

Relatório de Estratégia

Novembro de 2022

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CFP, CGA

Felipe Moura, CGA

FINA-CAP
INVESTIMENTOS

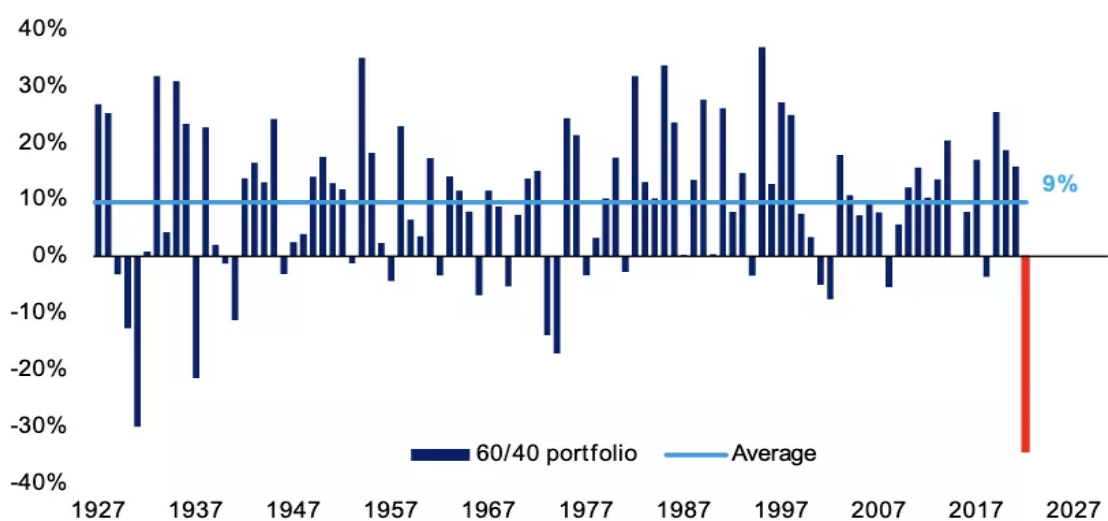
1

Como Proteger Minha Carteira?

Todo gestor de patrimônio, com alguns anos de experiência, sabe bem os problemas decorrentes do pânico gerado pelos *crashes* de mercado. Infelizmente, nestes momentos, a perspectiva de perder o patrimônio acumulado se torna tão real na mente do investidor, que as muitas horas dedicadas ao planejamento financeiro com metas de longo prazo se tornam irrelevantes, ao ponto de muitos simplesmente capitularem e realizarem perdas muitas vezes irreversíveis.

Mesmo estratégias simples, mas bastante testadas ao longo dos anos, como a carteira com exposição a Renda Variável e Renda Fixa na proporção de 60% e 40%, respectivamente, estão sujeitas a este tipo de eventos de cauda que causam tantos estragos na psicologia coletiva do mercado. Neste momento, por exemplo, esta carteira 60/40 já perde mais de 34% em 12 meses, a maior desvalorização dos últimos 100 anos nos EUA.

Annual 60/40 portfolio performance



Source: BofA Global Investment Strategy, Global Financial Data, 2022 is YTD annualized

Um dos principais desejos impossíveis de todo investidor (e de seu *advisor*), portanto, é dispor de estratégias que protejam as carteiras das grandes correções pontuais de mercado. Neste sentido, a indústria financeira, evidentemente, não poderia deixar de atender esta demanda. Nos mercados de derivativos e notas estruturadas (os famosos *COE's*), não faltam opções de investimentos com “garantia” de perda zero, um irresistível apelo comercial em momentos de grande incerteza.

Para os que não conhecem, a *AQR Capital Management* é uma gestora fundada por PhD's que mantiveram a prática da pesquisa científica no dia a dia da empresa, inclusive com a publicação de suas principais ideias nas mais variadas revistas acadêmicas da área. Seu site é uma fonte espetacular de material acadêmico relevante. Recentemente, nos debruçamos sob este artigo abaixo que analisa as ferramentas que os investidores têm à sua disposição para proteção de carteira dos chamados *drawdowns*.

