



Relatório de Estratégia

Agosto de 2021

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CGA

A Carteira de 100 anos

No relacionamento com nossos investidores, ao longo dos anos, procuramos aprender a lidar com brutal flutuação na sua satisfação com os resultados de suas carteiras de investimentos. Euforia nas sequências de anos positivos de mercado, seguidos por ciclos de frustração com mercados em baixa e pouca esperança com relação ao futuro.

Na situação mais dramática, investidores orientados para o longo prazo sofrem forte pressão pessoal para realizar as perdas e cessar a dor. A perda de renda, comumente associada a estes períodos, e o ambiente de pessimismo generalizado são sempre maiores do que as piores previsões feitas em tempos de normalidade.

Nós aprendemos, a duras penas, o valor da prudência na construção de estratégias de investimentos de longo prazo. Não há pior sensação, no mundo dos investimentos, do que aquela provocada pela liquidação de ativos a valores irrisórios, forçada pela incapacidade financeira ou psicológica de se manter investido.

Nesta carta, gostaríamos de apresentar os principais *insights* de um brilhante estudo da gestora Artemis Capital sobre as características de uma estratégia de investimento resiliente, que chamou de *100 Years Portfolio*.

O valor do planejamento financeiro pessoal já foi amplamente documentado por pesquisas acadêmicas e por evidência empírica. Estudos mostram que em torno de 94%¹ de todo o retorno de um

¹ Fonte: *Financial Analysts Journal - Determinants of Portfolio Performance* – Brinson, Hood and Beebower - 1995

investidor vêm de como sua carteira é distribuída entre várias classes de ativos, tecnicamente, esta prática é conhecida como *asset allocation*. O pai da Teoria Moderna de Carteira, Harry Markowitz, diz que “a diversificação é o único almoço grátis no mercado financeiro”.

O principal objetivo da construção de uma carteira vencedora no longo prazo é disponibilizar ao investidor tal alocação que consiga não apenas sobreviver aos períodos de *stress*, mas também proporcione oportunidades de aproveitar barganhas nestes momentos. A consciência do valor da diversificação protege o investidor do instinto biológico de seguir a “manada” em momentos de *boom*.

Em “A Alegoria do Falcão e da Serpente: Como crescer e proteger seu patrimônio por 100 anos²” a gestora Artemis Capital constrói uma narrativa em que a imagem da serpente representa os anos de ouro, geralmente marcados por períodos de alto crescimento e um círculo virtuoso que leva a criação de valor e valorização no preço dos ativos. Geralmente o ciclo se inicia por fatores favoráveis, tais como inovação tecnológica, globalização, demografia e prosperidade econômica.



À medida que o ciclo entra em maturidade, ele próprio é corrompido pela ganância e pela falta de fundamentos, geralmente estimulada pela

² <https://artemiscm.docsend.com/view/taygkbn>

enxurrada de dívidas. Essa figura de fim de ciclo é pintada no relatório como a própria serpente engolindo a si mesma.

Por outro lado, o falcão representa o desafio do ciclo que se inicia após o término do período de bonança. Ambas as asas do falcão representam o risco deflacionário, preço dos ativos em queda, baixo crescimento, risco de crédito e medidas anti-cíclicas promovidas pelos governos e bancos centrais.



O objetivo do estudo é justamente encontrar uma carteira que consiga aproveitar os períodos da serpente e proteger os ciclos do falcão. A maior ameaça aos 100 anos de prosperidade é a negligência às lições de longo prazo da história financeira e não atentar para uma diversificação adequada para as mudanças seculares.

Os EUA nas últimas quatro décadas passaram por um período de significativa bonança. Por conta da demografia favorável, desvalorização do dólar e uma valorização dos ativos sem precedentes, levaram a um momento econômico único na história daquele país. Este ciclo se iniciou no início dos anos 1980 após as taxas de juros atingirem a máxima histórica dos últimos 200 anos (especificamente 19% a.a. em 1981). Com a chegada do contingente populacional da geração nascida nos anos 60 nos Estados Unidos, os conhecidos *Baby Boomers*, ao mercado de trabalho, observou-se um choque de consumo e crédito que qualificou o chamado *American Dream*. O fluxo de capital seguiu a trajetória dos *Boomers*: valorização dos ativos, queda nas taxas de

juros, menores alíquotas de impostos, inflação sob controle, globalização, liquidez e expansão do crédito.

Quatro décadas depois, o resultado foi máximas históricas nas bolsas de valores americanas, a maior relação de dívida corporativa em relação ao PIB americano, US\$ 17 trilhões em títulos de dívida globais com taxa de retorno negativa e a maior desigualdade de renda já observada.

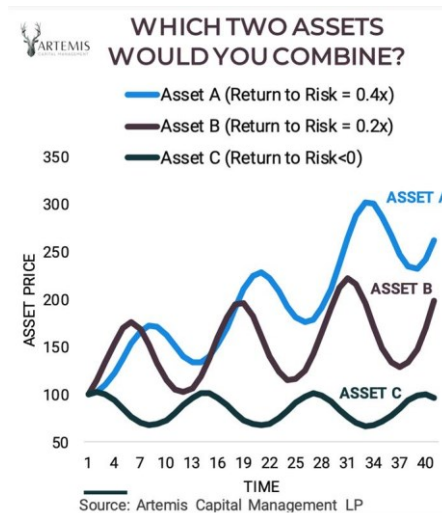
Na alegoria do texto, a economia americana estaria saindo da fase da serpente para a do falcão – o que seria um cenário extremamente perigoso para o desempenho da estratégia padrão do investidor comum americano de 60% em ações e 40% em renda fixa, mesmo em horizontes de tempo longo (que, como vimos no início, é o pior cenário para investidores racionais).

