

Comentários do Gestor

Outubro de 2020

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CGA

FINACAP
INVESTIMENTOS

1

Eleições Americanas: o que esperar daqui para frente?

Um dos temas que mais nos debruçamos no último mês diz respeito a eleição dos EUA e a retomada do debate recorrente nestes eventos sobre a consequência de um governo democrata ou republicano para o mercado financeiro e como o novo contexto político poderá influenciar nossas estratégias de investimento.

Para avançarmos nesta avaliação, gostaríamos de fazer referência a um dos livros que mais comentamos em nossos comitês e em reuniões com clientes: Investindo em Ações no Longo Prazo, do professor de finanças da Wharton School, Jeremy Siegel.

—

“É bem sabido que geralmente os investidores preferem republicanos a democratas. [...] Entretanto, o mercado de ações na verdade se saiu melhor com democratas do que com republicanos.”¹

—

Na extensa pesquisa apresentada pelo prof. Siegel, podemos verificar que entre 1888 a 2012, o mercado de ações americano, considerando o retorno nominal, se saiu melhor em mandatos do partido Democrata (10,8% na média) do que no Republicano (8,5% em média). Entretanto, quando consideramos o retorno real (descontado a inflação do período), a diferença se reduz consideravelmente: Democratas (6,8%) x Republicanos (6,45%).

¹ Jeremy Siegel – Investindo em Ações no Longo Prazo

Siegel ainda mostra que, em um horizonte mais curto, dos últimos 60 anos (1952 a 2012), os Democratas conseguiram um desempenho superior na ordem de 6% acima dos Republicanos, mesmo em retornos nominais ou reais.

Qual a inferência que podemos fazer em relação a isso? Uma hipótese que consideramos razoável é de que governos democratas são mais agressivos em termos de políticas de incentivos fiscais para turbinar o crescimento econômico, que acaba repercutindo no valor das empresas que se beneficiam do aquecimento na atividade. Por outro lado, políticas fiscais expansionistas acabam por gerar inflação, que praticamente anulam os efeitos desta melhor performance em termos reais.

Assim, apesar do grande esforço de análise que o mercado dedica a esta questão, os números mostram que a coloração partidária da presidência americana não se mostrou de grande relevância ao longo da história daquele país. A principal mensagem que identificamos na pesquisa é de que em ambas as situações, o investimento em ações se mostrou a melhor opção para o investidor com visão e disciplina de longo prazo. As ações tendem a subir independente do partido que lidere em Washington.

—

“Aqueles que persistiram nas ações sempre foram recompensados. Ninguém lucrou no longo prazo apostando contra as ações ou o futuro crescimento de nossa economia. [...] A história demonstra convincentemente que as ações foram e continuarão a ser o melhor investimento para todos aqueles que estão em busca de ganhos de longo prazo.”²

² Jeremy Siegel – Investindo em Ações no Longo Prazo

No período de 1802 a 2012 (mais de 2 séculos), o investimento em ações gerou um retorno real, em dólares americanos, de 6,6% ao ano. Este resultado entrega um prêmio (retorno em excesso) das ações sobre os investimentos em renda fixa de praticamente 4% ao ano. Em um horizonte de 30 anos, a probabilidade de o retorno em investimento em ações ser superior ao de renda fixa é de 99,3%.

A justificativa teórica para este prêmio do investimento em ações em comparação com outras estratégias é que os retornos desta classe de ativo apresentam mais volatilidade quando comparada com renda fixa (títulos públicos e privados) e ativos reais como ouro e imóveis. Os dados confirmam esta hipótese para períodos de até 10 anos de horizonte. É interessante observar, porém, que para períodos mais longos, essa diferença se torna inexpressiva, sendo favorável as ações quando se analisa retorno reais ao invés de retornos nominais.

Gostaríamos de frisar, ademais, a importância de possuir uma alocação estratégica para sua carteira que preveja uma distribuição entre várias estratégias de investimento, dentre elas o investimento em ações, respeitando seu perfil como investidor. Pode parecer contrassenso afirmarmos isto após tantas evidências do retorno superior do mercado acionário em detrimento dos demais. No entanto, a importância de uma carteira balanceada serve, inclusive, para que o investidor possa concentrar seu horizonte de investimento no longo prazo e diminuir a atenção aos ruídos e às sabotagens emocionais de curto prazo.

Por fim, gostaríamos de chamar a atenção para uma importante lição que é mencionada por Siegel. A capacidade preditiva de um investidor antecipar ciclos econômicos é bastante limitada. Pudemos observar isso historicamente com investidores que venderam suas posições em meio ao temor da Primeira Guerra Mundial e perderam, em 1915, um dos melhores anos de rentabilidade. Na sequência, aqueles que

esperavam que o movimento se repetisse no deflagrar da Segunda Guerra Mundial, se viram frustrados pelas determinações governamentais de impor um limite ao lucro das empresas em tempo de guerra.

2

Cenário Econômico

No ambiente internacional, o principal destaque foi a conquista da maioria dos votos pela disputa à cadeira presidencial dos EUA vencida por Joe Biden, após um extenso período de apuração. Trump deve dar prosseguimento a uma batalha judicial alegando fraude nas eleições, porém especialistas acreditam que dificilmente ele conseguirá reverter os resultados.