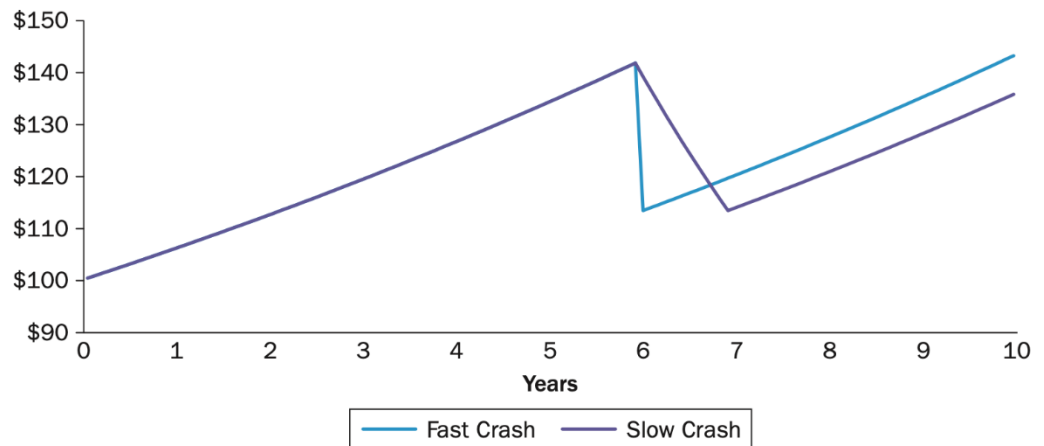
Naturalmente, investidores estão corretos em avaliar os caminhos para mitigar as perdas em seus *portfolios*. Dito isto, nem todas as quedas são igualmente relevantes. Historicamente, são as quedas de longo prazo que mais impactam o resultado no acumulado. No entanto, quando falamos em proteção de carteira, a primeira ferramenta que vem a mente são os exóticos derivativos, especialmente os contratos de opção.

Para entender o contexto que estamos nos referindo, suponha que você possui uma carteira de investimentos que entrega uma rentabilidade estável de 6% ao ano e que seu horizonte de tempo, para atingir seus objetivos financeiros seja de 10 anos. Considere que, em terminado momento, sua carteira, ao invés de entregar a rentabilidade programada, tenha uma desvalorização de 20%.

(*) <https://www.aqr.com/Insights/Research/Journal-Article/Portfolio-Protection-Its-a-Long-Term-Story>

Você tem a opção de escolher entre dois cenários para suportar esta perda: (a) a queda acontece completamente em um mês, ou (b) a desvalorização será diluída ao longo de um ano. Assumindo que, imediatamente após o período de queda escolhido, sua carteira retorne para a rentabilidade padrão de 6%, qual destas opções você escolheria?

Even for the Same Magnitude Loss, Slower Losses May Be Worse—Two Hypothetical 20% Losses



A imagem acima representa a projeção destes dois cenários. Sendo o cenário (a) chamado “Fast Crash” (ou queda rápida, em tradução livre) ou o cenário (b) chamado “Slow Crash” (ou queda lenta). Sabemos, por experiência e por estudos acadêmicos, que a maioria dos investidores teria pavor em ver seu patrimônio se desvalorizar 20% em um único mês e não teriam estômago para aguentar tamanha volatilidade.

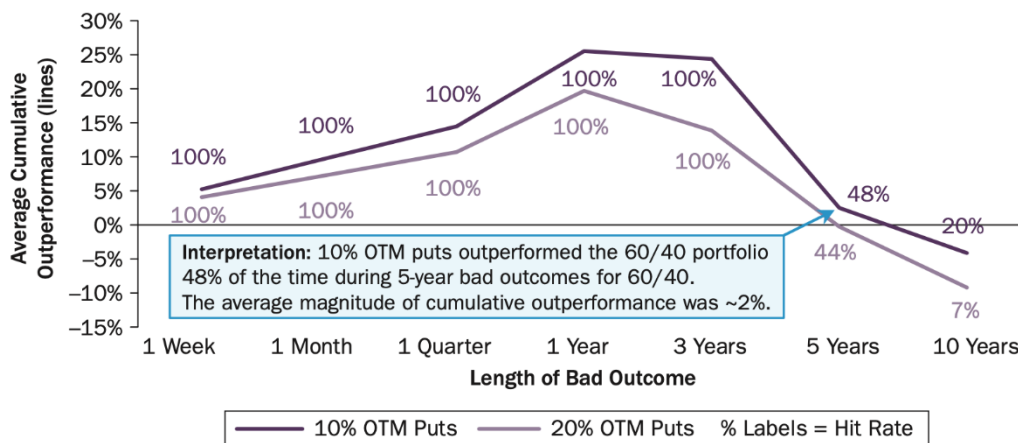
No entanto, como podemos observar no gráfico acima, a opção (a) (queda rápida) permite ao investidor atingir um resultado acumulado superior ao da opção de queda lenta. Desta forma, evidenciando que a seleção de absorver o impacto da desvalorização em um único mês supera a segunda opção, mesmo que esta última seja mais “confortável” psicologicamente. Quando analisamos as quedas, o tempo é tão importante quanto a profundidade.

