

Relatório de Estratégia

Setembro de 2024

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CFP, CGA

Felipe Moura, CGA

FINA-CAP
INVESTIMENTOS

1

Hot Commodities – A Oportunidade para os Mercados Emergentes

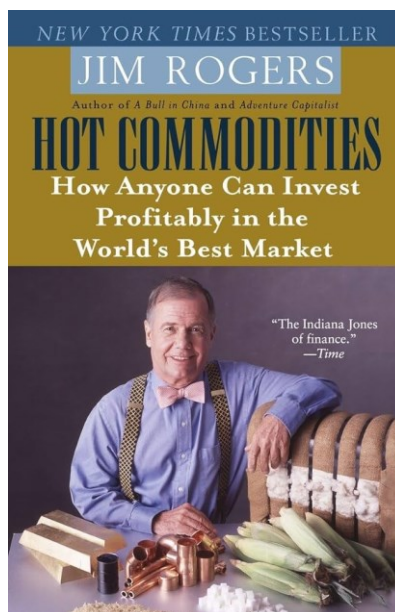
Jim Rogers (como é mais conhecido) nasceu em 1942, oriundo de uma família humilde de uma pequena cidade no Alabama/EUA que, segundo suas próprias palavras, “foi sortudo o suficiente para entrar em Yale”.

Começou sua carreira na área financeira em Wall Street depois de se formar e completar programa de mestrado na Universidade de Oxford. Ganhou notoriedade ao co-fundar o Quantum Fund com George Soros, um dos primeiros fundos globais verdadeiramente bem-sucedidos.

Além de suas façanhas nos mercados financeiros, Jim Rogers se tornou conhecido por suas aventuras ao redor do mundo, completando duas voltas ao redor do mundo – uma de moto e outra de carro. Como sempre faz questão de lembrar, essas experiências foram fundamentais para fomentar seu conhecimento sobre economia global e tendências de investimento. Na primeira década deste século, Rogers se tornou uma figura frequente na mídia por ser um dos primeiros a chamar atenção dos investidores para as oportunidades de investimentos nos mercados emergentes e especialmente no setor de *commodities*.

Jim Rogers é o autor do livro *Hot Commodities*, *best seller* da época, e base para nossa carta deste mês. Como veremos, o cenário histórico daquele momento tem muitas semelhanças com o contexto atual e por isso achamos oportuno trazer para nossos investidores um pouco da

história deste *contrarian investor* clássico que nos inspira em vários aspectos.



Como um bom investidor de valor, Rogers confessa que vagamente analisava as *commodities* pelos gráficos de variação de preço. Ao invés disso, se concentrava nos fundamentos, analisando as tendências de oferta e demanda, capacidade produtiva, novos métodos de exploração, meteorologia, contexto macroeconômico, entre outras informações que julga mais relevante para a análise de investimento.

Pelo seu sucesso, e parte sorte por ter vivenciado um grande *bull market* de *commodities* no início da carreira nos anos 70, construiu um patrimônio substancial logo cedo, que seria suficiente para se aposentar aos 37 anos de idade, em 1980. Por outro lado, neste mesmo ano, o mercado de ações foi um completo desastre – o índice Dow Jones encerrou o ano de 1966 cotado em 995.15 e atingiu o patamar de 800 no ano de 1982 (uma queda acumulada de 20% em 16 anos, sem ajustar pela inflação, que foi a mais alta já registrada nos EUA).

Em 1979, após anos de frustração com o mercado de ações, e de juros altíssimos impostos pelo Chairman do Fed Paul Volcker para combater

a inflação galopante, a revista de negócios “Business Week”, publicou a histórica edição intitulada “Equities Are Dead” (“A Bolsa está Morta”, em tradução livre). Rogers pensava justamente o contrário. Em 1982, foi a público afirmar que este era o melhor momento para comprar ações. Naturalmente, as pessoas achavam que ele estava maluco – o que para ele parecia um bom sinal, em suas próprias palavras.

A história registrou que em 1983, o índice Dow Jones atingiu o patamar de 1.200 pontos, mais de 50% de retorno em um único ano. Os especialistas dispararam recomendações agressivas de venda já que o índice havia subido rápido demais. Acontece que o mercado americano nos anos subsequentes viveu um dos maiores ralis do século, chegando ao patamar de 11.000 em 1999.

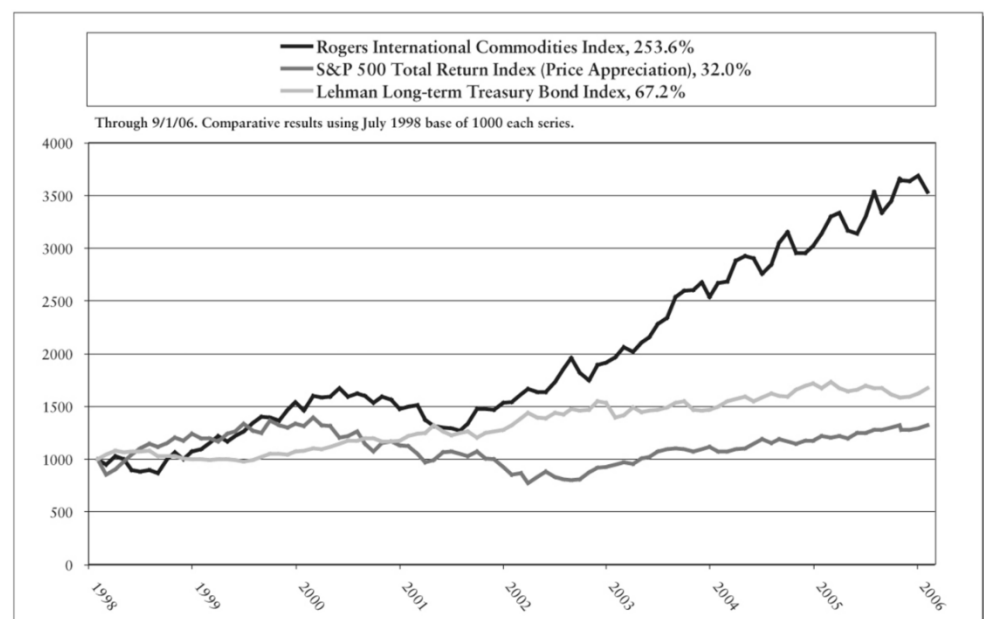
Após esse período, em que o próprio índice Nasdaq multiplicou por mais de 25x (considerando a janela de 1980 até 2000), Jim Rogers começou a pregar sobre a oportunidade que havia no mercado de *commodities*. Mais uma vez, foi taxado de maluco – o que novamente reforçou sua convicção positiva para este mercado.

