

Relatório de Estratégia

Agosto de 2022

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CFP, CGA

Felipe Moura, CGA

1

Keynes: e se no longo prazo ainda estivermos vivos?

“Investir é a atividade de projetar a taxa de retorno de um ativo ao longo de sua vida útil. Especular é a tentativa de antecipar a psicologia do mercado.”

John M. Keynes

John Maynard Keynes foi uma das principais celebridades econômicas do século 20. Tanto que as revistas *The Economist* e *Times Magazines* o intitularam uma das pessoas mais famosas e importantes do século passado. Keynes, que foi responsável por desenvolver uma linha de pensamento econômica que leva seu próprio nome (keynesianismo), é comumente conhecido pela sua faceta como economista.

Nascido em Cambridge, na Inglaterra, em uma família de classe média-alta, no ano de 1883. Matemático por formação pela King's College (Universidade de Cambridge), desenvolveu sua carreira acadêmica no campo da ciência econômica. Sua linha de pesquisa influenciou consideravelmente a macroeconomia e a política econômica dos governos – em um dos períodos mais nefastos da história, passando pela Grande Crise de 1929 e as duas guerras mundiais.

No mundo dos investimentos sua celebre frase “No longo prazo estaremos todos mortos...” é sempre citada, no mundo das finanças, como argumento contra estratégias de investimentos com horizonte de longo prazo. De fato, analisando a trajetória profissional Keynes como gestor dos investimentos do fundo (*endowment*) da Universidade de Cambridge, podemos observar como essa abordagem de curto prazo, com forte atuação no *trading* e na tentativa de antecipar cenários

macroeconômicos, prevaleceu no período inicial de sua trajetória como investidor.

O que não sabíamos é que ao longo do tempo, o economista foi se convertendo em um típico Value Investor, privilegiando a análise bottom-up e o horizonte de longo prazo como a estratégia de investimento mais eficaz. A análise desta trajetória como gestor do *endowment*, chegou a nós pelo artigo escrito em 2013 por Chambers, Dimson e Foo*, que analisa quantitativamente os resultados de Keynes como um investidor de ações a frente da carteira do fundo de Cambridge, no período de 1921 a 1946, e contextualiza a evolução das suas abordagens para análise e seleção dos investimentos.

Naturalmente, como brilhante economista, Keynes inicialmente focou sua metodologia de investimentos na análise *top-down*, o que quer dizer, no jargão financeiro, que o economista selecionava os ativos para compor a carteira de investimento com base numa construção de cenário macroeconômico, selecionando os ativos que esperava que teriam melhor desempenho com base no panorama traçado.

Keynes manteve esta abordagem por praticamente 10 anos (do início de 1920 até o início de 1930) e, como ficou catalogado na pesquisa, foi seu período de pior desempenho histórico – inclusive tendo desempenho inferior aos principais índices de referência (-5,3% para ser exato, no período de 1921 até o início de 1930).

No período seguinte, partindo de 1930, Keynes modificou sua abordagem para a análise *bottom-up*, a qual é focada em selecionar os ativos de acordo com suas características intrínsecas, tais como seu valor justo, baseada em profunda avaliação dos fundamentos financeiros das companhias. Deste período em diante, Keynes manteve-se fiel e disciplinado em seguir esta filosofia, que entregou

(*) <https://ssrn.com/abstract=2023011>

resultados consideravelmente superiores à Universidade de Cambridge (superando o mercado em +5,4%).

A evolução da abordagem de Keynes pode ser observada diretamente na média de giro de posições da carteira (conhecido como *turnover*). No período em que teve um mal desempenho, seguindo a análise *top-down*, Keynes mudava, em média 55% de suas posições todos os anos – como é de esperar para gestores que seguem esta filosofia, à medida que as perspectivas econômicas mudam em uma velocidade brutal. No entanto, esta média foi reduzida consideravelmente nos anos seguintes em que passou a seguir a abordagem *bottom-up*, saindo de 30% no período de 1930 a 1939 e 14% entre 1940 a 1946 – naturalmente, os fundamentos dos ativos mudam em uma velocidade muito menor do que a própria oscilação das previsões econômicas.

Neste período de 25 anos, ao longo de sua carreira como gestor de ações, Keynes teve desempenho inferior ao mercado em apenas 6 anos, dentre os quais, 4 deles (1923, 1926, 1927 e 1928) no período do seu primeiro ciclo como investidor, ainda focando na estratégia *top-down*.

De toda forma, é atribuído à gestão de Keynes um retorno médio de 16% a.a., ao longo desses 25 anos, superando o índice de referência britânico de 10,4% a.a. Ademais, seguindo a estratégia de boas ações pagadores de dividendos, Keynes conseguiu entregar um retorno em dividendos superior ao mercado e aos títulos do governo britânico, como podemos verificar na tabela abaixo.