Uma estratégia resiliente não pode se basear na premissa de que “desta vez é diferente” ou que estamos vivendo apenas mais uma oscilação do pêndulo. O ponto central de uma estratégia resiliente, para construção de uma carteira a prova de crises (*all-weather-portfolio* como propõe o gestor Ray Dalio), é que você não precisa estar certo sobre o futuro dos mercados para construir uma carteira que prospere pelos próximos 100 anos.

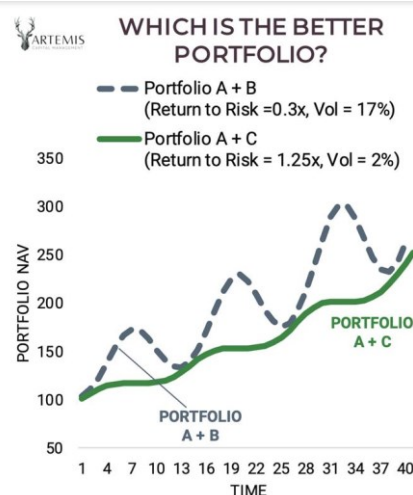
O principal caminho para atingir este objetivo é distribuir a alocação de uma forma que haja espaço para a parcela em ativos que se comportarão se forma descorrelacionada ao movimento das ações e dos títulos de renda fixa tradicionais. Assim o investidor protegerá a carteira das oscilações agudas e poderá aproveitar as oportunidades que a volatilidade trará.

Para clarificar esse ponto, trazemos um didático exemplo apresentado pela Artemis.

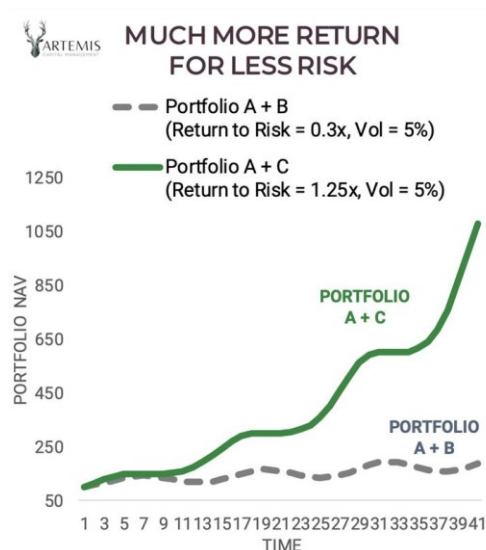
Considere que você dispõe de três opções de ativos que apontam o comportamento conforme identificado no gráfico abaixo. Percebe-se que os ativos A e B apresentam retorno significativamente superior ao C. Porém, o ativo C possui um comportamento descorrelacionado (ou distinto) ao dos A e B, ao passo que A e B apresentam um movimento quase idêntico. A correlação diz respeito a uma medida estatística que identifica o quanto o comportamento de um ativo se assemelha ao de outro. Ativos que apresentam comportamento oposto, são descorrelacionados. Enquanto aqueles que apresentam um movimento similar, são correlacionados.



A questão que surge é: se o investidor apenas pudesse escolher dois desses três ativos, qual seria a melhor combinação? Alguns poderiam se tornar tentados a escolher os dois de melhor desempenho, porém o que observamos nos gráficos abaixo é o resultado da vantagem da pura diversificação. Observamos que em uma composição de A+B e de A+C, o segundo entrega o mesmo retorno, porém com um 1/10 do risco apresentado no primeiro.



Se equiparmos o nível de risco de ambos os *portfolios*, identificamos que o retorno daquele que contém o ativo descorrelacionado, apresenta retorno bastante superior. O que podemos constatar é que, contra intuitivamente, um ativo defensivo é crucial para a carteira como um todo, mesmo se o retorno isoladamente parecer que não faz sentido.



Neste ponto, destacamos a importância de frisar o papel da correlação na diversificação. O fato de possuir uma carteira com inúmeros produtos e/ou ativos, não garante que o *portfolio* como um todo esteja imunizado. É possível possuir vários ativos com comportamento idêntico, dessa forma a diversificação é nula. Neste sentido, sempre trazemos o pensamento de ao desenhar uma alocação para a carteira, inicialmente, partir da composição de classes de ativos que comporão o *portfolio*. Apenas após esta definição, podemos selecionar os ativos que farão parte de cada classe. Geralmente, a ordem que alguns profissionais seguem é o oposto: primeiro pensar no produto, depois na composição da carteira. Na nossa opinião, que corrobora com o estudo apresentado, esta ordem é equivocada.

A participação que cada classe representará na carteira, vai depender do planejamento individual do investidor (ou da família) e o perfil de

risco aderente. No entanto, uma das análises que empregamos no momento das alocações é identificar o prêmio de risco que compõe cada classe de ativo.

Ou seja, entendendo historicamente o retorno que determinada classe entrega versus o risco, em que ponto ele está atualmente nesta relação? Caso a relação de risco/retorno esteja pequena, podemos ter pouco prêmio de risco - lembrando que baixo retorno implica mais sacrifício financeiro pessoal para atingir o mesmo objetivo. Por outro lado, se o risco/retorno for considerável, o prêmio deverá ser alto - porém, se o retorno esperado for significativo mas correlacionado, incorre-se no risco de liquidações forçadas em mercados de baixa. Sendo assim, preservando a combinação nas classes descorrelacionadas, levamos em consideração o prêmio de risco para cada estratégia.