Com o frenesi das empresas ‘pontocom’, os gurus de mercado vociferavam sobre as maravilhas da “Nova Economia” e que os modelos de valuation tradicionais não se aplicavam para os novos negócios pois “dessa vez seria diferente”. Como um bom *value investor*, Rogers viu esse contexto como um bom momento para sair da sua posição em ações americanas. “Não há nada de novo debaixo do sol a respeito de perder dinheiro, e da própria mentalidade humana”, segundo o próprio Rogers.

Por outro lado, ele via o mercado de *commodities* como uma terra arrasada. Os próprios bancos de investimento, que outrora haviam ganhado toneladas de dólares operando em *commodities*, encerravam

seus negócios e demitiam os executivos do segmento – concentrando-se apenas nas empresas *tech*.

O ceticismo em relação ao investimento em commodities era tão alto que sequer havia instrumentos adequados para fazer investimentos neste segmento. Percebendo esta lacuna no mercado Rogers criou seu próprio índice de referência ajustando a carteira de ativos deste índice para refletir uma maior participação de outras commodities além do petróleo que preponderava nos índices disponíveis na época. Antecipando uma inovação que se consolidou anos depois, em 1998, Rogers recomendou o investimento em commodities via uma carteira passiva de *commodities* replicando seu índice Rogers International *Commodities* Index. Como percebe-se no gráfico abaixo, o timing de Rogers novamente foi quase perfeito.



Nos primeiros capítulos de *Hot Commodities* fica claro que o modelo de análise de Rogers se baseava muito na observação dos ciclos, especialmente na relação negativa no comportamento dos preços das commodities e do mercado de ações. Neste aspecto, o livro traz

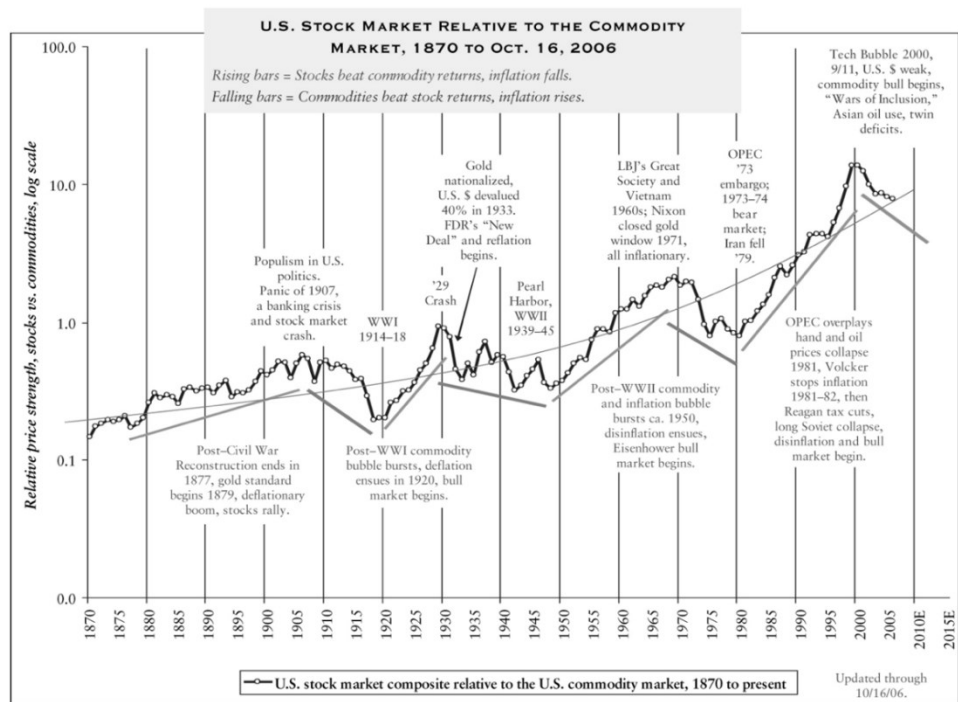
estatísticas históricas muito interessantes, que demonstram a correlação negativa entre estas alternativas de investimento.

Percebendo o alto ceticismo das pessoas em relação ao desempenho desta classe de ativos, Rogers apresenta estudos que identificam um prêmio de risco para commodities similar ao prêmio de ações. No artigo, “*Facts and Fantasies About Commodity Futures*”, dos professores Gary Gordon da Wharton School e Geert Rouwenhorst de Yale, as commodities, como classe de ativos, ofereceram historicamente retornos e uma relação Sharpe (retorno ajustado ao risco) semelhantes às ações. O índice igualmente ponderado de retornos mensais de futuros de commodities, entre julho de 1959 e março de 2004, demonstra essa similaridade no retorno com o mercado de ações. O prêmio de risco para futuros de commodities é basicamente o mesmo que para ações, e significativamente maior que o de títulos de renda fixa.