Outro tema bastante evidente foi a vacina desenvolvida por Pfizer/BioNTech chegar na terceira fase de desenvolvimento e apresentar eficácia de 90% nos testes. A estimativa da farmacêutica, com a comprovação dos resultados e aprovação dos órgãos responsáveis, é de produzir acima de 50 milhões de doses este ano e 1,3 bilhão de doses em 2021.

Na Europa, observamos um ressurgimento de novos casos da covid-19, o que levou a discussões a respeito de uma possível segunda onda. Por conta disso, alguns países retomaram medidas restritivas de isolamento social. Em termos relativos, observamos que o nível de hospitalização permanece mais baixo do que a 1ª onda de contágios e as medidas implantadas, por consequência, vêm em medidas levemente mais brandas do que outrora observadas. De qualquer forma, analisamos que as perspectivas econômicas para o continente europeu tendem a ser desafiadoras. O alento aos investidores vem da atuação do Banco Central Europeu que atua ativamente nos pacotes

de estímulo monetário e da situação fiscal de alguns membros da União Europeia possuírem maior colchão para déficits públicos. O BCE mantém sua taxa de depósitos em -0,5% e o plano de compra de bônus no valor de € 1,35 trilhão.

Na China, o país continua mostrando forte recuperação econômica inclusive com seu valor de produtos importados alcançando patamares recordes, especialmente pelo aumento nas importações de minério de ferro, commodities agrícolas e semicondutores. As importações subiram 13,2% em termos anuais e atingiram patamar de US\$ 203 bilhões no mês de setembro. Inclusive esse dado corrobora com o movimento de exportação aos países asiáticos que observamos saindo do Brasil. Praticamente 50% do volume de exportação do Brasil em 2020 foi direcionado para a Ásia, puxado especialmente pela China. Dentre os principais produtos exportados foram, em ordem: soja, minério de ferro e petróleo bruto. Além deste recorde, o mercado acionário chinês também atingiu outra importante marca superando o valor total de capitalização de US\$ 10 trilhões, o montante considera o valor de mercado de todas as ações negociadas nas bolsas de Xangai e Shenzhen.

No Brasil, em meio às eleições municipais, a pauta de reformas ficou praticamente estagnada no Congresso. Em outubro, o IPCA-15 apresentou resultado de 0,94%, sendo o maior para o mês desde 1995, puxado especialmente pela conta de alimentação no domicílio que atingiu 16,8% em 12 meses. O IGPM também vem apresentando comportamento vertiginoso, especialmente pelo fator do câmbio na composição do indicador, subindo 20,93% em 12 meses até outubro.

Na última reunião do Copom em 28 de outubro, o colegiado apontou que a inflação apresentou resultado acima do esperado e elevou sua projeção para os últimos meses de 2020, justificando que “contribuem para essa revisão a continuidade da alta nos preços dos alimentos e de

bens industriais, consequência da depreciação persistente do Real, da elevação de preço das commodities e dos programas de transferência de renda”. No entanto, o Copom pontua que “apesar de a pressão inflacionária ter sido mais forte que a esperada, o Comitê mantém o diagnóstico de que esse choque é temporário [...]”.

O colegiado observou que “para a maioria de seus membros, já estaríamos próximos do nível a partir do qual reduções adicionais na taxa de juros poderiam ser acompanhadas de instabilidade nos preços dos ativos”, corroborando com a manutenção da sinalização de que o espaço para utilização da política monetária, se houver, deve ser pequeno. Por conta desta leitura e do Comitê não pretender reduzir o grau de estímulo monetário, o Copom decidiu por manter a taxa básica de juros da economia (taxa Selic) em 2,0% a.a.

No cenário híbrido construído pelo Copom, que considera um câmbio constante em R\$ 5,60/US\$ e a taxa de juros extraída da pesquisa Focus, o comportamento da inflação seria:

Ano	2020	2021	2022
Selic	2,00%	2,75%	4,50%
IPCA	3,10%	3,10%	3,30%

FIA

Finacap Mauritsstad FIA

O fundo Finacap Mauritsstad FIA apresentou resultado de 0,69% em outubro/2020 contra -0,69% do Ibovespa, representando um desempenho superior ao índice de mercado de 1,38%. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um resultado de 5,34% e o Ibovespa -12,37% (prêmio de 17,71% sobre a bolsa). Desde o início, o fundo teve desempenho de 834,66% enquanto o Ibovespa foi de 343,19%.

Em nossos Comentários referente ao mês de outubro/2020, apresentaremos nossa análise sobre alguns dos setores que foram destaque no mês: Bancos, Energia Elétrica e Petróleo & Gás.

BANCOS

Dentre o segmento bancário, a principal exposição do fundo concentra-se no Itaú Unibanco por meio direto nas ações do banco e, principalmente nas ações da sua holding, Itausa S.A. (ITSA4 3,30% de valorização no mês). Além de um resultado positivo no trimestre em seu balanço, a empresa anunciou um fato relevante que havíamos discutido neste Comentários no mês de agosto/2020 ([para acessar clique aqui](#)).

O Banco Itaú anunciou que está desenhando uma estrutura para reduzir o conflito de interesses com sua investida, a XP Investimentos, e permitir ao banco e seus acionistas destravarem um valor que hoje não é reconhecido no preço de mercado da companhia.