2

Cenário Econômico

Internacional

O índice de ações americano, S&P 500, registrou mais um mês com renovação de máximas históricas, na região dos 4.500 pontos. A título de comparação, antes da pandemia, em março de 2020, o índice negociava na faixa dos 3.300 pontos. O forte rali é alimentado pelos resultados das companhias americanas, com a maioria dos números saindo acima do consenso projetado pelos analistas. De acordo com dados do Credit Suisse, das empresas listadas em Nova York que divulgaram seus resultados do segundo trimestre, 86% reportaram lucros acima das estimativas de consenso.

O índice DXY, que mede a variação do Dólar americano contra uma cesta de moedas, apresentou valorização no mês na ordem de 0,49% e

mantém resultado positivo no ano de 2,99%. Em relação à moeda brasileira, o Real se valorizou frente ao Dólar em 1,21%, fechando o mês com a taxa de câmbio cotada em BRL/USD 5,1492. A título comparativo, a taxa de câmbio chegou a atingir a máxima no ano de 5,8787 em março/2021.

O crescimento da produção industrial e das vendas no varejo da China desacelerou e ficou abaixo das expectativas em julho, fato agravado por novos surtos de Covid-19 na região, evidenciando os sinais de que a recuperação econômica pode estar desacelerando. A produção industrial da maior economia da Ásia cresceu 6,4% em julho, contrariando as avaliações do mercado, que esperavam aumento de 7,8%. Junto com a frustração da produção industrial, as vendas no varejo aumentaram 8,5% em julho sobre o ano anterior, porém bem abaixo da estimativa de alta de 11,5%. A atividade na China se recuperou para seus níveis de crescimento pré-pandemia, mas a expansão de uma das principais engrenagens da economia global está perdendo força conforme as empresas enfrentam custos mais altos e gargalos de oferta. O minério de ferro acelerou as perdas neste mês motivado por expectativas de que a produção e o consumo de aço chinês vão diminuir no resto do ano.

O principal índice de ações chinês, o Shanghai Stock Exchange, apresentou valorização no mês de 4,31% recuperando o mês de julho, que havia sido marcado pelas intervenções governamentais na atuação empresarial e levaram os investidores a questionar a recuperação econômica.

Nacional

O governo tentou emplacar um ajuste no programa social Bolsa Família, passando a chamá-lo de Auxílio Brasil. O objetivo era de entregar um aumento de 50% no valor dos benefícios, bem como a

ampliação da base de atendimento. O impacto fiscal do reajuste tem sido alvo de crítica e preocupação entre economistas e investidores, sobretudo devido ao alto valor dos precatórios a serem pagos pelo Tesouro nos próximos anos. Com isso, temores de uma possível fuga ao teto de gastos, alimentaram o *sell off* dos ativos de maior risco.

No início do mês, o encaminhamento da Reforma do Imposto de Renda pareceu ter esfriado. Porém, mais próximo do final do mês, a Câmara dos Deputados aprovou o texto-base da reforma do Imposto de Renda, num acordo que envolveu a oposição e produziu como resultado a taxaçaõ sobre lucros e dividendos e uma reduçaõ menor do imposto sobre o lucro das empresas. Os destaques foram: (i) Reduçaõ do imposto sobre o lucro das empresas não financeiras de 34% para 26%; (ii) alíquota de 20% sob a distribuição de dividendos para pessoa física, com isençaõ para micro e pequenas empresas do Simples e do lucro presumido, com faturamento de até R\$ 4,8 milhões, e também entre coligadas e controladas; (iii) fim dos juros sob o capital próprio.

No lado positivo da balança, o resultado fiscal de julho, de R\$ 171,3 bilhões, veio acima das expectativas do mercado e foi o maior para o mês na série histórica iniciada em 1995. A receita acumulada no ano, R\$ 1,053 trilhão também é recorde para o período. As taxas de crescimento real na comparação com 2020 são de 35,5% para o mês e de 26,1% para o acumulado do ano. Essas receitas permitem reduzir fortemente o déficit primário este ano e abrem a perspectiva de superávit em 2022, disse o ministro da economia Paulo Guedes. “O déficit primário para este ano, em vez de 1,7% do PIB, está caminhando para 1,5% ou 1,4% do PIB”, disse Paulo Guedes.

A proposta para o Orçamento de 2022, apresentada pelo governo, veio com a urgência de o Congresso e o Judiciário encontrarem uma solução para bancar os R\$ 89 bilhões em sentenças judiciais no ano que vem. Ao prever o pagamento integral dessa fatura, o governo deixa os

funcionários públicos sem reajuste, os parlamentares com menos verbas para emendas, e o novo programa de assistência, o Auxílio Brasil, foi convertido numa versão sem reajuste do Bolsa Família. Esse é o quadro que deputados e senadores começarão a analisar, para determinar prioridades no ano eleitoral de 2022. Considerando os gastos dos ministérios mais a dívida, o Orçamento chega a R\$ 4,62 trilhões.

A divulgação do PIB do 2º trimestre veio abaixo das expectativas e fez com que diversas instituições reduzissem a estimativa para o indicador em 2021, num cenário que incorpora projeções mais pessimistas. O indicador decepcionou no segundo trimestre ao cair 0,1% sobre o primeiro, feito o ajuste sazonal, em meio a uma expectativa de crescimento de 0,2% no período. A combinação de um resultado abaixo do estimado do segundo trimestre e de riscos como a crise hídrica, as incertezas políticas, a inflação elevada e os juros mais altos levaram a projeção de crescimento econômico menor. As estimativas para 2021 estão mais próximas de 5% e as de 2022 em torno de 2%.

