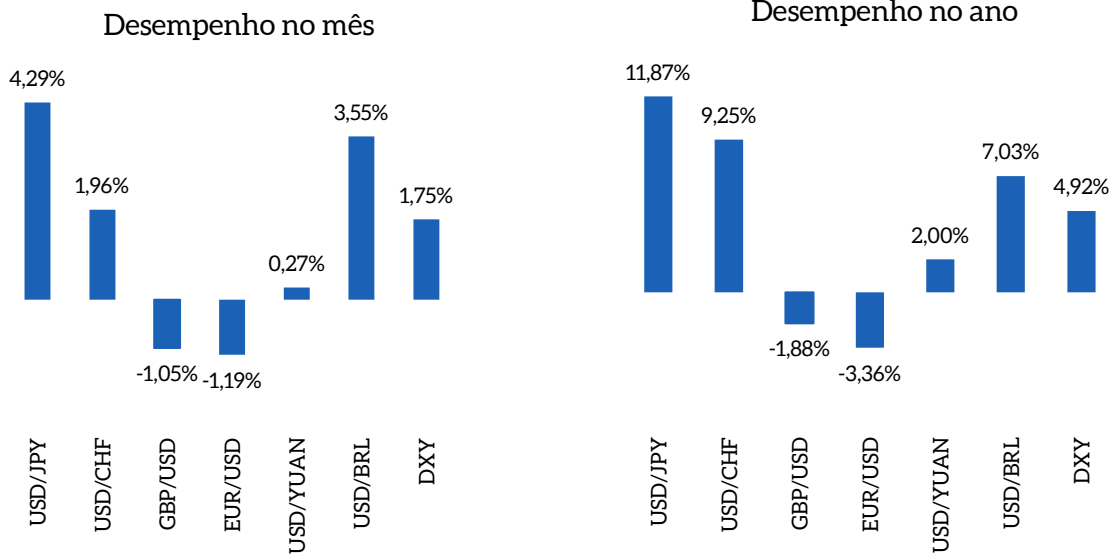
3

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

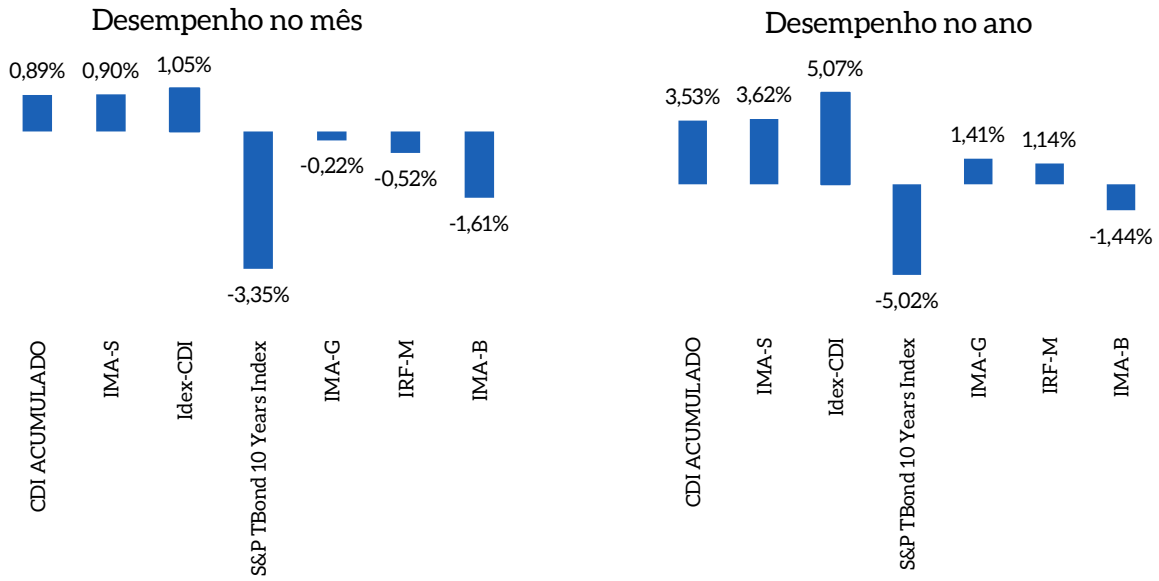
- GBP/USD: Libra Esterlina/Dólar

- EUR/USD: Euro/Dólar

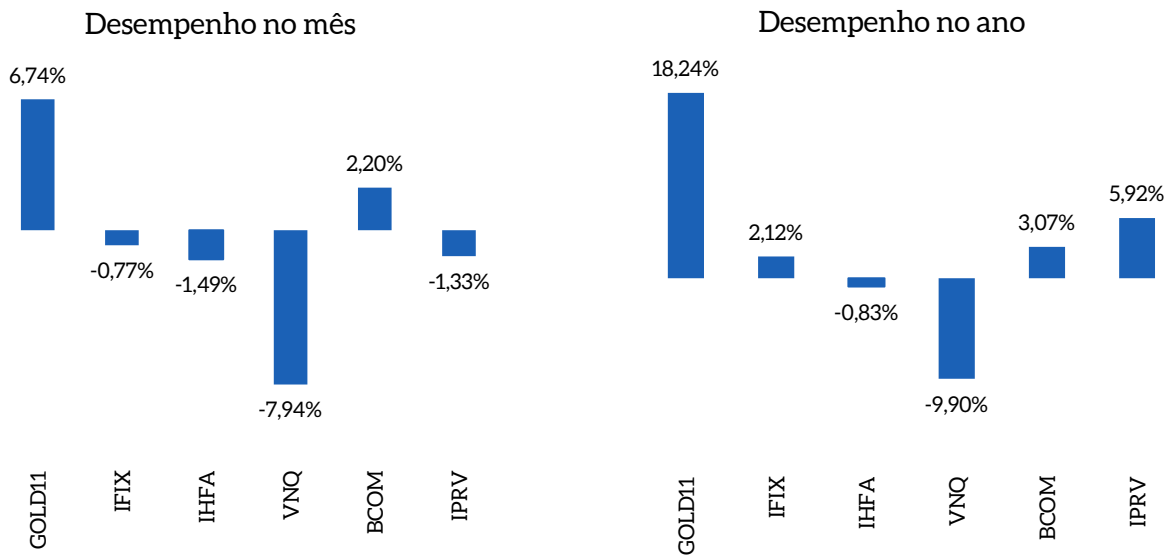
- USD/YUAN: Dólar/Yuan Chinês

- DXY: Índice Dólar

RENDA FIXA



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

- GOLD11: ETF que replica a variação do ouro em dólar