Mais ainda, devido a baixa correlação com as demais classes de ativos, o investimento em *commodities* é uma excelente alternativa para proteger as carteiras de investimentos em períodos de baixa (*bear market*) na bolsa, alta na inflação e durante crises econômicas.

Em um outro estudo citado no livro, o analista Barry Bannister, investiga um histórico de 130 anos, observando que o ciclo de ações e *commodities* se altera, na média, em prazos de 18 anos. No gráfico abaixo são destacados os períodos em que a relação entre o

desempenho das ações supera o de commodities e quando essa relação se inverte.



Rogers não crava especificamente a razão desta correlação negativa, mas traça uma hipótese que considera provável para esta relação. As ações (especialmente da bolsa americana que tem um peso relevante para empresas de serviços, consumo e industrial) se beneficiam em seus resultados corporativos dos períodos de baixa de *commodities*, já que o principal custo operacional é reduzido. O inverso se aplica da mesma forma, quando o preço das *commodities* aumenta, os resultados corporativos tendem a sofrer.

Nossas cartas recentes têm tratado de forma recorrente o tema dos ciclos econômicos e percebemos que alguns leitores têm interpretado essa informação como uma projeção para o comportamento do mercado. De forma alguma. Queremos enfatizar, mais uma vez, que não temos a intenção de antecipar movimentos macroeconômicos e

não fazemos a seleção das ações que compõem nossa carteira com base nessas premissas.

Na investigação do comportamento histórico dos mercados, nos interessa muito mais a compreensão dos mecanismos que explicam a dinâmica dos preços e especialmente dos que criam distorções destes em relação ao valor intrínseco dos ativos.

“The Big Money is not in the selling and buying but in the waiting”, Charlie Munger

2

Cenário Econômico

Internacional

No cenário internacional, o mês de setembro foi marcado pelo início do ciclo de corte de juros nos EUA, como um movimento de antecipação de uma desaceleração econômica, ao mesmo tempo em que o governo chinês anunciou diversas medidas de estímulo econômico após novos sinais de fragilidade no crescimento de sua economia.

Nos Estados Unidos, os dados de destaque foram do mercado de trabalho, com um payroll registrando a criação de 142 mil novos empregos formais no mês de agosto, abaixo da expectativa do mercado que era entre 160 mil e 165 mil.

Além disso, a inflação ao consumidor (CPI) teve uma alta com o núcleo avançando 0,28% frente às estimativas de 0,20%, enquanto o deflator do PCE, inflação ao consumidor acompanhada pelo Fed, auferiu uma valorização de 0,13%, abaixo do esperado pelo mercado. Por fim, o PIB do 2T24 foi revisado e registrou um avanço de 3% na atividade econômica americana, acima do que esperava o mercado.

Diante desses dados consistentes e sem grandes surpresas, o Fed decidiu iniciar o ciclo de corte de juros reduzindo em 50 bps a taxa de juros, com o intuito de evitar uma desaceleração exacerbada da economia americana. Apesar disso, o FOMC não garantiu cortes futuros, demonstrando um discurso cauteloso e de aguardo pelos próximos dados econômicos para novas tomadas de decisões de juros. Dessa forma, fica evidente a preocupação do banco central americano em garantir o soft landing da economia americana, o que nos parece cada vez mais factível dado o atual cenário econômico do país.

Na Zona do Euro, a atividade econômica do bloco demonstrou sinais mais consistentes de desaceleração no mês de setembro. O PMI composto recuou 2,1 pontos, atingindo 48,9, abaixo das expectativas do mercado. Esse recuo se deu principalmente pelo enfraquecimento da produção manufatureira da Europa e do setor de serviços, devido a uma correção natural pós Olimpíadas da França e ao arrefecimento mais amplo que vem ocorrendo no setor industrial da Alemanha e em países periféricos.

Quanto ao cenário de inflação, os dados também seguem uma tendência de desaceleração contínua, com uma queda da inflação do bloco de 2,6% para 2,2%, enquanto o núcleo se manteve praticamente inalterado, de 2,84% para 2,83% ao ano.

Conforme mencionado na última carta, em setembro o ECB reduziu as taxas de juros em 25 bps em setembro, levando a taxa de depósitos para 3,50%. Apesar disso, o tom foi cauteloso sobre ajustes futuros e em não se comprometer a realizar um corte adicional na reunião de 25 de setembro, face ao pouco tempo e da quantidade de novos dados entre as reuniões. Por isso, espera que novas decisões de cortes devem vir apenas na reunião de dezembro, com dados econômicos mais robustos e com o resultado das eleições dos EUA.

Na China, os dados econômicos continuam demonstrando fragilidade no crescimento, com a produção industrial crescendo abaixo das expectativas e com a contração do setor imobiliário e do consumo das famílias, além do deflator do PIB que vem registrando queda há cinco semestres.

Diante desse contexto, o PBoC anunciou novas medidas vigorosas para estimular o crescimento econômico, das quais, dentre outras, a redução de 50 bps nas taxas do compulsório bancário e de hipotecas existentes, a injeção de RMB 1 trilhão (US\$ 142 bilhões) para novos empréstimos e,

ainda, a sinalização de estímulos fiscais e redução de restrições para compras de imóveis por compradores não locais em Xangai e Pequim.

No cenário de juros, com os bancos centrais em tendência de afrouxamento monetário, a curva de juros americana precifica mais de 200 bps de cortes neste ciclo, chegando a uma taxa terminal de 2,85% até 2025, segundo relatório macro do BTG Pactual. Além disso, o dólar se enfraqueceu frente às moedas desenvolvidas, com uma desvalorização de 0,90% do índice DXY no mês de setembro.

Para o mercado de crédito nos Estados Unidos, os spreads dos títulos de crédito privado classificados como Investment Grade (IG), medidos através do índice Bloomberg US Aggregate (AGG), registraram um leve fechamento em setembro, passando de +97 bps em agosto para +89 bps em setembro. Nos papéis considerados High Yield, os spreads também diminuíram, saindo de +305 bps em agosto para +295 bps no fechamento de setembro.