Ativo	Retorno	Retorno	Retorno
	Dividendos	Dividendos	Dividendos
	1921 – 1929	1930 – 1939	1940 – 1946
Endowment Cambridge	6,00%	5,90%	5,80%
Índice Ações Reino Unido	5,20%	4,40%	4,00%
Títulos Governo Reino Unido	4,60%	3,40%	3,00%

A carteira dos investimentos financeiros detidos pelo *endowment* de Cambridge tinha o valor de mercado, em 1921, de £ 285 mil (o que equivale a £ 7,2 milhões em valores atualizados para 2012). Durante o período sob gestão de Keynes, no final de 1946, entre rentabilidade e fluxo de capital, o patrimônio do fundo atingiu £ 1,22 milhões (o que representa, com base nos valores de 2012, £ 41,1 milhões). A parcela da carteira de ações administrada por Keynes cresceu da proporção de 8% do total dos ativos detidos pela universidade, em 1921, para 68% do total da carteira.

A prática da época era de tais investidores institucionais não deterem mais do que 10% dos seus *portfolios* em renda variável – concentrando boa parte das suas alocações em renda fixa e em propriedades imobiliárias. Dessa forma, podemos atribuir boa parte do extraordinário resultado alcançado à parcela de renda variável administrada pelo economista que já entendia a importância de capturar prêmio de risco na gestão de carteiras.

Vale frisar que, mesmo seguindo a filosofia do investimento em valor (*value investing*), pelo qual Keynes atribuiu seu maior sucesso, a mudança de abordagem veio antes do livro lançado por Benjamin Graham e David Dodd em 1934, o qual segundo os acadêmicos, teria sido a primeira peça que reverberou os conhecimentos da filosofia de valor. O próprio Warren Buffett cita várias vezes a obra de Keynes em suas cartas.

Além disso, suas observações sobre o “espírito animal” dos investidores e a frase atribuída a Keynes que incluímos no início desta carta, lhe credenciam como um dos pioneiros da economia comportamental.

A ideia por trás da afirmação “no longo prazo, estaremos todos mortos” é muito forte pois reflete exatamente como pensa o mercado quando se comporta de forma emocional. Nos parece, entretanto, no que diz

respeito a sua abordagem nas finanças, prevaleceu outra afirmação atribuída a Keynes “Quando os fatos mudam, mudo minha opinião, o que o senhor faz?”.

Sem nenhuma pretensão de contestarmos este brilhante economista, preferimos uma perspectiva “realista esperançosa” (como dizia nosso conterrâneo Ariano Suassuna) com a frase “no longo prazo, ainda estaremos vivos”.

2

Cenário Econômico

Internacional

No cenário internacional, o mês foi marcado por um reforço da posição de cautela dos investidores em relação aos mercados internacionais, especialmente os desenvolvidos. A atividade econômica nos EUA, Europa e Japão encolheu em agosto, apontando para uma grande desaceleração do crescimento da economia mundial à medida que os preços mais altos enfraquecem a demanda do consumidor e a guerra na Ucrânia impacta as cadeias de abastecimento.

Algumas das principais cidades da China impuseram restrições mais duras contra a covid-19 ao longo do mês, prejudicando ainda mais as atividades de dezenas de milhões de pessoas e despertando novas preocupações com a economia chinesa. Cidades nas regiões sul, sudoeste e nordeste decretaram medidas de restrição em grandes distritos e fechamento de negócios para conter novos surtos. Embora muitas das medidas estejam inicialmente planejadas para curto espaço de tempo, qualquer grande escalada ou extensão em algumas das maiores cidades da China corre o risco de prejudicar ainda mais o crescimento da economia.

Ademais, o gigante asiático também sofre em razão da seca que afeta o país e vem minando a capacidade de geração de energia hidrelétrica. Diante da queda na produção de eletricidade, regiões chinesas vêm priorizando o uso doméstico em detrimento ao uso industrial da energia.

A economia da China teve um desempenho inferior ao esperado em julho, depois de esgotado o impulso de dois meses proporcionado pelo afrouxamento dos *lockdowns*, o que levou o banco central do país a cortar inesperadamente os juros, em um esforço para dar suporte ao crescimento. Uma série de dados divulgados mostrou que a atividade econômica desacelerou de forma generalizada em julho, incluindo a produção industrial, os investimentos em imóveis, os gastos de consumo e a contratação de jovens, mostrando o tamanho do desafio econômico que as autoridades monetárias enfrentam em um ano politicamente sensível para o presidente Xi Jinping, que busca um extraordinário terceiro mandato no poder.

O índice composto dos gerentes de compras (*PMI*) – que mede a atividade nos setores industrial e de serviços – para a economia dos EUA foi de 45 pontos em agosto, número que em julho foi de 47,7. Isso representou o segundo mês consecutivo de queda, além de ser a menor leitura desde maio de 2020, no início da pandemia de covid-19. Uma leitura abaixo dos 50 pontos indica contração, uma leitura acima desse nível indica crescimento.

A atividade econômica na Europa também caiu pelo segundo mês seguido, em meio a um aumento renovado dos preços da energia por causa das incertezas quanto à disposição da Rússia de manter seu fornecimento já reduzido de gás natural antes da chegada do inverno no Hemisfério Norte.

A ata da reunião de julho do Federal Reserve (Fed, o Banco Central americano) trouxe poucas novidades, mas a reação inicial ao documento

indica que os mercados financeiros interpretaram o tom das discussões como sendo mais “dovish” (favorável ao afrouxamento monetário) do que se esperava.