Renda Fixa - Pós-Fixado

Na última reunião do Copom, o colegiado decidiu acelerar o ritmo de ajuste na política monetária, elevando a Selic em 1,00 p.p. para 5,25%. As medidas recentes de inflação apresentam-se acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta. Apesar da melhora dos indicadores de dívida pública, o risco fiscal vem pressionando a demanda agregada e piora a trajetória fiscal podendo elevar os prêmios de risco do país, conforme verificado no aumento da inclinação da curva de juros na semana. O Bacen está monitorando a evolução da variante Delta da Covid-19 no mundo, e afirmou que o ambiente para países emergentes segue favorável com os estímulos monetários de longa duração, os programas fiscais e a reabertura das principais economias. Para a próxima reunião, o Copom enfatizou que os passos

futuros da política monetária poderão ser ajustados para assegurar o cumprimento da meta de inflação e dependerão da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação para o horizonte relevante da política monetária, posicionamento que o mercado interpretou como um possível aperto no ciclo monetário. Esperando então, uma nova alta, na mesma magnitude para a próxima reunião.

A ata do COPOM divulgada essa semana, reforça a visão mais dura do Banco Central em relação a condução da política monetária para os próximos meses. Apesar da melhora dos indicadores de dívida pública, o risco fiscal vem pressionando a demanda e piora a trajetória fiscal. O Bacen está monitorando a evolução da variante Delta da Covid-19 no mundo e afirmou que o ambiente para países emergentes segue favorável com os estímulos monetários e a reabertura das principais economias. Para a próxima reunião, o Copom enfatizou que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados para assegurar o cumprimento da meta de inflação, posicionamento que o mercado interpretou como mais uma subida da taxa de juros.

Dessa forma, atualmente a taxa Selic está em 5,25% a.a. com a estimativa, medida pelo Boletim Focus, de atingir 7,5% a.a. até o final deste ano.

Renda Fixa - Inflação

Apesar do alívio na arrecadação, o IPCA, medida de inflação oficial, atingiu 0,87% em agosto. No acumulado em 12 meses o indicador ficou em 9,68%. Além de refletir questões climáticas afetando alimentos no domicílio e a alta de preços administrados como combustíveis e de energia elétrica, o IPCA mostra, segundo analistas, o impacto de pressões ainda significativas, de custos de insumos sobre preços industriais. Os dados do IBGE mostram que a energia elétrica e a

gasolina foram mais uma vez as principais pressões na medida de inflação.

Por conta dos riscos fiscais e inflacionários, o índice que representa os títulos do governo atrelados à inflação, chamado IMA-B, se desvalorizou -1,09% no mês e mantém desempenho negativo no ano de -2,17%.

De semelhante modo, o índice dos títulos pré-fixados do governo, IRF-M, também se desvalorizou -0,60% no mês e -2,63% no ano.

Este comportamento elevou significativamente as taxas de juros praticadas no mercado, pelo qual conseguimos encontrar taxas no patamar de 10% a.a. em vencimentos intermediários.

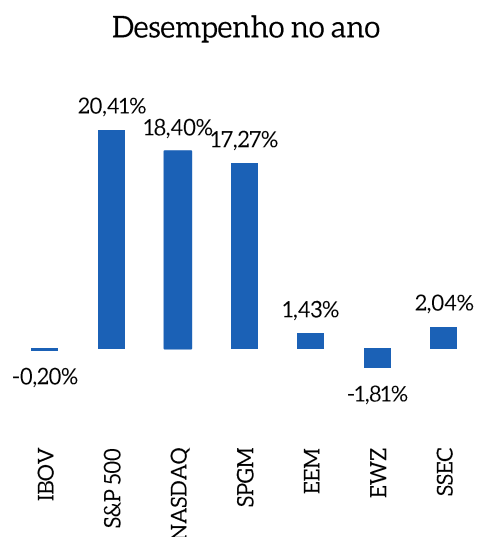
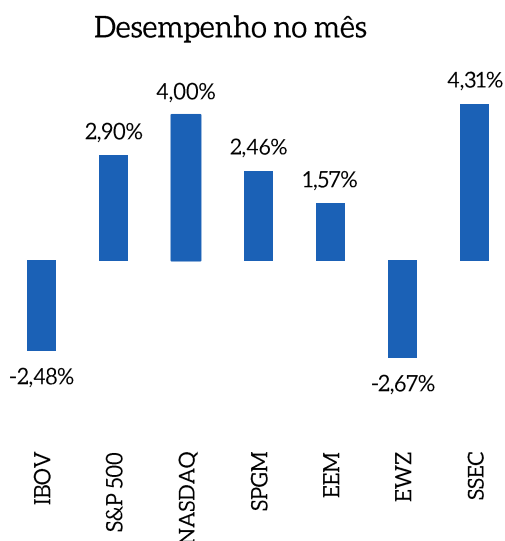
Renda Variável