Em relação ao desempenho dos mercados, a bolsa americana segue negociando a patamares de valuation esticados, com um P/L (preço/lucro) do S&P 500 em 23,9x. No mesmo sentido, o índice Nasdaq opera em patamar de P/L de 35,2x.

O S&P 500 apresentou alta de 2,02% no mês de setembro, acumulando alta de 20,81% no ano. O índice Nasdaq teve alta de 2,68% em setembro e acumula valorização de 21,17% no ano.

O Shanghai Composite, índice do mercado de ações chinês, apresentou valorização de 17,39% no mês e acumula crescimento de 12,15% no ano.

No câmbio, o Real apresentou valorização frente ao Dólar na ordem de 2,89%, encerrando a cotação em R\$ 5,4482/US\$. No ano, a moeda brasileira apresenta desvalorização de -12,29%.

Brasil

No cenário doméstico, o contexto de aceleração de corte de juros pelo Fed, em conjunto com o aumento de preço das commodities em face dos incentivos econômicos chineses gerou desdobramentos positivos para os mercados emergentes no último mês.

Os dados da atividade econômica do Brasil surpreenderam positivamente com o crescimento do PIB de 1,4% no 2T24 contra as expectativas do mercado de 0,9%. Além disso, os dados de inflação vieram abaixo do esperado pelo mercado, com o IPCA de agosto apresentando uma deflação de 0,02%, contra as estimativas de uma alta de 0,03%.

Por outro lado, o cenário fiscal é um fator preocupante, tendo em vista que o governo não vem sinalizando medidas estruturais para aumentar a contenção de gastos, o que foi visto no último Relatório Bimestral de Receitas e Despesas do 4º bimestre, o qual apontou uma redução da contenção de gastos de R\$ 15 bilhões para R\$ 13,3 bilhões em relação ao 3º bimestre.

Assim, em meio ao cenário fiscal, o mercado de trabalho tem mostrado resiliência, com a redução da taxa de desemprego e o aumento do salário real. Esses fatores intensificaram as preocupações com a inflação, levando o Banco Central, contrariando o ciclo econômico da maioria dos países, a retomar a elevação dos juros, aumentando a Selic em 25 bps, para 10,75%.

Em relação aos mercados, o índice IRF-M apresentou valorização de 0,34%, agregando alta de 3,90% no ano. Por outro lado, o IMA-B negociou em queda de 0,67% no mês, mas apresenta alta de 0,82% no ano. A NTN-B de 2035 encerrou o mês de setembro/2024 negociando à taxa de IPCA + 6,50%, um movimento de abertura da curva em

relação ao mês de agosto/2024, quando negociava à taxa de IPCA + 6,24%.

Na bolsa, o índice Ibovespa fechou o mês de em queda de 3,08%, aos 131.816 pontos. No ano, a bolsa brasileira acumula desvalorização de 1,77%. De acordo com a última pesquisa divulgada pelo BTG Pactual, o Ibovespa negocia a uma relação Preço/Lucro (P/L) de 8,2x, pouco menos de 1 desvio-padrão abaixo da média histórica de 10,7x.

No mercado de crédito privado, diante da persistente alta demanda, os spreads das debêntures continuaram a cair, acompanhados pelo alongamento da duration, especialmente em títulos vinculados ao CDI. As debêntures AAA indexadas ao IPCA mantiveram spreads semelhantes aos prêmios dos títulos públicos de referência, refletindo uma compensação mínima pelo risco de crédito. Da mesma forma, as debêntures AAA atreladas ao CDI apresentaram uma redução nos prêmios médios oferecidos.

O IDA-DI, índice da ANBIMA que reflete o desempenho das debêntures atreladas ao CDI, foi destaque positivo no mês de setembro, apresentando uma rentabilidade de 1,01%. Esse resultado se alinha com o fechamento dos spreads, que favoreceu o carregamento dos títulos. Por outro lado, o IDA-IPCA, composto por debêntures indexadas ao IPCA obteve um retorno de -0,09%.

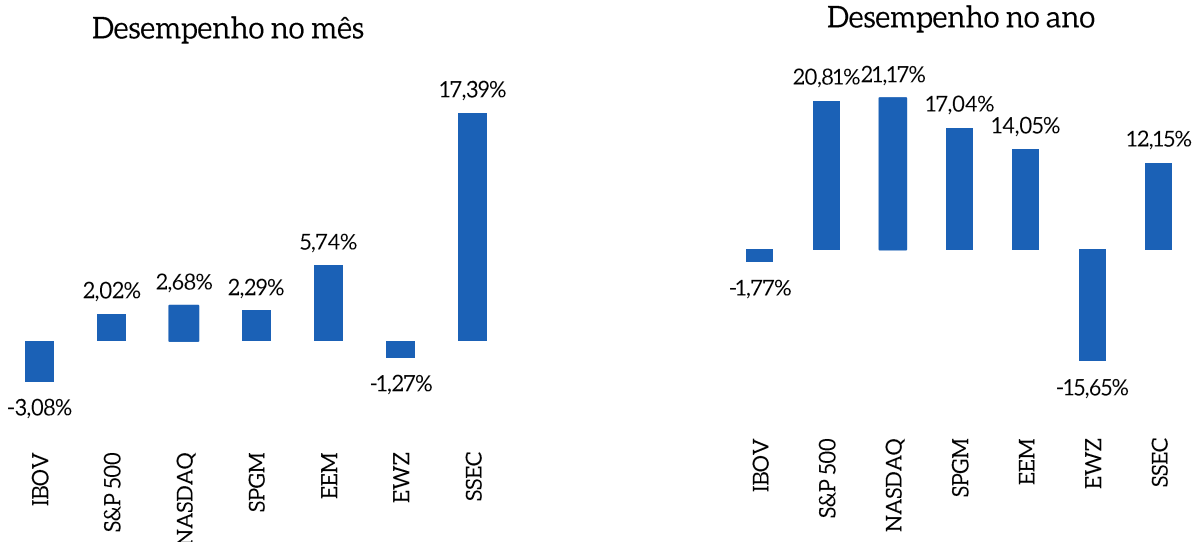
O volume de captação no mercado primário de debêntures foi de, aproximadamente, R\$ 78 bilhões no terceiro trimestre de 2024, representando uma redução de aproximadamente 38% quando comparado ao trimestre anterior, e de 3% em relação ao 1T24. Apesar da redução, o volume emitido no trimestre representa um dos maiores da série histórica do mercado brasileiro, reforçando a consolidação observada no mercado de crédito privado ao longo do ano, mesmo