De fato, após a divulgação da ata os contratos futuros dos *Fed funds* - usados pelos investidores para avaliar as apostas na política monetária dos EUA - indicavam uma probabilidade implícita de 64,5% de uma alta de juros de apenas 0,5 ponto percentual na próxima reunião do BC, em setembro.

Nos Estados Unidos, o índice de preços ao consumidor (*CPI*, na sigla em inglês) ficou estável em julho, na comparação com junho. A inflação para o consumidor ainda sobe 8,5% no acumulado em 12 meses, uma desaceleração em relação a junho (+9,1%). Os dados vieram melhor do que o esperado pelo mercado, pois o consenso era de uma alta de 0,2% na base mensal e 8,7% na anual. O índice de preços ao produtor (*PPI*, na sigla em inglês) dos Estados Unidos recuou 0,5% em julho na comparação com junho, bem abaixo do esperado pelo mercado.

O S&P 500 apresentou desvalorização neste mês em -4,24%, no ano o resultado acumulado é de -17,02%. Enquanto o índice Nasdaq teve desempenho de -4,64% no mês. No ano, o Nasdaq amarga uma queda acumulada de -24,47%.

O mercado chinês, medido pelo Shanghai Composite, apresentou desvalorização neste último mês em -1,57% e mantém desempenho negativo no ano de -12,02%.

No câmbio, o Real se desvalorizou frente ao Dólar na ordem de -0,19% no mês, encerrando a cotação em R\$ 5,1831/US\$. No ano, a moeda brasileira apresenta apreciação de 6,96%.

Nacional

No cenário doméstico, a economia brasileira cresceu com força no segundo trimestre, avançando 1,2% em relação ao trimestre anterior, puxada pelo serviço e pela indústria, no lado da oferta, e pelo consumo das famílias e pelo investimento, no lado da demanda. A alta firme do PIB, que superou o 0,9% esperado pelos analistas, se deveu à combinação do efeito da retomada das atividades presenciais, com o fim das medidas de restrição à mobilidade para combater a covid, e o impacto das medidas de estímulo do governo, como a liberação de recursos do FGTS.

O resultado, acima do esperado, levou a uma série de revisões para cima das projeções de crescimento para 2022, com apostas já superando o patamar de 3%. O cenário mais otimista para o ano é do Bank of America, que revisou sua projeção para o PIB de 2,5% para 3,25%. A previsão supera a estimativa mais alta do boletim Focus, do Banco Central, divulgado na segunda-feira, que é de avanço de 3,13% em 2022.

No cenário de inflação, os dados seguem apresentando sinais de arrefecimento. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo-15 (IPCA-15) ficou em -0,73% em agosto, menor taxa da série histórica. A deflação veio após alta de 0,13% em julho, segundo o IBGE. No resultado acumulado em 12 meses, o IPCA-15 ficou em 9,60% em agosto, ante 11,39% até julho. É o menor resultado acumulado em 12 meses desde agosto de 2021.

O Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) caiu 0,70% em agosto, após alta de 0,21% no mês anterior. Com este resultado o índice acumula alta de 7,63% no ano e de 8,59% em 12 meses. Em agosto de 2021, o índice havia subido 0,66% e acumulava alta de 31,12% em 12 meses. O recuo de agosto foi influenciado pela recente redução do ICMS sobre combustíveis e energia e pela queda nos preços nas refinarias, segundo a instituição.

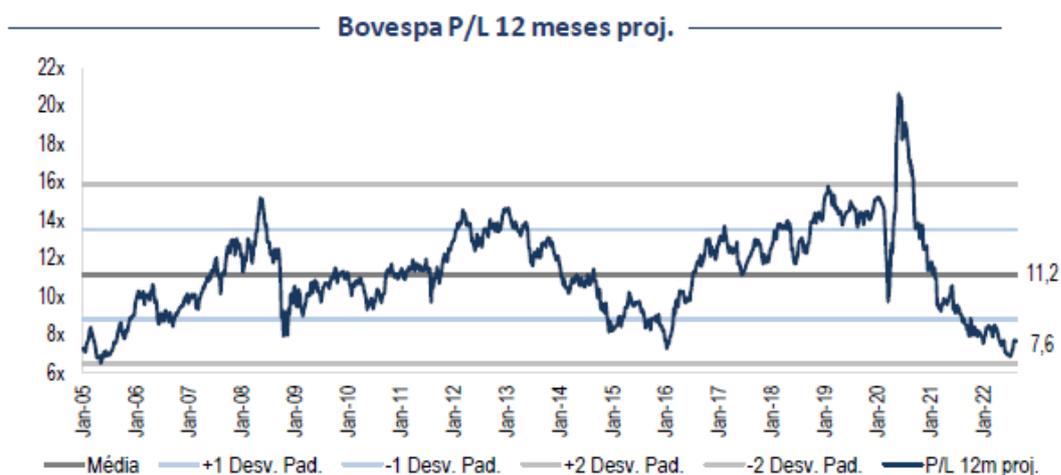
O último dado do IPCA de julho, registrou uma deflação de 0,68%. Com as desonerações promovidas pelo governo, o IPCA de julho foi o menor para um mês em toda a série histórica do índice, iniciada em 1980, e a primeira desde maio de 2020 (-0,38%). O resultado em 12 meses caiu de 11,89% em junho para 10,07% no mês passado. Os preços da gasolina, etanol e energia elétrica recuaram 15,48%, 11,38% e 5,78%, respectivamente. A contribuição que esses itens, somados, deram ao IPCA foi de menos 1,38 ponto percentual.