O conglomerado financeiro detém uma participação na XP de 46,05%. O objetivo da operação é vender uma fatia de 5% da sua participação e efetuar uma cisão da participação restante (na ordem de 41,05%) em uma nova companhia, preliminarmente denominada 'NewCo',

através da qual deterá diretamente a participação na XP. As ações dessa NewCo serão distribuídas diretamente para os acionistas do Itaú Unibanco, dentre eles a própria Itausa – como veículo de holding dos controladores do banco.

À título comparativo, o Itaú pagou R\$ 6 bilhões por 49% da XP em 2017. Hoje a fatia de 46% é avaliada em mais de R\$ 60 bilhões. A venda de apenas 5% da participação atual na companhia já supera o valor investido há 3 anos. No entanto, entendemos que o mercado não precifica o real valor desse próprio investimento no banco Itaú. A participação atual na XP representa praticamente 27% de todo o valor de mercado do banco, porém responde por 5% do lucro do Itaú.

Esta operação, acreditamos, destravar o valor não reconhecido pelo mercado para o banco – e conseqüentemente para seus acionistas – e reduzirá áreas de atrito entre as unidades de Distribuição e Investment Banking que disputam mercado diretamente com a empresa investida XP.

Em relação aos resultados operacionais do banco, no terceiro trimestre observamos uma leve diminuição do ritmo de PDD, o que deve começar a ser flexibilizado nos próximos resultados e impactar a contabilidade do conglomerado positivamente. Ademais, os resultados vieram positivos especialmente nas carteiras de crédito imobiliário e de veículos.

PETRÓLEO & GÁS

A principal exposição do fundo no setor de Petróleo & Gás se mantém nas ações da Petrobras (PETR4 -3,42%). Consideramos este investimento como um bom exemplo da nossa abordagem bottom-up para seleção de ativos. Sabemos que o setor de petróleo e gás enfrenta

desafios relevantes nos próximos anos, pela queda na demanda projetada com a entrada de alternativas energéticas renováveis.

Apesar deste contexto, a empresa tem entregado resultados consistentes nos últimos 4 anos que suportam nossa confiança na atratividade do investimento realizado. A meta inicial de produção no início do ano era de uma média 2,7 milhões de barris/dia para 2020. Após revisão, este número passou a ser de 2,84 milhões de barris/dia. Neste terceiro trimestre, a Petrobras apresentou crescimento em produção na ordem 5,3%, se comparado ao trimestre anterior, e de 4,4% se comparado ao desempenho do mesmo trimestre de 2019, puxado especialmente pela exploração na área do pré-sal.

Em resposta ao choque de demanda que a commodity sofreu no início da pandemia, observamos grandes produtoras de óleo e gás, como Chevron, ConocoPhillips e Devon Energy, aproveitarem a situação fragilizada de pequenas produtoras de petróleo de xisto (shale gas) nos EUA para iniciarem um movimento de consolidação.

Um fato relevante neste mês, foi o anúncio da nova regra de remuneração de dividendos para os acionistas da companhia. A nova regra considera a geração de caixa da companhia, ao invés do lucro líquido contábil como parâmetro para aplicação do percentual destinado aos acionistas.

A nova política abre espaço para, com o atingimento de metas de endividamento, realizar distribuições extraordinárias a partir de 2022. Caso o endividamento fique em patamar inferior a US\$ 60 bilhões, a Petrobras passa a pagar a seus acionistas 60% do resultado da geração de caixa operacional menos os investimentos. Tal fato, inclusive, é bastante atrativo para os investidores estrangeiros que enxergam o setor como uma estratégia madura de retorno sobre o capital.

O custo de extração de petróleo atingiu a marca mínima histórica de US\$ 6,1/barril, sendo ainda mais significativa nas explorações do pré-sal (US\$ 3,9/barril). A competitiva estrutura de custo de produção aumenta a vantagem da companhia em meio à indústria.

ENERGIA ELÉTRICA

O setor de energia elétrica representa a maior exposição do fundo. Dentro deste segmento, dividido entre três vertentes principais (geração, transmissão e distribuição), damos maior preferência à atividade de transmissão. Para aqueles que desejarem conhecer um pouco mais sobre o setor, desenvolvemos um episódio em nosso canal de podcast em que explicamos com maior detalhe as diferenças entre cada uma dessas atuações (para acessar [clique aqui](#)).

Em linhas gerais, o setor de transmissão é o segmento de menor risco no mercado de energia elétrica. Sua receita é definida no momento do leilão da concessão e corrigida pela inflação independente do volume efetivamente transmitido através das linhas. A principal obrigação das empresas de transmissão é construir as linhas dentro do prazo limite estipulado pela Aneel e garantir a disponibilidade das linhas ao sistema energético.