O Ibovespa teve queda no mês de -2,48% o que levou sua rentabilidade no ano a ficar negativa em -0,20%. Em estudo recente que divulgamos em nosso *podcast*, quando comparamos o desempenho do Ibovespa com a evolução dos lucros das empresas presentes nesse índice, observamos um comportamento discrepante. Os valores auferidos, entre junho/2020 até junho/2021, nos mostram uma expansão de quase 10 vezes nos lucros das empresas, contra uma modesta valorização de 34% no Ibovespa. Esta diferença faz com que o Ibovespa esteja negociando atualmente em uma das menores relação de preço/lucro dos últimos tempos. Trazendo para bom português: as empresas da bolsa estão negociando com alto desconto

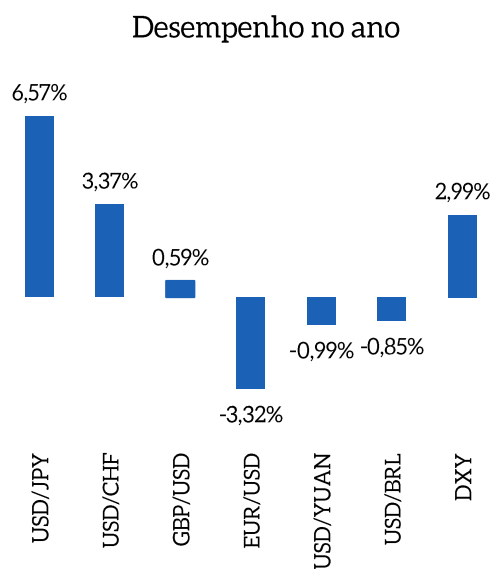
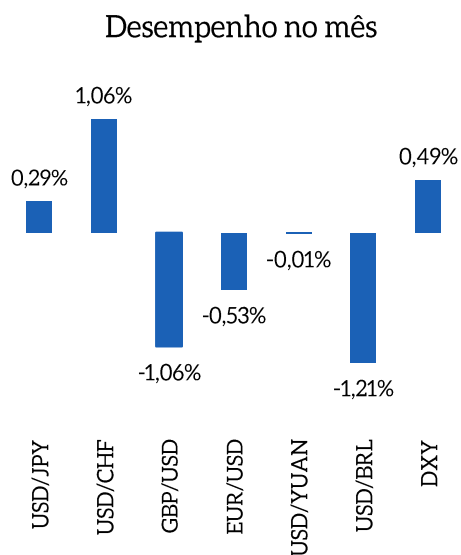
Estamos observando um aumento sistemático no prêmio pelo risco exigido pelos investidores – seja no mercado de câmbio, renda fixa e renda variável. Por conta disso, observamos o pêndulo do mercado de ações oscilar para o lado pessimista. Por outro lado, poucos momentos observamos momentos tão oportunos para investimento em bolsa

como este. As empresas seguem com bons resultados operacionais e boas perspectivas de crescimento, enquanto seus preços estão em queda.