A divulgação da ata do COPOM reforçou a visão do mercado do encerramento do ciclo de aperto monetário em 13,75% e deu apoio adicional à visão de um juro básico que deve permanecer inalterado por um período prolongado.

Na medida que o Copom indicou na ata que sua projeção de inflação para o início de 2024 estava ao redor da meta e enfatizou os efeitos defasados da política monetária, que devem se intensificar no segundo semestre, a percepção dos participantes do mercado de manutenção dos juros no nível atual foi reforçada.

O índice IRF-M apresentou valorização de 2,05% no mês (no ano, o resultado é de 5,49%). O IMA-B entregou valorização de 1,10% no mês e resultado de 4,57% no ano. O índice IMA-B, especialmente, respondeu a percepção de menor risco fiscal e uma perspectiva de estabilização do aperto monetário, refletidos no mercado de juros. A NTN-B de 2035 encerrou o mês de agosto negociando a taxa de IPCA+5,94%.

O índice Ibovespa teve um mês de forte recuperação, valorizando 6,16% e encerrando a cotação de 109.523 pontos. No ano, o desempenho da bolsa brasileira é de 4,48%. Em renda variável, mantemos nossa perspectiva de oportunidade para as ações brasileiras. Em pesquisa divulgada pelo BTG Pactual, o Ibovespa negocia a relação de preço/lucro (P/L) de 7,6x (dessa forma, uma expectativa de retorno potencial, no longo prazo, de IPCA+13,16%).