Um contrato de opção tem em sua concepção a forma direta de proteger um investimento de um risco específico a um determinado nível e por um prazo específico. Uma opção é similar a um seguro, em que uma parte tem o direito a um resultado financeiro caso ocorra um “sinistro” (ou seja, um risco específico que se materialize), mas, para tanto, paga-se um prêmio por este “seguro”.

Por exemplo, consideremos que um contrato de opção proteja um investimento de uma queda de 10% pelo prazo de 1 ano. Se ao final deste 1 ano, o ativo-objeto não se desvalorizar mais do que 10%, perde-se o prêmio pago e o contrato de opção expira sem valor. Por outro lado, caso ao longo deste período, o ativo-objeto venha a se desvalorizar mais do que 10%, o investidor está protegido pelo montante contratado.

No entanto, como será apresentado nas próximas linhas, a estratégia de defesa via opções é eficiente no curto prazo (até 1 ano), mas perde o seu objetivo para horizontes maiores, quando comparadas com estratégias sem proteção de carteiras passivas com exposição de 60% em renda variável e 40% em renda fixa. Especialmente no longo prazo, os custos recorrentes dos derivativos consumirão o patrimônio acumulado nos períodos sem crises.

Options-Based Protection Tends to Weaken Over Longer Horizons—Outperformance of Hypothetical Options during Bad Outcomes for US 60/40 (January 5, 1996–March 31, 2020)



A simulação apresentada no gráfico acima considera duas carteiras hipotéticas formatadas passivamente com alocação 60/40, comprando contratos de opção de venda e com rebalanceamento trimestral. A carteira de cor mais escura adquire opções com proteção de 10% e a linha mais clara com proteção de 20%. Como podemos observar no gráfico acima, em mercados baixistas, as carteiras com proteção de opções apresentam retorno acumulado superior em todos os períodos de 1 ano em relação ao retorno acumulado de uma carteira sem proteção, ou seja, 100% das vezes. No entanto, analisando períodos mais longos, acima de 5 anos, a proteção começa a perder efeito, sendo de apenas 48% dos períodos analisados, e chegando a apenas 20% dos períodos de 10 anos. Como referimos acima, este fato decorre do custo de prêmio pago para proteção contra a volatilidade.

-

“Escrevemos em diversos artigos ao longo dos anos que o mercado de opções oferece um meio caro para conseguir a proteção para uma carteira. Por outro lado, costumamos apresentar uma variedade de alternativas que mitiguem os potenciais riscos e que não sacrifiquem a expectativa de retorno da carteira.”

-

AQR Capital Management

2

Cenário Econômico

Internacional

No cenário internacional, os investidores estrangeiros continuam atentos aos comunicados dos membros do banco central americano, Federal Reserve. Em uma apresentação ao mercado, James Bullard, membro da autoridade monetária, chegou a apresentar um estudo que, no cenário extremo, poderia levar a taxa de juros americana ao patamar de 7% para controle da inflação.

Para Bullard, o cenário mínimo que a taxa de juros americana deve escalar para combater às pressões inflacionárias é na faixa de 5% a 5,25%.

Em relatório do time de pesquisa do BTG Pactual, os analistas apresentaram a expectativa da taxa de juros do Fed, de acordo com os contratos futuros, que imprimem o consenso do mercado da taxa atingindo seu patamar máximo na primeira metade de 2023 em 5,065% e fechando o próximo ano em 4,755%.

Igualmente foi apresentado a expectativa dos economistas em relação a projeção do crescimento econômico de 2023 para as principais economias. Para a China, o consenso do mercado é um crescimento de 4,5%. Já para os EUA e Zona do Euro, em especial, a expectativa do mercado é de uma desaceleração expressiva. Nos Estados Unidos, a projeção para o desempenho econômico em 2023 é de, aproximadamente, 1% e na Zona do Euro em 0,3%.

Observamos ao longo do mês, medidas mais contundentes de flexibilização à política de isolamento na China. Após três anos em que o primeiro contaminado por covid-19 documentado desenvolveu os sintomas da doença na cidade de Wuhan, no centro da China, o país

que combateu o vírus primeiro e com mais intensidade, começa a tornar a política de Covid-zero mais maleável.

A inflação na zona do euro caiu pela primeira vez em 17 meses, refletindo uma desaceleração nos preços de energia e dos serviços. O dado reforçou as esperanças de que o maior aumento global de preços em uma geração tenha atingido o pico, o que deverá diminuir a pressão sobre os bancos centrais para continuar aumentando as taxas de forma agressiva. O índice de preços ao consumidor (IPC) da zona do euro em novembro subiu 10% em termos anuais, um pouco abaixo do recorde de 10,6% ao ano registrado em outubro, segundo dados divulgados pela agência de estatística da União Europeia.