diante de um cenário de incertezas fiscais e aperto dos spreads de crédito.

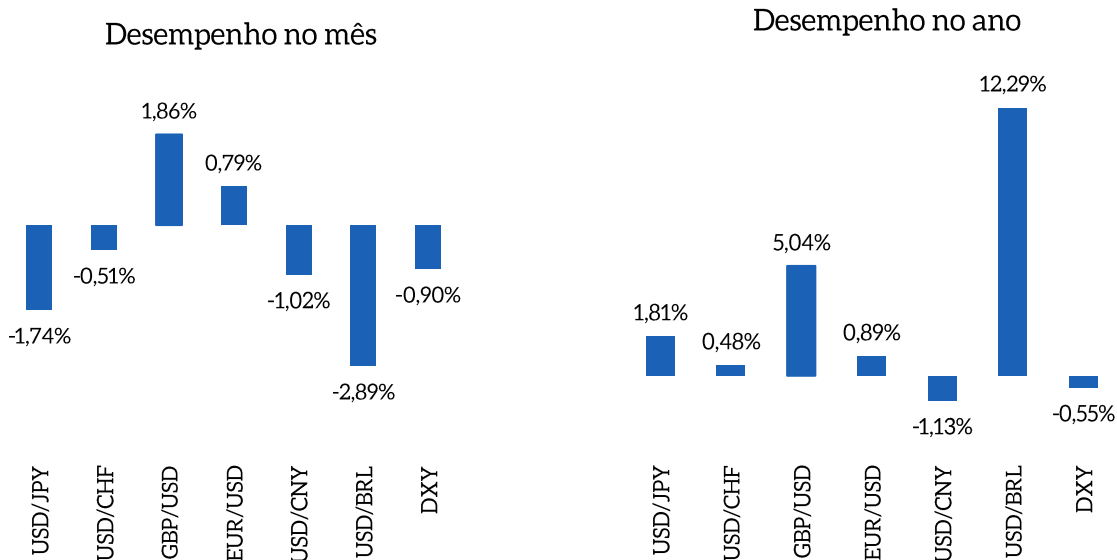
3

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

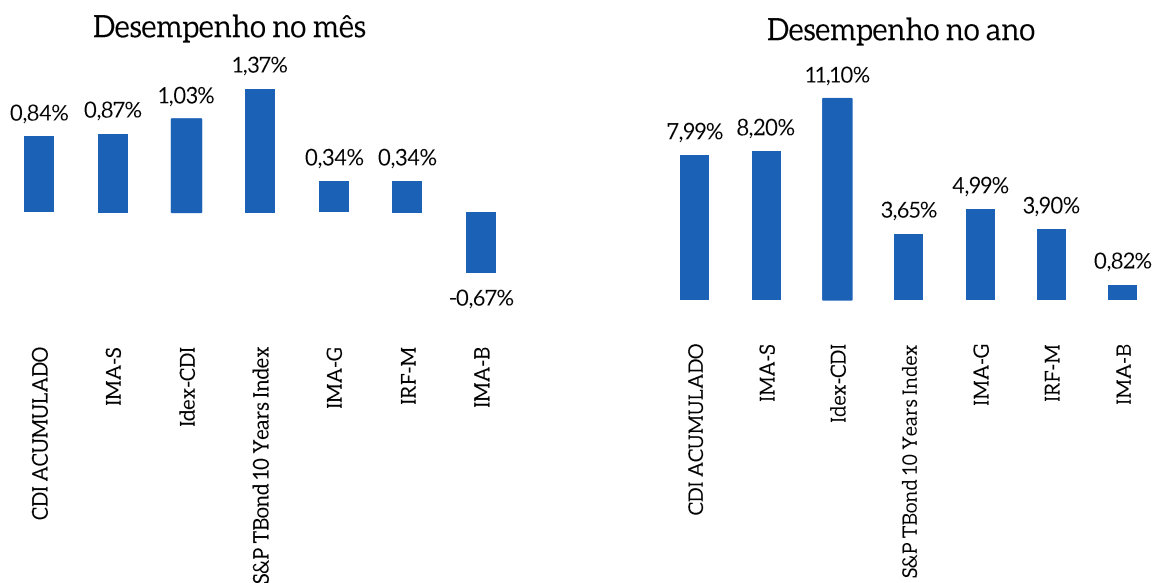
- GBP/USD: Libra Esterlina/Dólar

- EUR/USD: Euro/Dólar

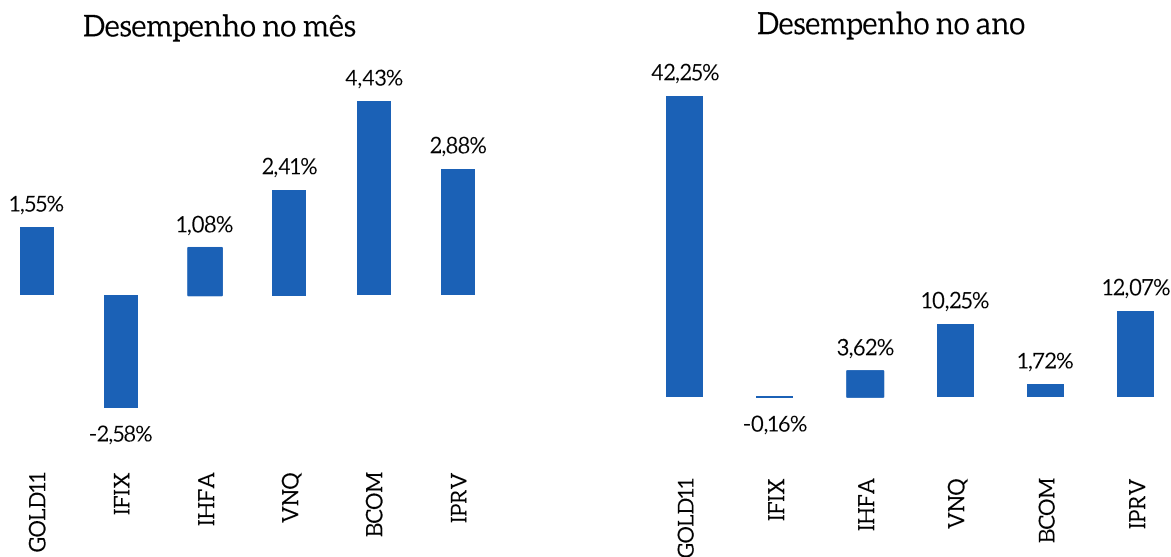
- USD/YUAN: Dólar/Yuan Chinês

- 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 préfixados

- 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

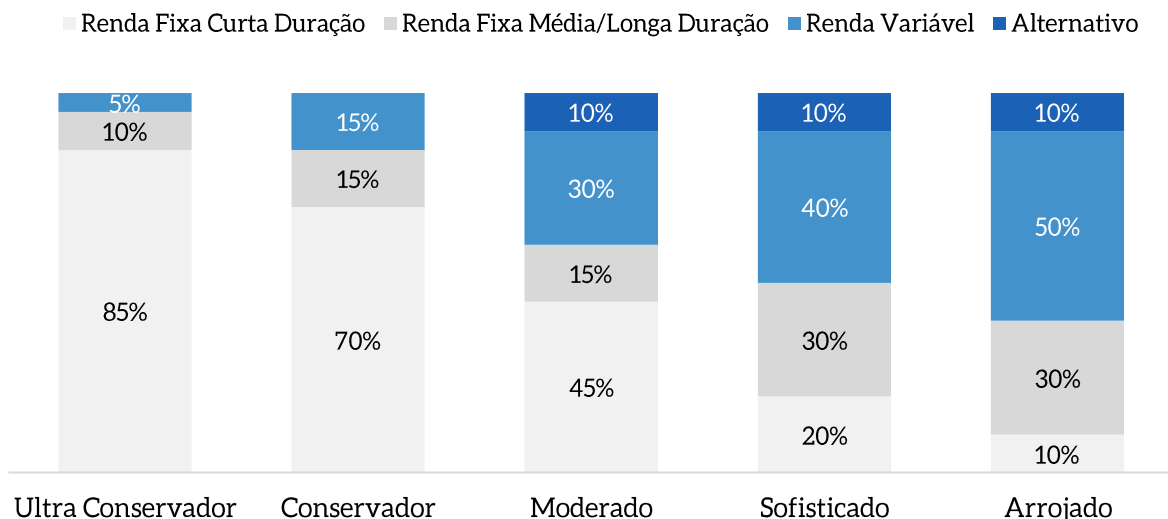
- BCOM: Bloomberg Commodity