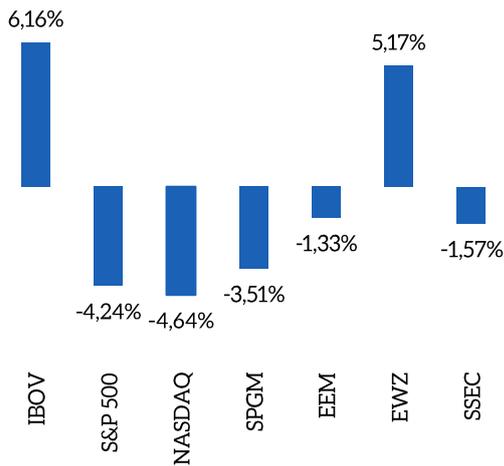


3

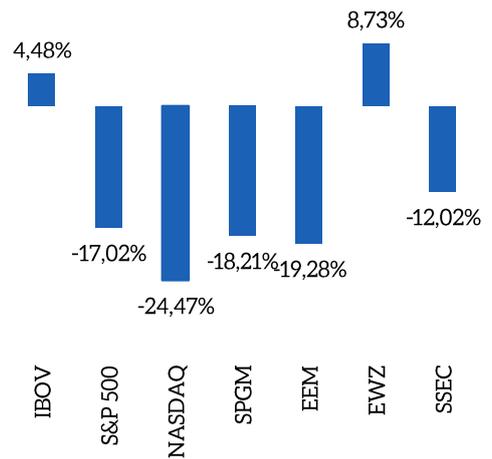
Mercados

BOLSA DE VALORES

Desempenho no mês

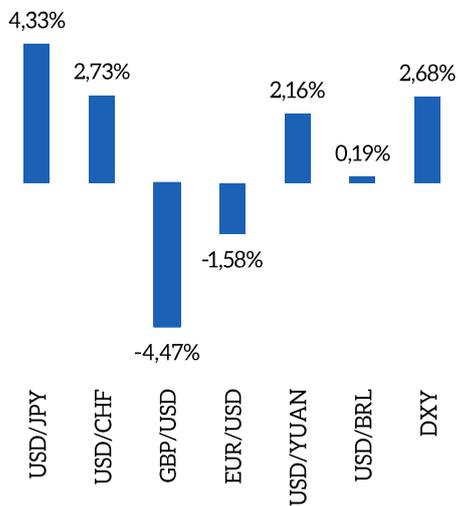


Desempenho no ano

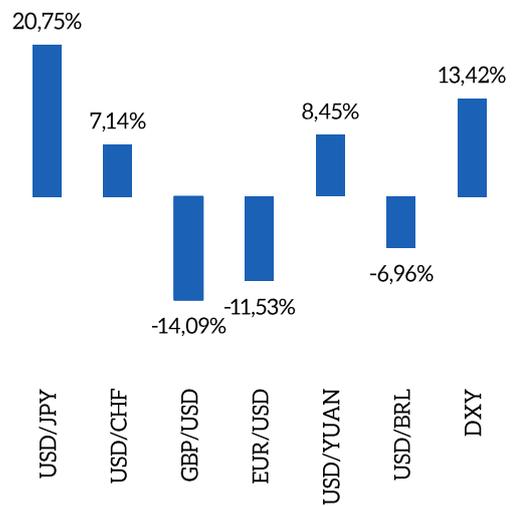


CÂMBIO

Desempenho no mês



Desempenho no ano



- SPM: SPDR Portfolio MSCI Global Stock Market

- EEM: iShares MSCI Emerging Markets ETF

- EWZ: iShares MSCI Brazil ETF

- SSEC: Shanghai Composite

- USD/JPY: Dólar/Iene

- USD/CHF: Dólar/Franco Suíço

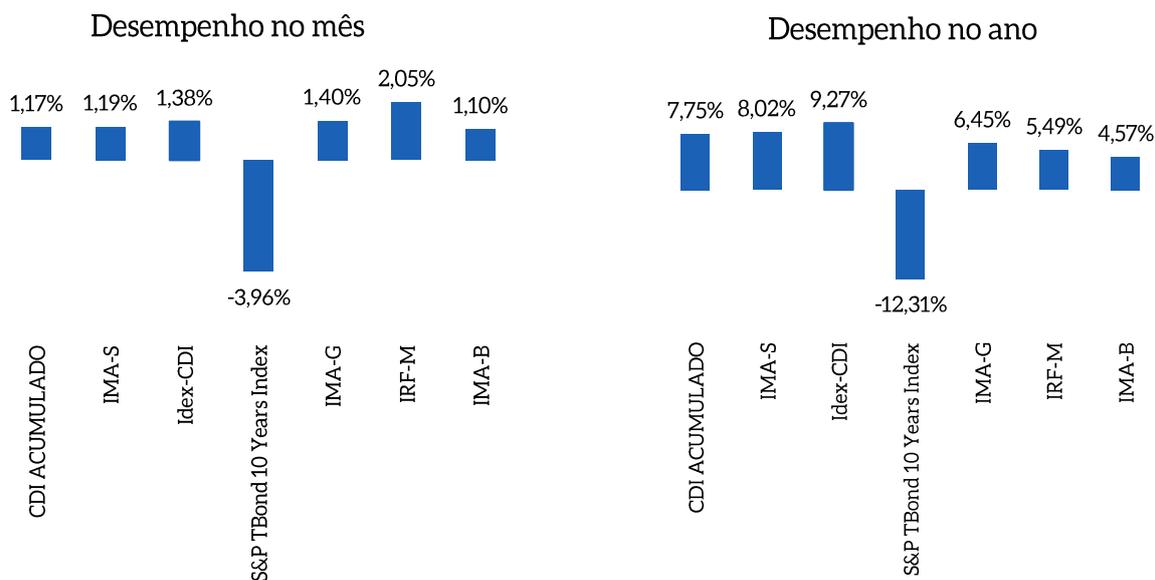
- GBP/USD: Libra Esterlina/Dólar