- IFIX: Índice de Fundos Imobiliários

- IHFA: Índice de Hedge Funds ANBIMA

- VNQ: Vanguard Real Estate Index Fund ETF Shares

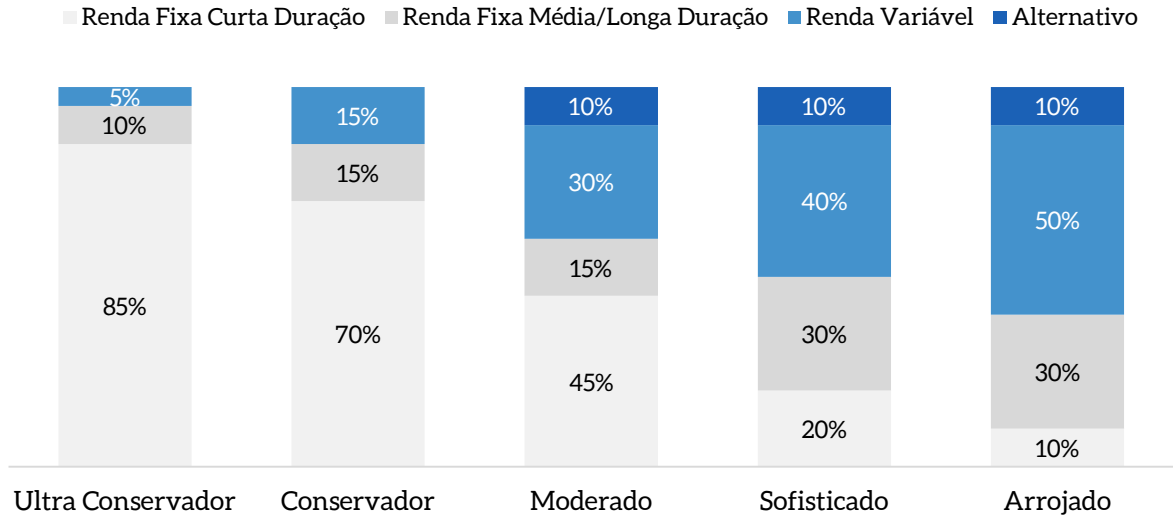
- BCOM: Bloomberg Commodity

- IPRV: iShares Listed Private Equity UCITS

4

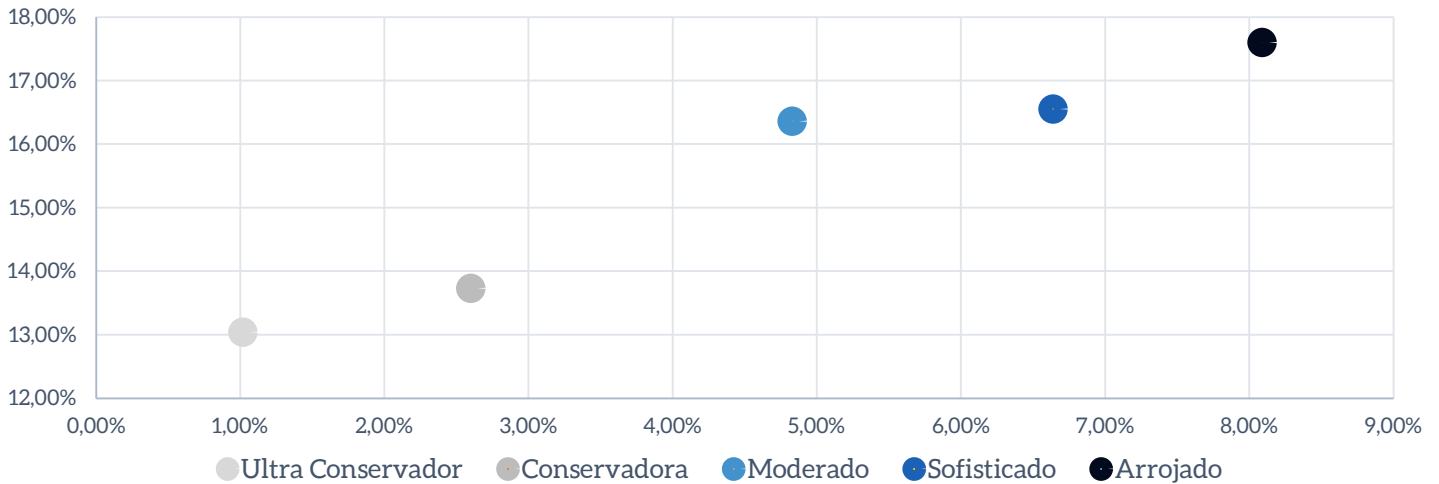
Estratégia

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA



Atribuição de Performance					
	Ultra Conservador	Conservador	Moderado	Sofisticado	Arrojado
Renda Variável	-0,25%	-0,75%	-1,50%	-1,99%	-2,48%
CP Pós	0,49%	0,39%	0,24%	0,10%	0,05%
Selic	0,31%	0,26%	0,17%	0,09%	0,04%
Juros Reais	-0,16%	-0,24%	-0,24%	-0,47%	-0,47%
Offshore	0,00%	0,00%	-0,03%	-0,03%	-0,03%
Alternativo	0,00%	0,00%	-0,01%	-0,01%	-0,01%
Total	0,39%	-0,34%	-1,35%	-2,31%	-2,90%

RELAÇÃO RISCO VS RETORNO (12M)