- IPRV: iShares Listed Private Equity UCITS

4

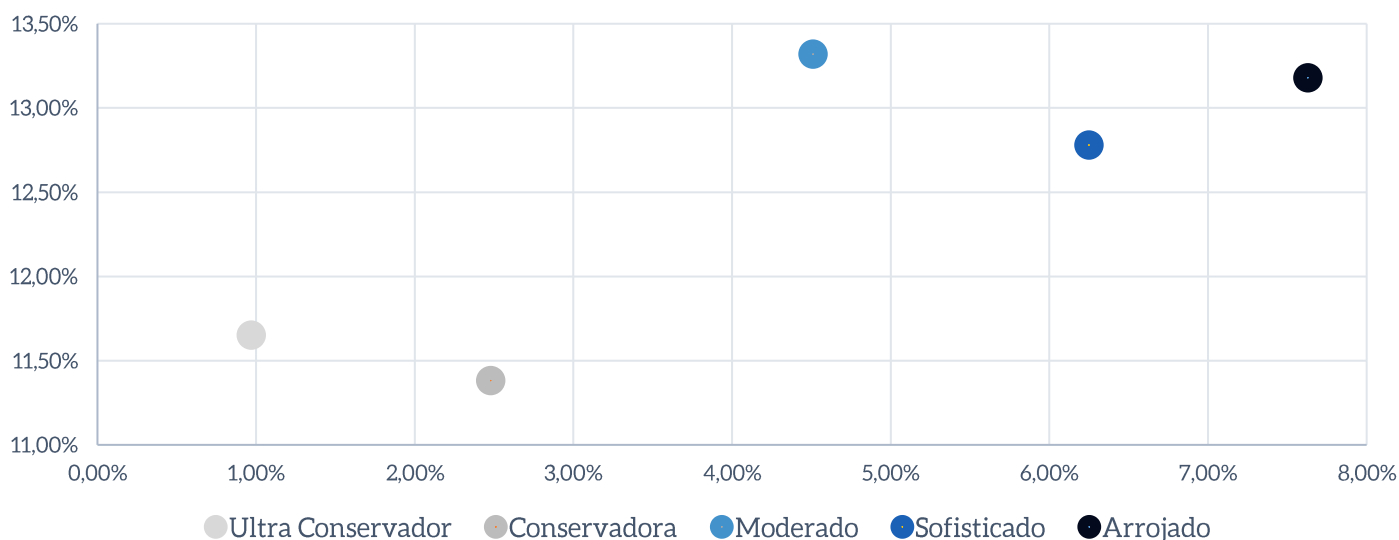
Estratégia

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA



Atribuição de Performance					
	Ultra Conservador	Conservador	Moderado	Sofisticado	Arrojado
Renda Variável	0,00%	-0,01%	-0,02%	-0,03%	-0,04%
CP Pós	0,46%	0,37%	0,23%	0,09%	0,05%
Selic	0,29%	0,25%	0,16%	0,08%	0,04%
Juros Reais	-0,06%	-0,10%	-0,09%	-0,19%	-0,19%
Offshore	0,00%	0,00%	-0,09%	-0,09%	-0,09%
Alternativo	0,00%	0,00%	-0,04%	-0,04%	-0,04%
Total	0,69%	0,51%	0,14%	-0,18%	-0,28%

RELAÇÃO RISCO VS RETORNO (12M)