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

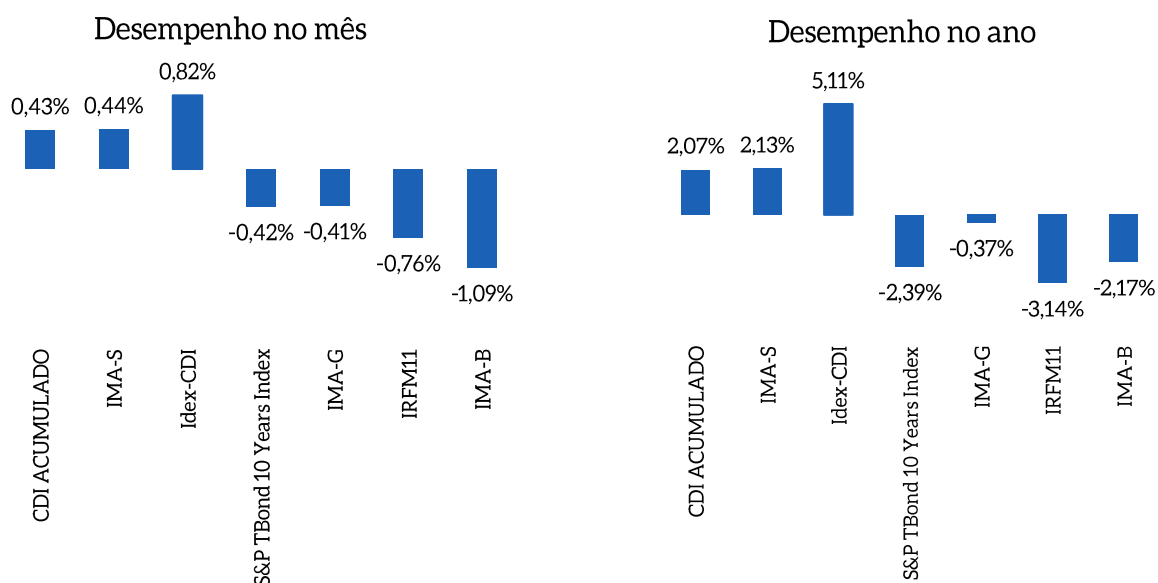
- GBP/USD: Libra Esterlina/Dólar

- EUR/USD: Euro/Dólar

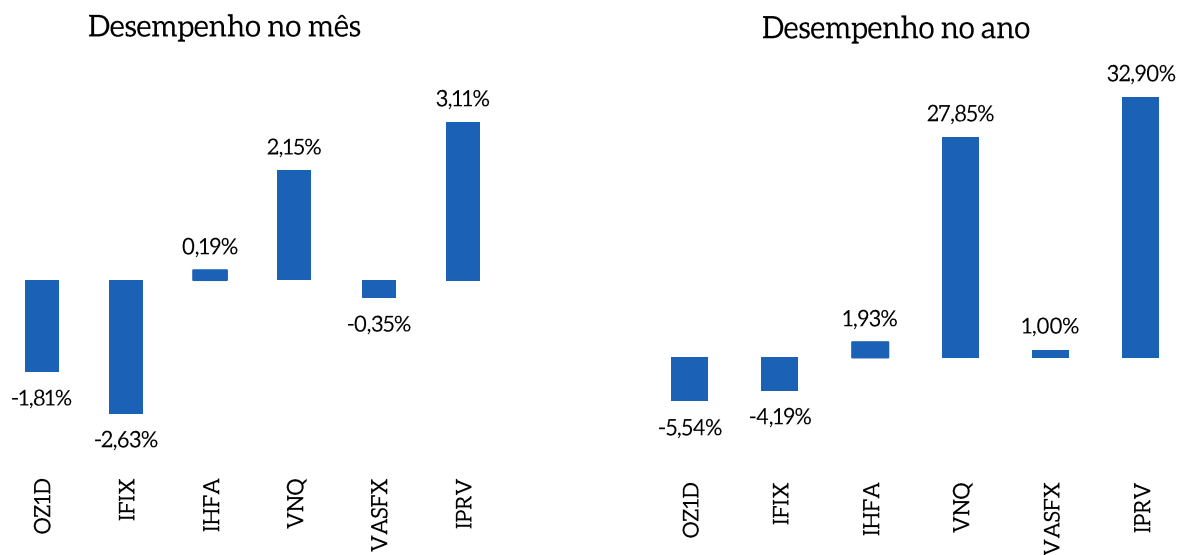
- USD/YUAN: Dólar/Yuan Chinês

- DXY: Índice Dólar

RENDA FIXA



ALTERNATIVO



- IMA-S: Índice composto por LFTs

- IMA-G: Índice composto por títulos públicos, excluindo indexados ao IGP-M

- IRFM11: Índice de uma carteira com títulos préfixados

- IMA-B: Índice composto por NTN-B

- OZ1D: Ouro, 250g

- IFIX: índice de Fundos Imobiliários

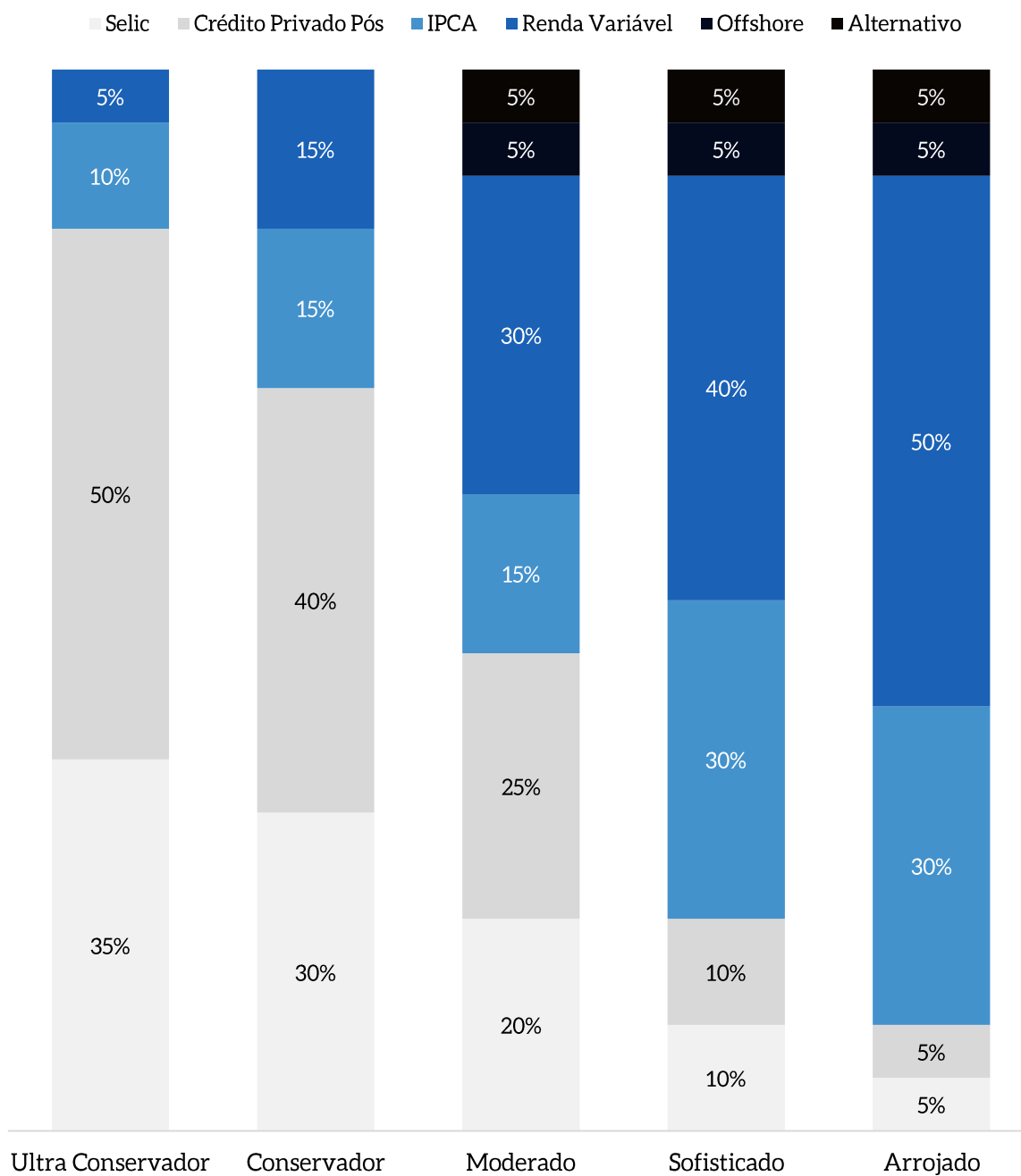
- IHFA: Índice de Hedge Funds ANBIMA