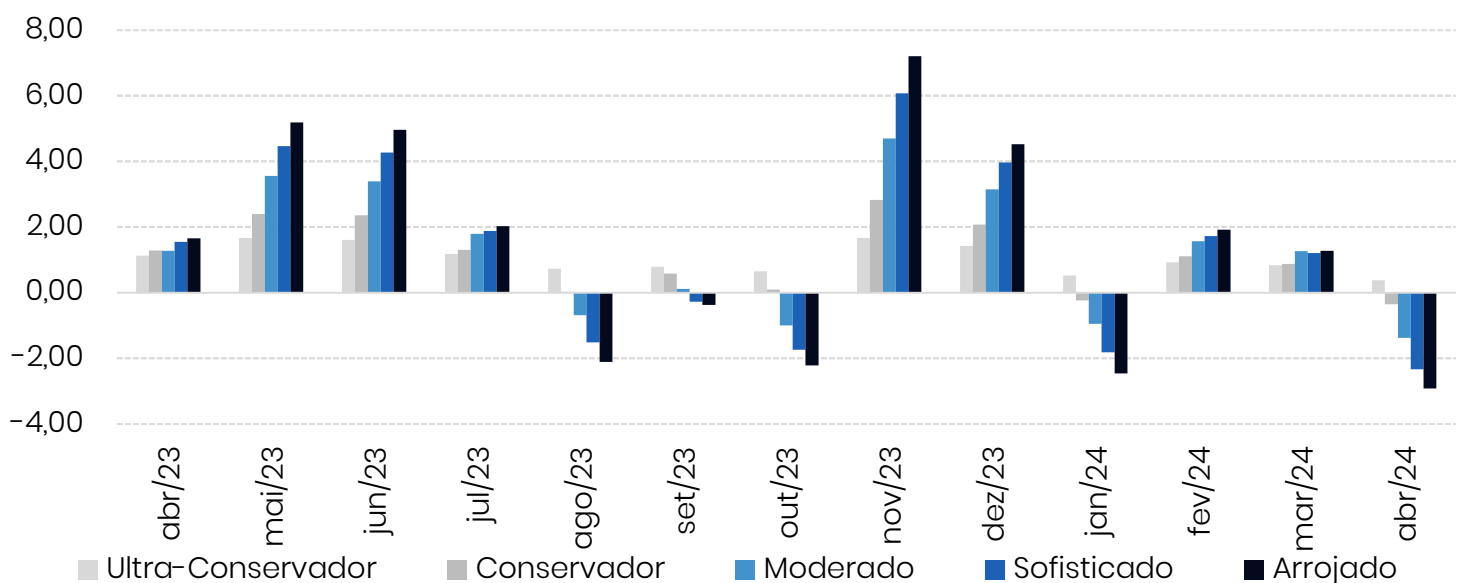


ESTATÍSTICA

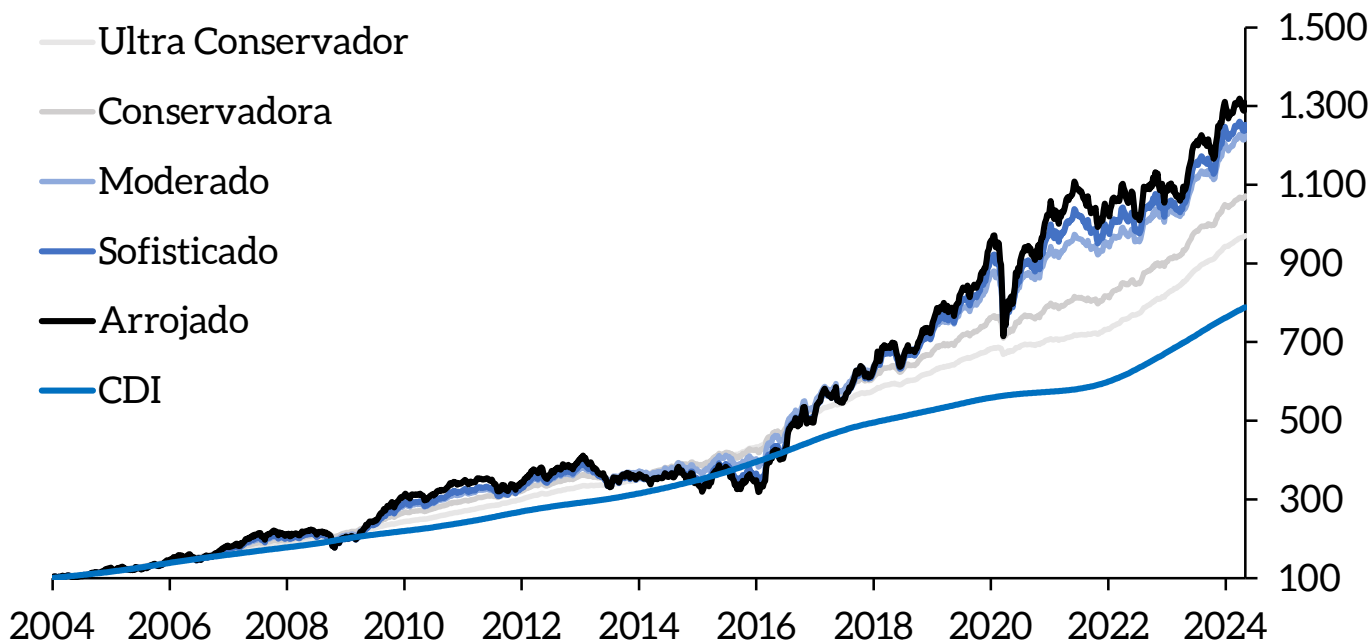
	Retorno Médio Anual*	Retorno No Mês	Retorno No Ano	Retorno 12 meses	Retorno 24 meses	Retorno 36 meses	Retorno 60 meses
Ultra Conservador	8,34%	0,38%	2,68%	13,04%	27,45%	36,08%	50,92%
Conservador	9,21%	-0,36%	1,37%	13,73%	25,80%	32,86%	52,94%
Moderado	11,06%	-1,38%	0,46%	16,36%	24,77%	27,48%	59,92%
Sofisticado	12,11%	-2,34%	-1,29%	16,55%	21,92%	22,88%	60,89%
Arrojado	12,93%	-2,92%	-2,27%	17,60%	20,91%	20,73%	62,60%
CDI	7,32%	0,89%	3,53%	12,32%	27,35%	36,40%	46,56%
IBOVESPA	10,90%	-1,70%	-6,16%	20,58%	16,73%	5,91%	30,69%