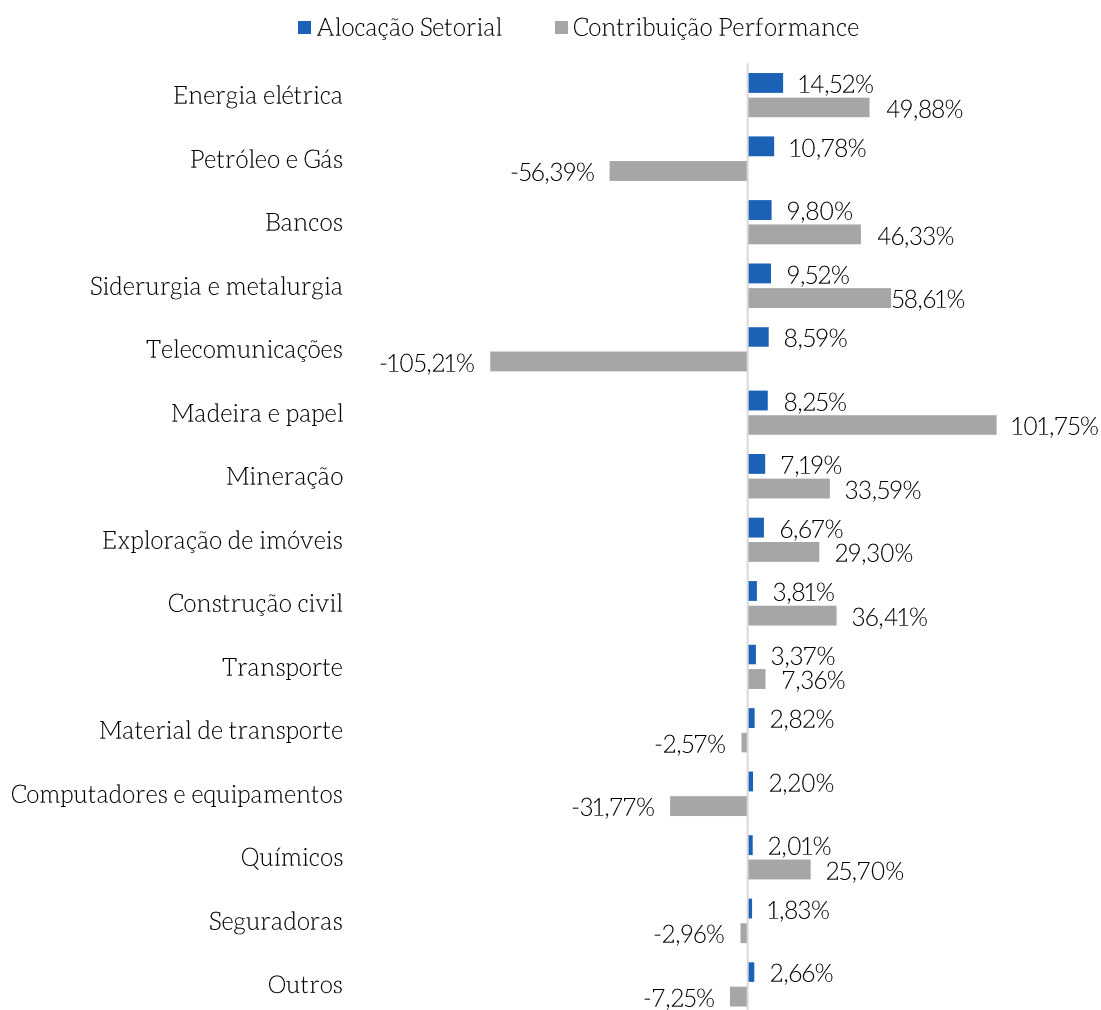
A empresa que o fundo detém maior participação atualmente fica a cargo da ISA Cteep, também conhecida pelo seu antigo nome – Transmissão Paulista (TRPL4 7,89%). Este é o típico caso de empresa que geralmente o mercado e casas de análise dão pouca atenção, mas que apresentam indicadores de retorno sobre o investimento bastante atrativos.

A Transmissão Paulista detém 13 projetos em construção e espera concluir 3 destes ainda este ano. Em algumas avaliações, observamos uma taxa interna de retorno real implícita para a carteira de projetos

da companhia de 9,2%, o que gera um prêmio de mais de 550 pontos-base em relação a NTN-B de 10 anos. Atualmente grande parte do valor econômico da empresa está concentrado na indenização a ser recebida pela mudança contratual imposta pela MP 579 em 2015. O valor a receber pela empresa nos próximos 12 anos supera R\$ 9 bilhões, com 79% concentrado nos próximos 4 anos. Assim a empresa tem níveis de alavancagem muito baixos, com uma relação dívida líquida/EBITDA de 0,7x, enquanto o setor opera na ordem de 4,0x.

A empresa tem uma agressiva política de pagamento de dividendos, que determina a distribuição aos acionistas de 75% do lucro líquido regulatório.

Atribuição de Performance



The logo for FIM (Fundos Imobiliários) consists of the letters 'FIM' in white, bold, sans-serif font, centered within a solid blue square.

Finacap FIM Multiestratégia

O fundo Finacap FIM Multiestratégia Crédito Privado apresentou resultado em outubro/2020 de 0,20% contra 0,16% do CDI. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um retorno de 1,04% contra 3,22% do CDI e, desde o início, os resultados são 71,17% para o fundo e o CDI 59,44% (119,75% do CDI em desempenho comparativo).

As contribuições no resultado por estratégia foram: Pós Fixado Crédito Soberano (0,09%), Pós Fixado Crédito Privado (0,04%), IPCA Crédito Soberano (0,04%), IPCA Crédito Privado (0,07%), Ações (0,07%) e Pré Fixado (-0,02%).

Nossa exposição em títulos de dívida privada apresentou uma contribuição positiva de 0,11% para o resultado do fundo (54,7% do desempenho). A exposição total nesta estratégia é de 32% do patrimônio líquido do fundo.