- EUR/USD: Euro/Dólar

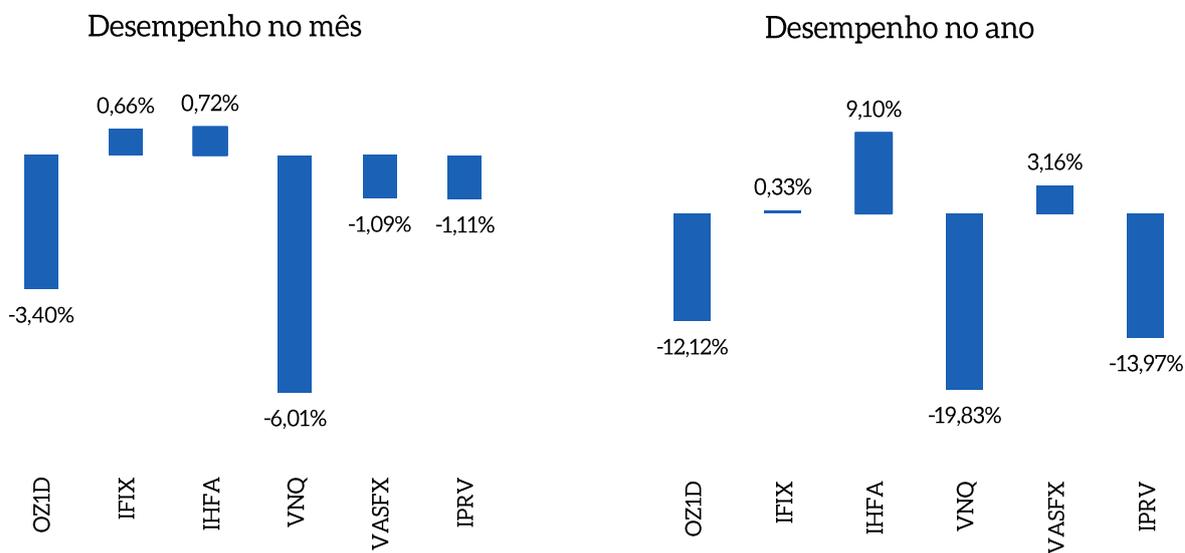
- USD/YUAN: Dólar/Yuan Chinês

- DXY: Índice Dólar

RENDA FIXA



ALTERNATIVO



- IMA-S: Índice composto por LFTs

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

- IRF-M: Índice de uma carteira com títulos préfixados

- IMA-B: Índice composto por NTN-B

- OZ1D: Ouro, 250g

- IFIX: índice de Fundos Imobiliários

- IHFA: Índice de Hedge Funds ANBIMA

- VNQ: Vanguard Real Estate Index Fund ETF Shares

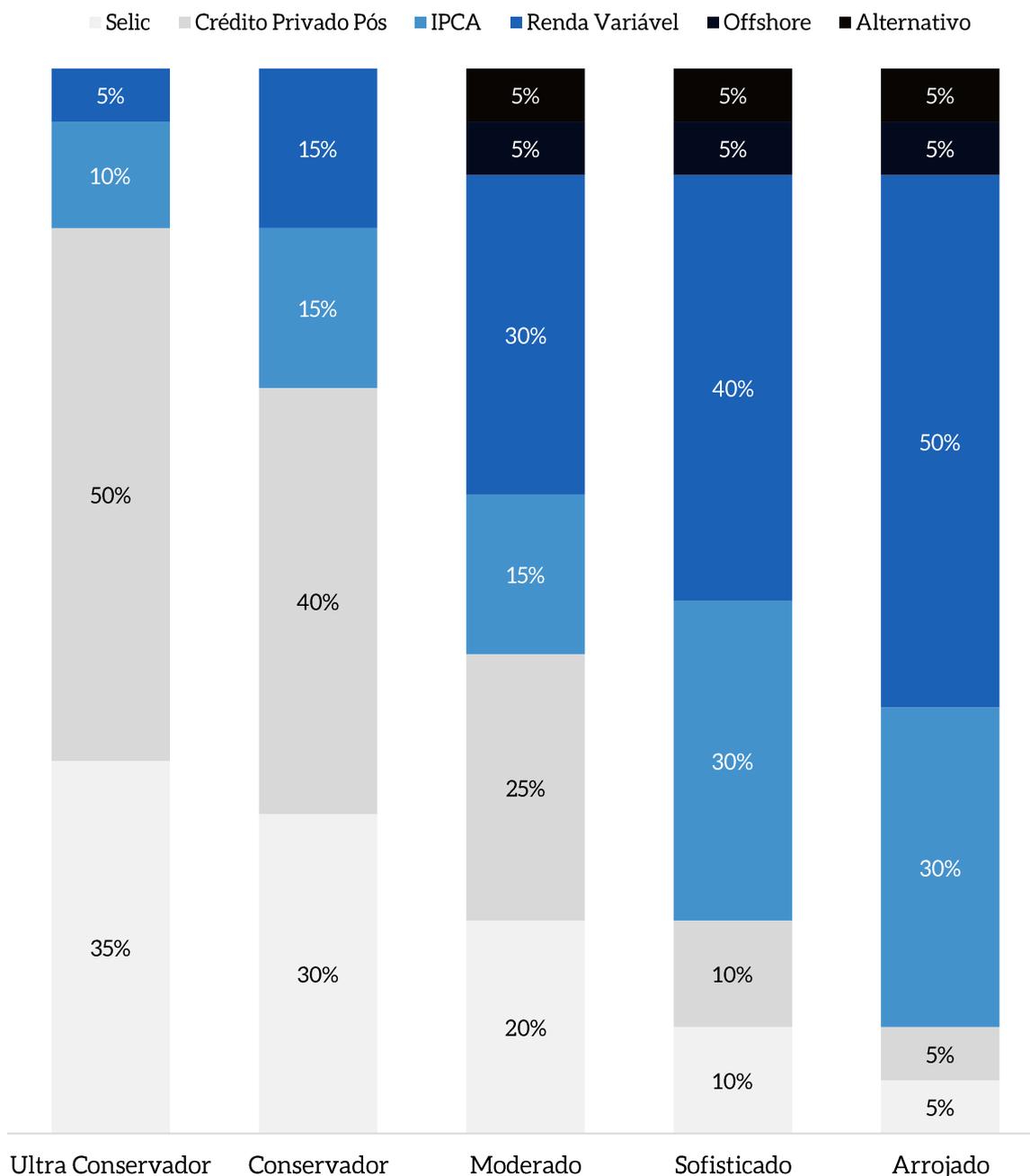
- VASFX: Vanguard Alternative Strategies Fund Investor Shares