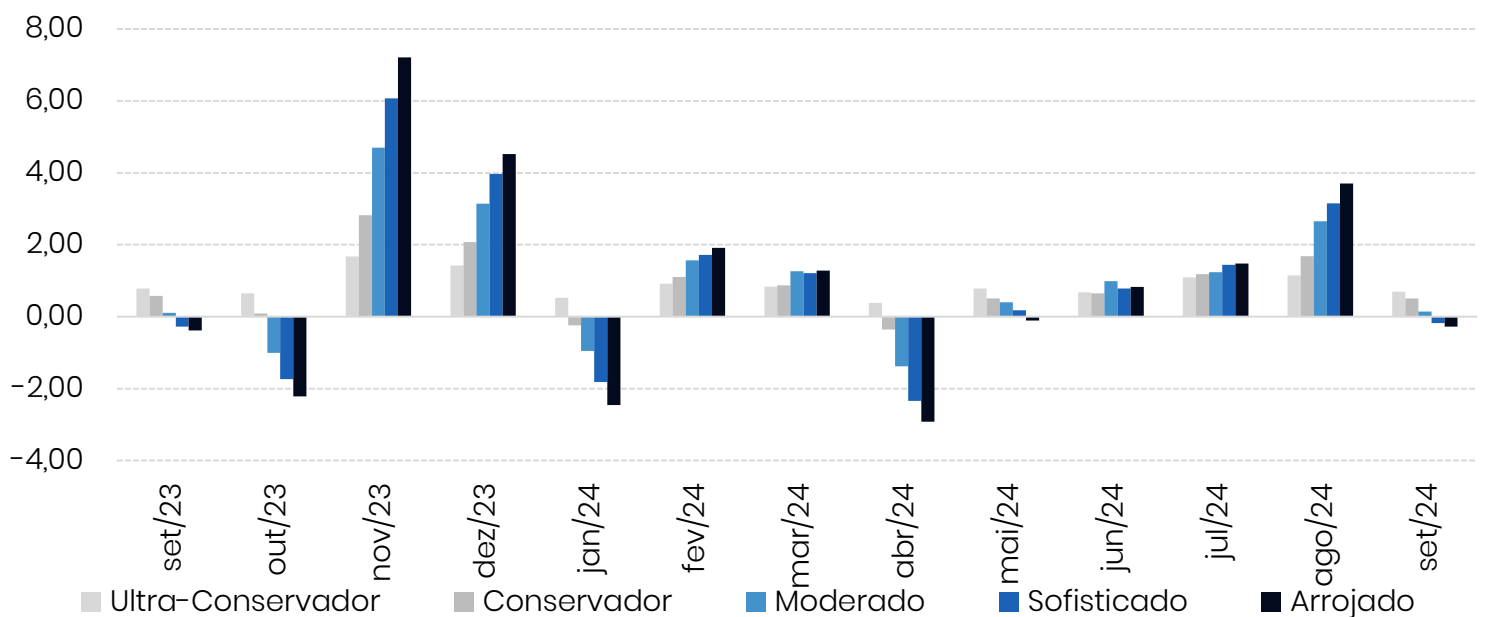


ESTATÍSTICA

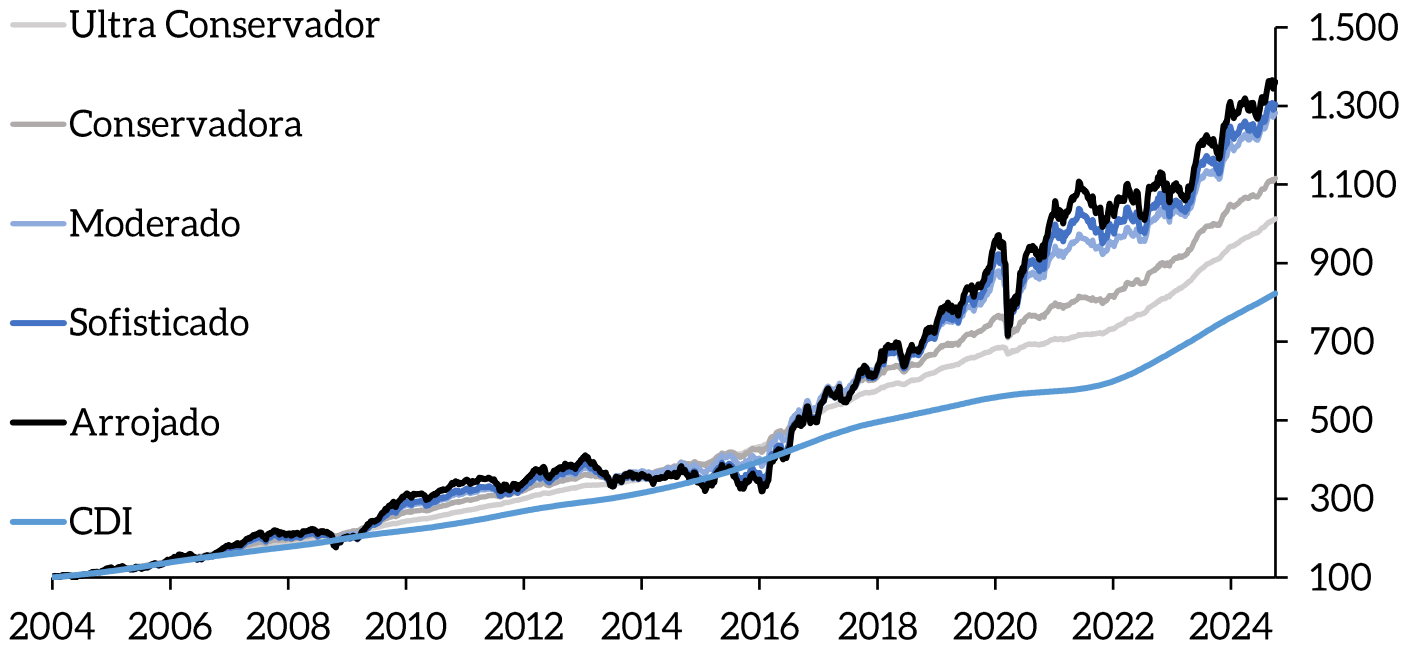
	Retorno Médio Anual*	Retorno No Mês	Retorno No Ano	Retorno 12 meses	Retorno 24 meses	Retorno 36 meses	Retorno 60 meses
Ultra Conservador	8,89%	0,69%	7,27%	11,32%	26,50%	40,27%	51,90%
Conservador	9,74%	0,51%	6,03%	11,38%	25,62%	38,30%	53,03%
Moderado	11,64%	0,14%	6,01%	13,32%	25,87%	36,66%	60,05%
Sofisticado	12,63%	-0,18%	4,08%	12,78%	23,93%	33,04%	58,51%
Arrojado	13,44%	-0,28%	3,30%	13,18%	23,60%	32,00%	60,18%
CDI	7,88%	0,84%	7,99%	11,05%	25,97%	39,73%	49,04%