O mês de outubro foi marcado pela apreciação das taxas de retornos dos títulos de crédito privado pós fixados e inflação + pré fixados. Com exceção de apenas um título da carteira de pós fixados, toda a posição entregou resultado superior ao CDI. Os títulos de crédito atrelados à inflação tiveram resultado positivo em sua totalidade.

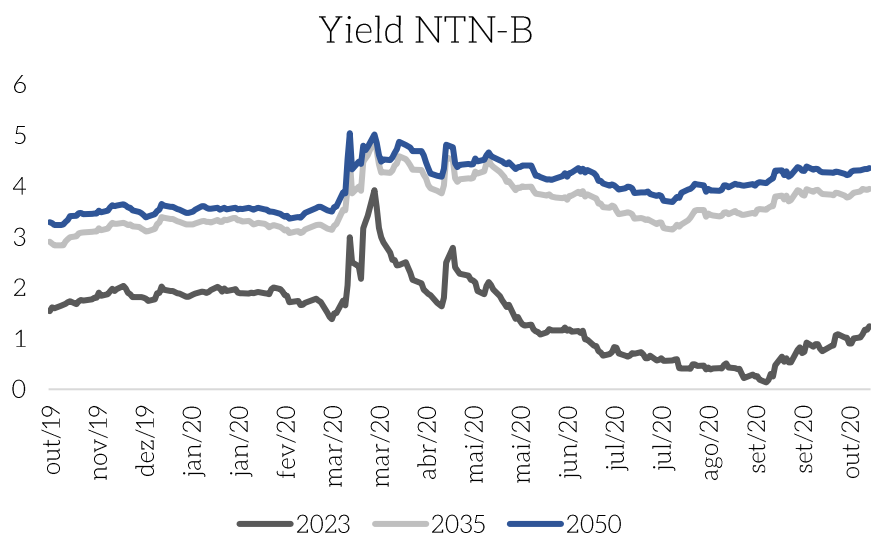
A exposição em renda variável representou a segunda principal contribuição positiva para o desempenho do fundo no mês. Estes ativos respondem por 10% do patrimônio do fundo. Para que nossos Comentários não se tornem repetitivos, recomendamos que observem nossa carta referente a estratégia de ações acima (Finacap Mauritsstad FIA), onde condensamos os principais pontos referentes ao

desempenho da estratégia desta classe de ativo para o resultado do fundo.

Os investimentos em títulos do Tesouro Nacional atrelados à inflação (conhecidas como NTN-B) apresentaram valorização para os papéis com vencimento mais longo (em 2045 e 2050), apenas os com vencimento curto (2023) apresentaram desempenho negativo, revertendo a tendência que vinha se verificando no ano com os títulos curtos entregando resultado superior aos de vencimento longo. Os títulos apresentaram os seguintes resultados, respectivamente: 0,31%, 0,38% e -0,35%.

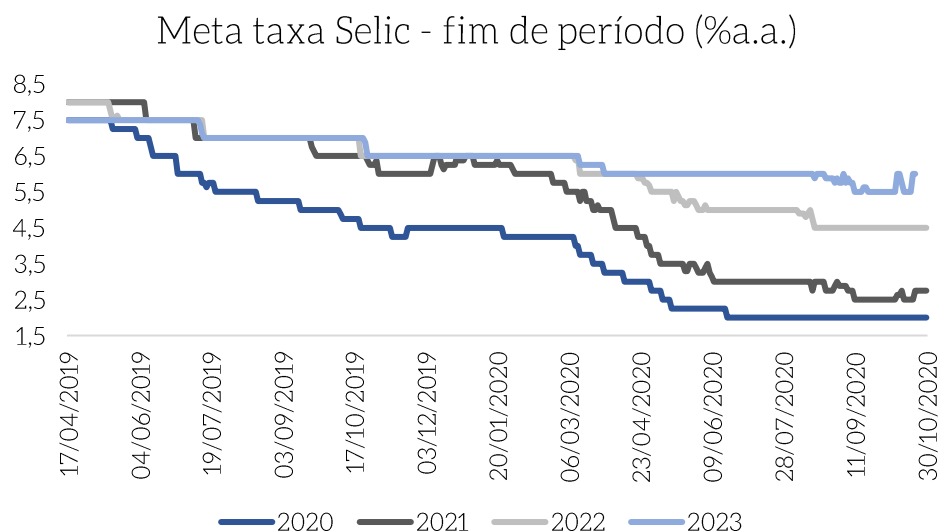
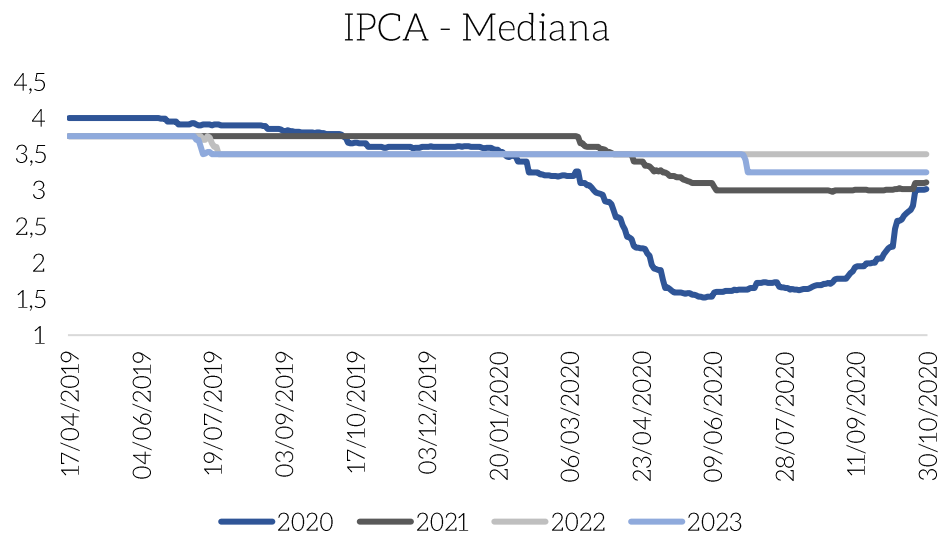
Tal movimento advém do fechamento dos prêmios pagos por estes títulos do Tesouro mais longos, observada nos gráficos abaixo, e da abertura das taxas pagas pelos títulos curtos.