- VNQ: Vanguard Real Estate Index Fund ETF Shares

- VASFX: Vanguard Alternative Strategies Fund Investor Shares

- IPRV: iShares Listed Private Equity UCITS

ALOCÇÃO ESTRATÉGICA

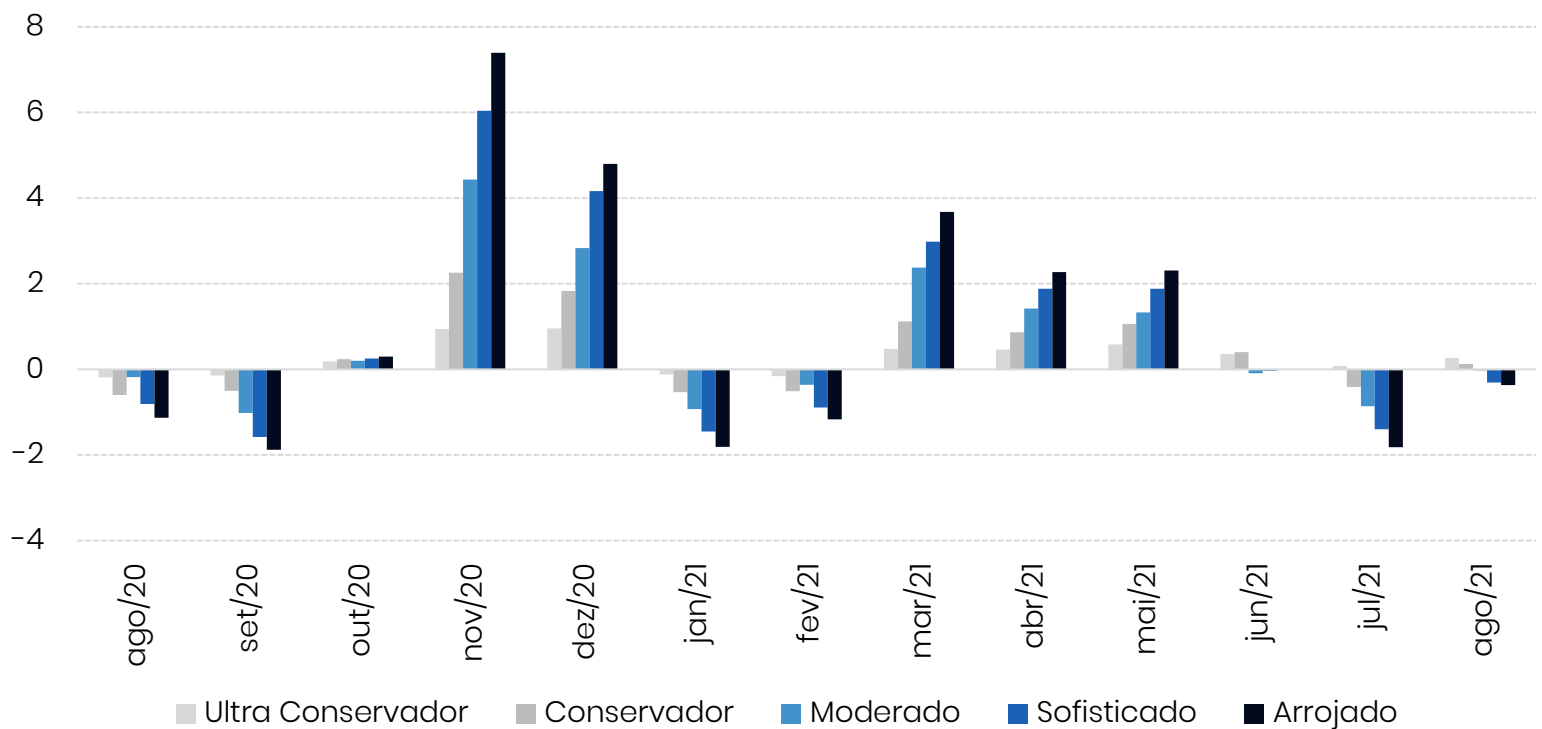


ESTATÍSTICA

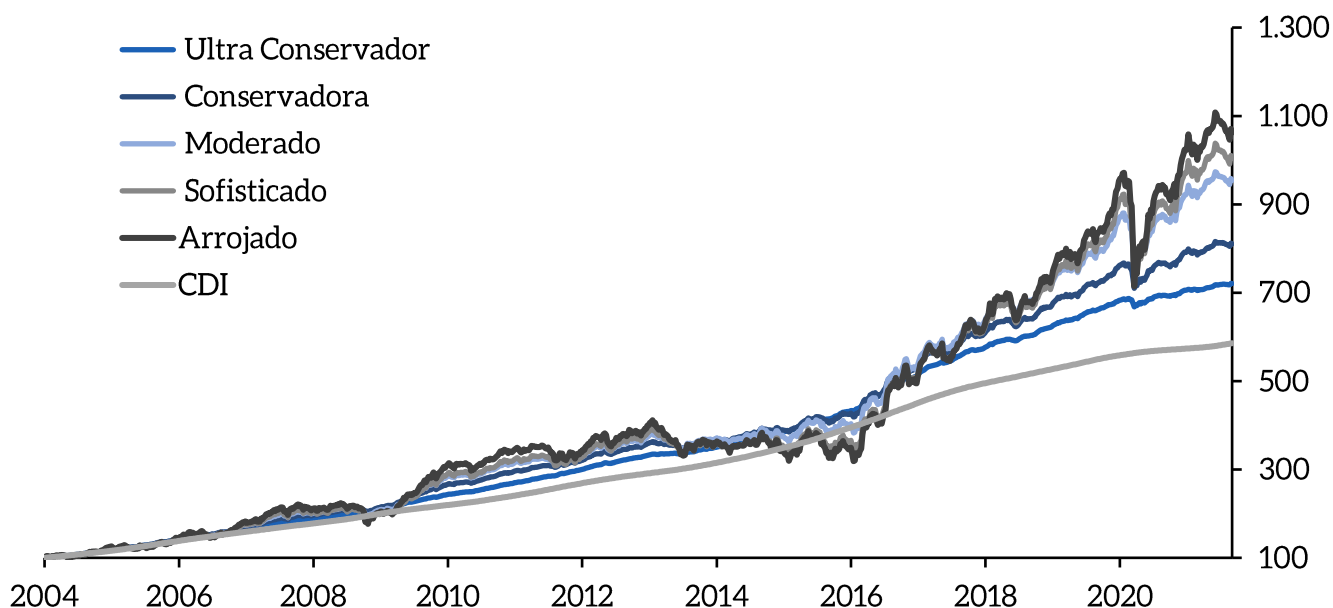
	Retorno Médio Anual*	Retorno No Mês	Retorno No Ano	Retorno 12 meses	Retorno 24 meses	Retorno 36 meses	Retorno 60 meses
Ultra Conservador	9,43%	0,27%	1,95%	3,96%	9,06%	19,50%	46,11%
Conservador	12,03%	0,13%	2,12%	6,07%	12,44%	26,40%	57,83%
Moderado	16,48%	-0,02%	2,86%	9,54%	20,71%	39,70%	83,57%