IBOVESPA	11,19%	-3,08%	-1,77%	13,08%	19,79%	18,78%	25,84%

	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%	0,97%
Conservador	20	0	25,07%	1,03%	5,43%	-4,53%	2,48%
Moderado	19	1	37,20%	-1,88%	9,18%	-9,15%	4,51%
Sofisticado	16	4	45,91%	-7,56%	12,24%	-13,00%	6,25%
Arrojado	15	5	54,50%	-10,46%	14,71%	-15,78%	7,63%

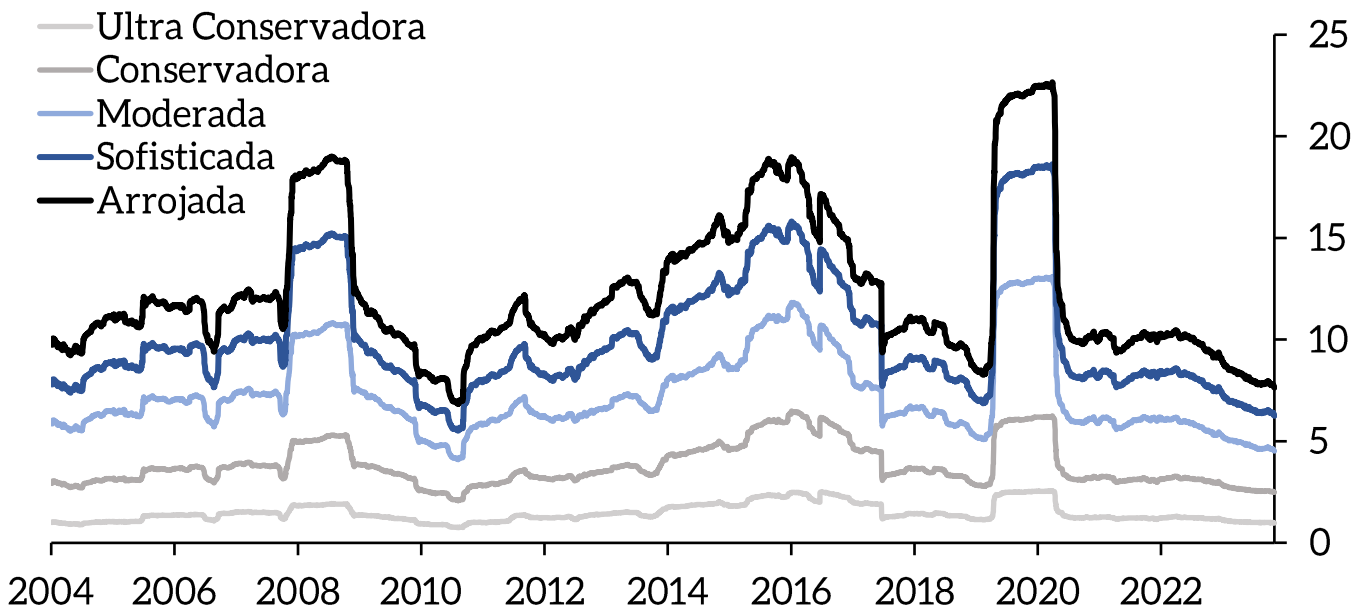
Retorno Mensal



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. (CNPJ01.294.929/0001-33). 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.