Vale salientar o comentário que fizemos no mês passado, reforçando o descasamento que observamos entre os títulos longos e os curtos, haja visto que os títulos longos ainda não apresentaram o desempenho no ano na mesma proporção que os curtos. Isto pode ser justificado pela curva de juros em formato empinado, no qual os títulos mais longos apresentam taxas de juros significativamente superior aos curtos.

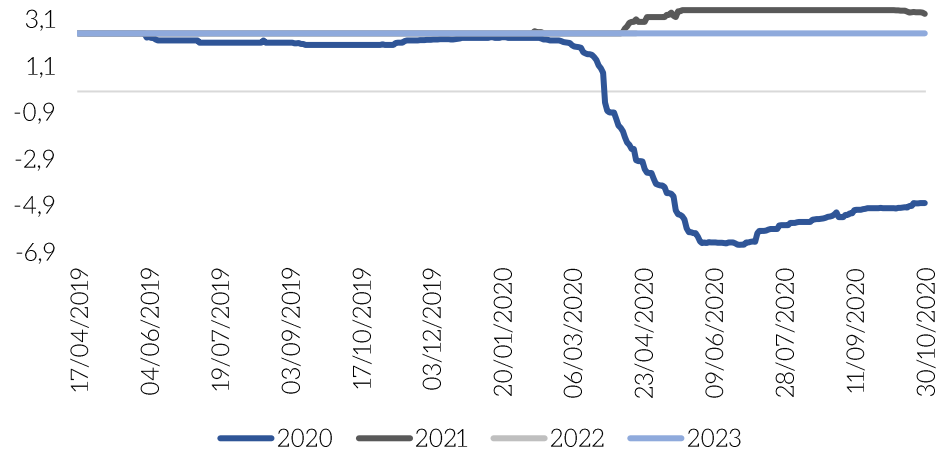


Revertendo a performance negativa do mês passado, as LFTs apresentaram resultado positivo no mês de outubro e superior ao CDI, na média de 0,20% (125% do CDI).

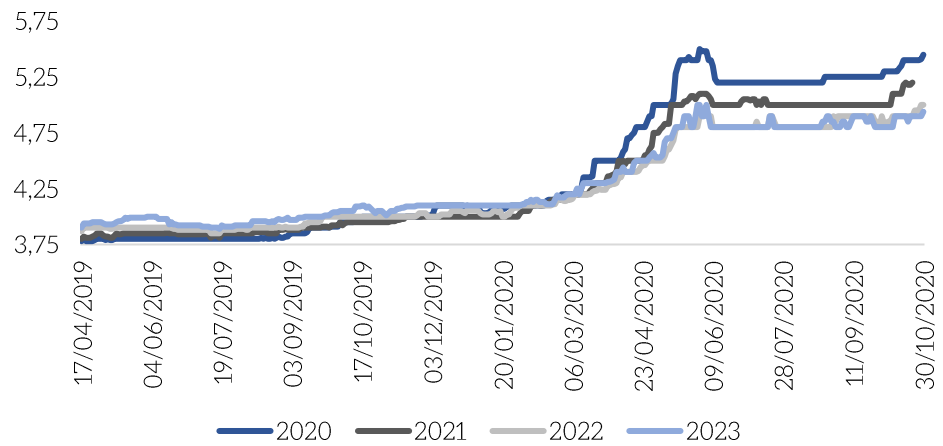
Por fim, dispomos abaixo as principais métricas divulgadas pelo boletim Focus que extraem as expectativas dos agentes do mercado quanto as projeções de indicadores macro econômicos do Brasil, um gráfico de composição da curva de juros e um comparativo do desempenho do IMA-B (índice da Anbima que compõe uma carteira hipotética de títulos de NTN-B) contra o CDI.