- IPRV: iShares Listed Private Equity UCITS

4

Estratégia

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA

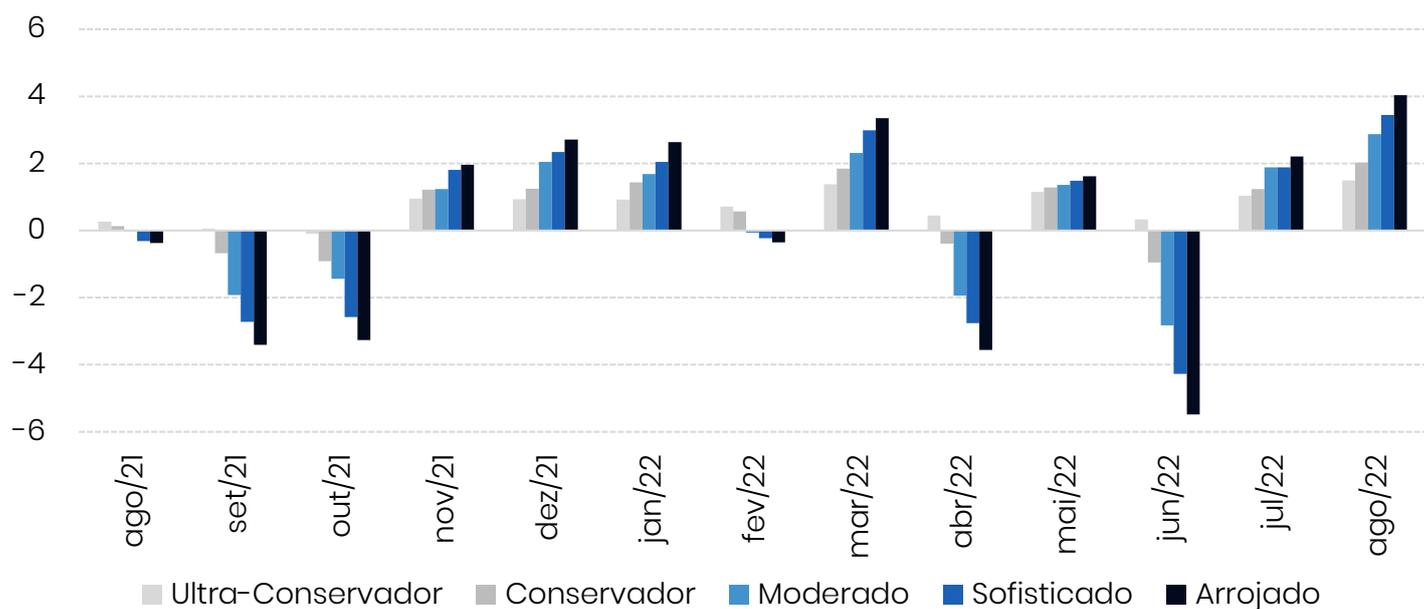


ESTATÍSTICA

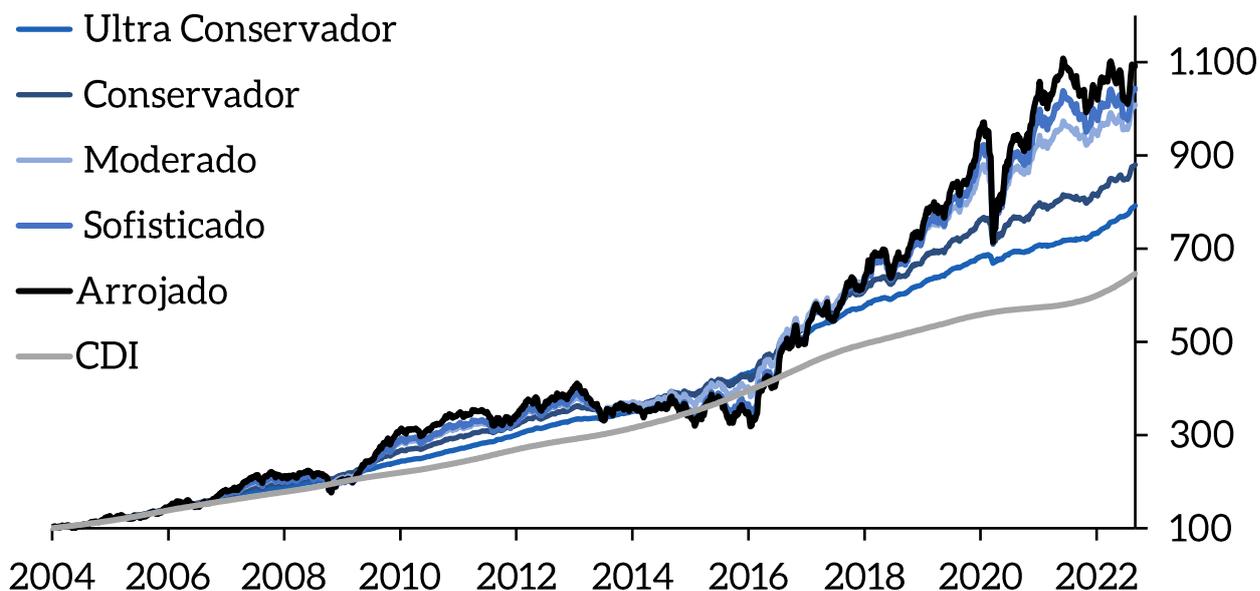
	Retorno Médio Anual*	Retorno No Mês	Retorno No Ano	Retorno 12 meses	Retorno 24 meses	Retorno 36 meses	Retorno 60 meses
Ultra Conservador	9,47%	1,49%	7,72%	9,70%	14,04%	19,64%	40,89%
Conservador	11,44%	2,03%	7,25%	8,17%	14,73%	21,62%	48,09%
Moderado	14,68%	2,87%	5,22%	5,08%	15,10%	26,84%	63,98%
Sofisticado	16,93%	3,44%	4,39%	3,07%	15,25%	28,10%	73,56%
Arrojado	18,59%	4,03%	4,12%	1,89%	16,23%	29,91%	80,30%
CDI	7,68%	1,17%	7,75%	10,23%	13,23%	17,60%	33,52%
IBOVESPA	15,19%	6,16%	4,48%	-7,79%	10,22%	8,29%	54,62%