Sofisticado	19,58%	-0,31%	2,59%	11,81%	24,28%	50,00%	101,23%
Arrojado	21,82%	-0,37%	2,98%	14,08%	27,51%	56,30%	114,11%
CDI	7,23%	0,43%	2,07%	2,72%	6,68%	13,38%	35,71%
IBOVESPA	19,86%	-2,48%	-0,20%	19,54%	17,45%	54,91%	105,15%

	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	17	0	19,32%	1,99%	2,83%	-1,62%	1,23%
Conservador	17	0	25,07%	1,45%	5,43%	-4,53%	3,09%
Moderado	16	1	37,20%	-1,88%	9,18%	-9,15%	5,90%
Sofisticado	14	3	45,91%	-7,56%	12,24%	-13,00%	8,08%
Arrojado	13	4	54,50%	-10,46%	14,71%	-15,78%	9,81%

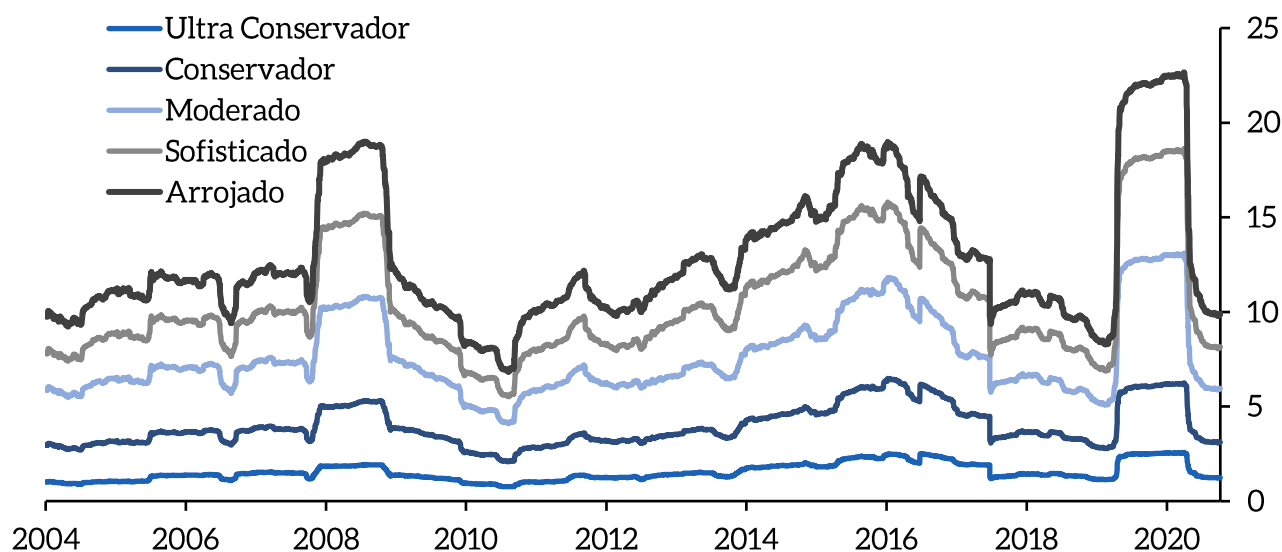
RETORNO MENSAL



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.