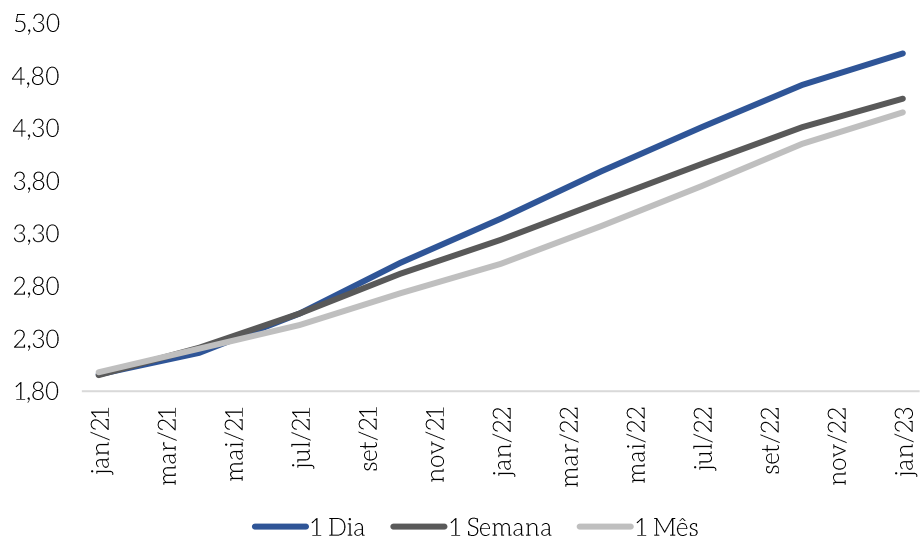
Variação PIB - Mediana

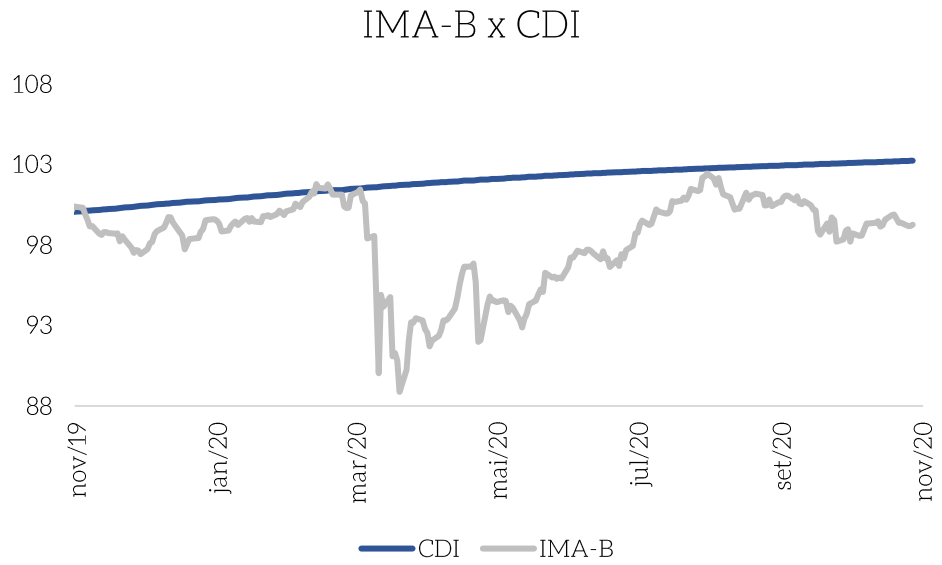


Taxa de Câmbio (R\$/US\$)