	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	18	0	19,32%	3,52%	2,83%	-1,62%	1,22%
Conservador	18	0	25,07%	1,45%	5,43%	-4,53%	3,14%
Moderado	17	1	37,20%	-1,88%	9,18%	-9,15%	6,15%
Sofisticado	15	3	45,91%	-7,56%	12,24%	-13,00%	8,39%
Arrojado	14	4	54,50%	-10,46%	14,71%	-15,78%	10,25%

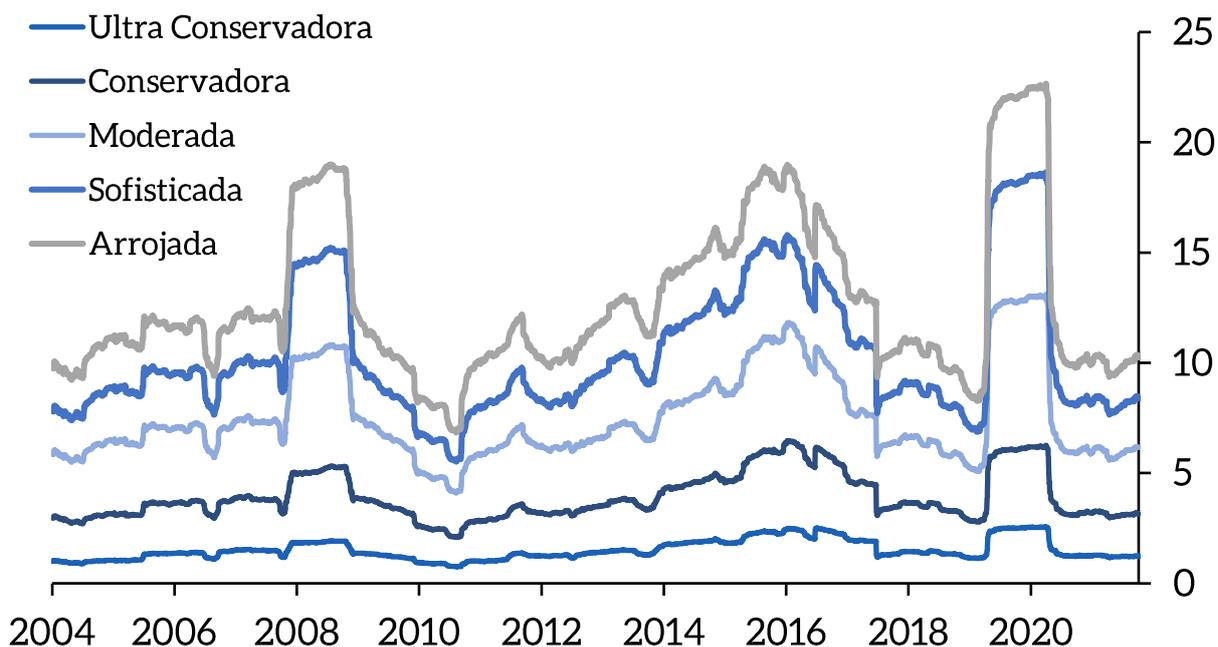
RETORNO MENSAL



DESEMPENHO ACUMULADO



VOLATILIDADE ANUAL



Disclaimer: As informações acima se referem a uma SIMULAÇÃO DE CARTEIRA DE INVESTIMENTOS e não traduzem ou refletem a posição do investidor com a Finacap Investimentos LTDA. (CNPJ 01.294.929/0001-33). Este relatório tem propósito informativo, o material não deve ser entendido como análise, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento, sugestão de alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Este material não deve ser considerado uma oferta para compra de cotas dos fundos. As informações referem-se às datas mencionadas. Os investidores devem buscar aconselhamento profissional com relação aos aspectos tributários, regulatório se outros que sejam relevantes à sua condição específica, sendo que o presente material não foi elaborado com esta finalidade. A Finacap Investimentos LTDA. não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas. Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. Fundos de investimento, renda variável e alguns produtos de renda fixa não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos (se aplicável) e taxa de saída (se aplicável). Muito importante a adequada compreensão da natureza, forma de rentabilidade e riscos dos produtos antes da sua aquisição. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em suas características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento. A rentabilidade de instrumentos financeiros e produtos pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir. A Finacap Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização das informações veiculadas ou de seu conteúdo. É terminantemente proibida a utilização, acesso, cópia ou divulgação não autorizada das informações aqui veiculadas. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade de instrumentos financeiros e produtos pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir. *Retorno médio anual considera data de início como 01/01/2016.