	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	20	0	19,32%	1,62%	2,83%	-1,62%	1,02%
Conservador	20	0	25,07%	1,03%	5,43%	-4,53%	2,60%
Moderado	19	1	37,20%	-1,88%	9,18%	-9,15%	4,83%
Sofisticado	17	3	45,91%	-7,56%	12,24%	-13,00%	6,64%
Arrojado	16	4	54,50%	-10,46%	14,71%	-15,78%	8,09%

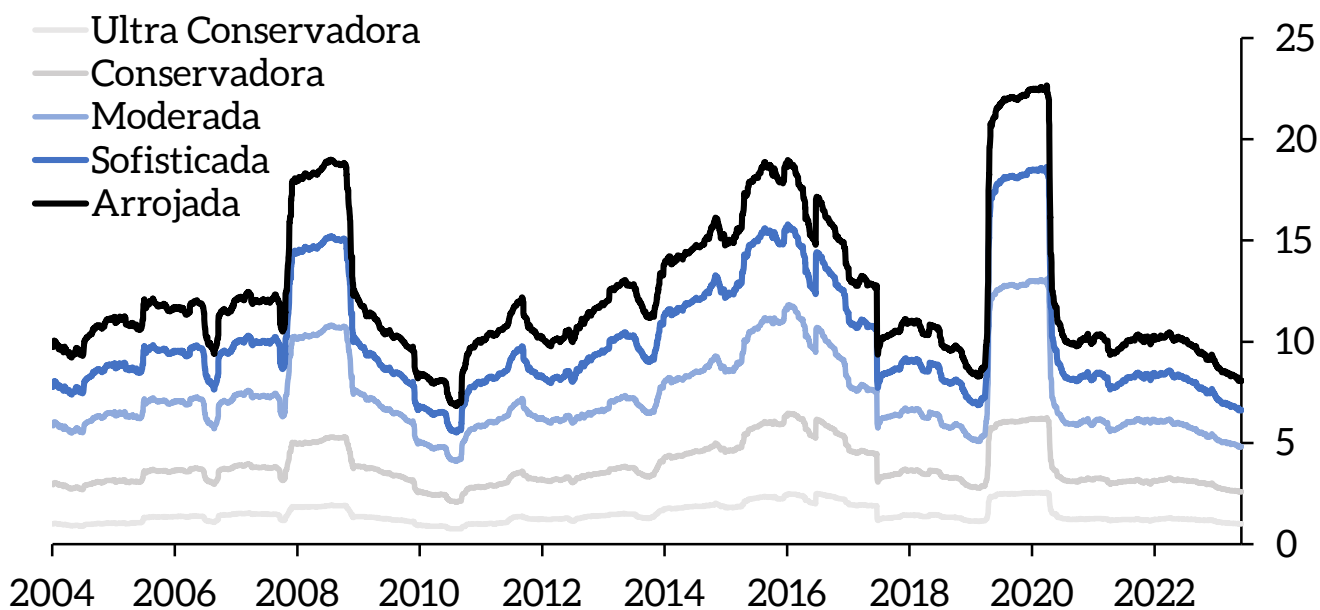
Retorno Mensal



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.