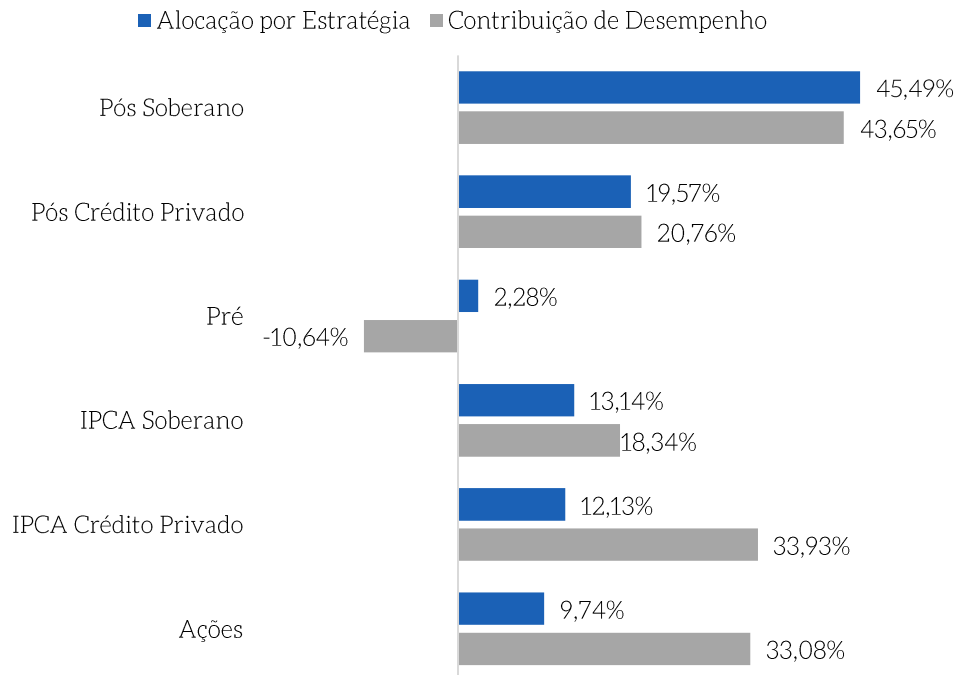


Curva DI





Atribuição de Performance



70

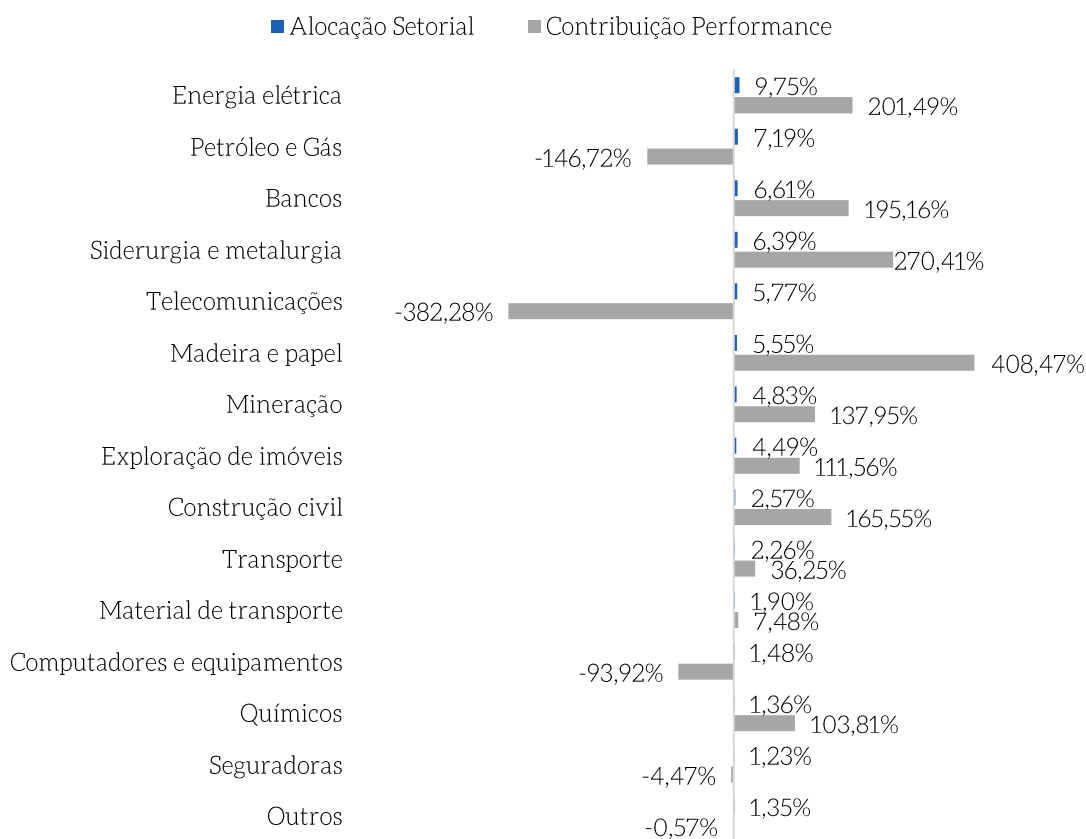
Finacap Icatu Previdenciário 70

O fundo Finacap Icatu Previdenciário 70 FIM apresentou resultado de 0,12% em outubro/2020 contra 0,21% do IMA-B. A estratégia de alocação do fundo é deter até 70% em uma carteira que espelha o portfólio do fundo Finacap Mauritsstad FIA e 30% em renda fixa pós-fixada que acompanha a Selic.

Atualmente a exposição por estratégia do fundo encontra-se em 62,74% em ações e 37,26% em títulos atrelados à Selic.

Para que nossos Comentários não se tornem repetitivos, recomendamos a leitura de nosso relatório referente ao fundo Finacap Mauritsstad FIA – o qual é a carteira espelho da alocação de renda variável deste fundo de previdência.

Atribuição de Performance



Cordialmente,



Luiz Fernando Araújo, CFA

luizfernando@finacap.com.br



Alexandre Brito, CGA

alexandre.brito@finacap.com.br

Finacap Mauritsstad FIA				
	Mês	2020	12 Meses	Desde o Início
Rentabilidade				
Fundo	0,69%	-11,22%	5,34%	834,66%
Ibovespa	-0,69%	-18,76%	-12,37%	343,19%

Finacap FIM Multiestratégia				
	Mês	2020	12 Meses	Desde o Início
Rentabilidade				
Fundo	0,20%	-0,91%	1,04%	71,17%
CDI	0,16%	2,44%	3,22%	59,44%

Finacap Icatu 70 Prev FIM				
	Mês	2020	12 Meses	Desde o Início
Rentabilidade				
Fundo	0,12%	-3,74%	4,17%	4,57%
IMA-B	0,21%	-0,51%	-1,00%	4,91%

Disclaimer: fundos de investimentos não contam com garantia do Fundo Garantidor de Crédito. Rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. O fundo é destinado a investidores em geral. Patrimônio Líquido: Finacap Mauritsstad FIA - R\$ 96.338.581; Finacap FIM Multiestratégia - R\$ 57.696.417; Finacap Icatu 70 - R\$ 13.547.260. O fundo pode sofrer significativa variação de valor da cota, representando perdas ou ganhos a seus cotistas. Gestor de Recursos: Finacap Investimentos Ltda. CNPJ: 01.294.929/0001-33. Supervisão e fiscalização: Comissão de Valores - CVM. Data base: 30/09/2020. Para mais informações fale com a Finacap: (81) 3241.2939. Horário de funcionamento: 8h às 12h e 13h às 18h.