O último comunicado do Federal Reserve (Fed) trouxe ao mercado a sinalização de uma desaceleração no ritmo do aperto monetário. A ata do último encontro do Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC, na sigla em inglês) mostrou que integrantes do BC americano veem como adequado reduzir o ritmo do aumento de juros “em breve”. Diante disso, os principais índices acionários de Wall Street, que já operavam em alta antes da apresentação do texto, continuaram seu movimento de ganhos.

O S&P 500 apresentou valorização neste mês de 5,38%, no ano o resultado acumulado é de -14,39%. Enquanto o índice Nasdaq teve desempenho de 4,37% no mês. No ano, o Nasdaq amarga uma queda acumulada de -26,70%.

O mercado chinês, medido pelo Shanghai Composite, apresentou valorização neste último mês em 8,88% e mantém desempenho negativo no ano de -13,42%.

No câmbio, o Real se desvalorizou frente ao Dólar na ordem de -0,12% no mês, encerrando a cotação em R\$ 5,1851/US\$. No ano, a moeda brasileira apresenta apreciação de 6,92%.

Brasil

No cenário doméstico, o principal foco do mercado está na agenda local, especialmente na perspectiva da sustentabilidade fiscal e na definição do time que conduzirá a política econômica do novo governo.

No momento que escrevemos esta carta, a PEC da Transição foi aprovada na Comissão de Constituição e Justiça (CCJ) e pelo plenário do Senado, passando para a etapa posterior de apreciação pela Câmara dos Deputados.

O texto final aprovado no Senado aumenta em R\$ 145 bilhões o limite do teto de gastos e retira pouco mais de R\$ 60 bilhões do mecanismo de controle de gastos em 2023 e 2024. Agora, a matéria segue para a Câmara, que já discute reduzir seu impacto fiscal. A votação foi o primeiro teste de governabilidade do futuro governo de Luiz Inácio Lula da Silva. A proposta teve 64 votos a favor – enquanto eram necessários 49.

Outro ponto de destaque foi a definição do prazo que o próximo governo deverá encaminhar ao Congresso Nacional, até 31 de agosto de 2023, o projeto de lei complementar para estabelecer um novo regime fiscal, que substituirá a atual regra do teto de gastos públicos.

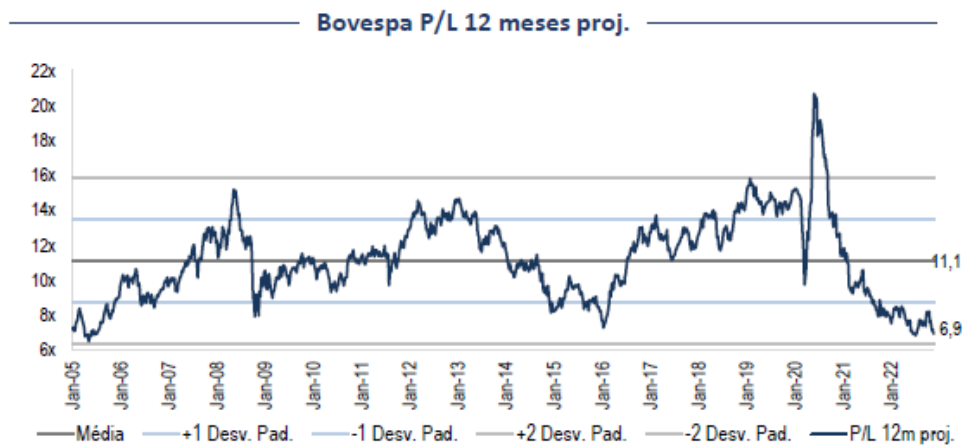
Por conta deste período de incertezas quanto à redação final da PEC da Transição e como será o impacto à sustentabilidade fiscal do país, os investidores reforçaram suas impressões pelo comportamento da curva de juros e na própria bolsa.

Em meio as incertezas associadas à PEC da Transição, o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central afirmou em seu último comunicado a decisão que manteve a Selic, a taxa básica de juros, em 13,75% ao ano. Ainda assim, o BC manteve seu balanço de riscos para a inflação simétrico, ou seja, com o mesmo peso para fatores que podem puxar a inflação para cima e para baixo, em relação ao projetado pela autoridade monetária. Entre os riscos de alta, o BC destacou uma maior persistência das pressões inflacionárias globais, incerteza elevada sobre o futuro do arcabouço fiscal do país e estímulos fiscais adicionais que impliquem sustentação da demanda agregada.

O BC, ainda revisou para cima as suas projeções para a inflação. Para este ano, o Copom espera alta de 6,0%. Para 2023 e 2024, a expectativa é de 5,0% e 3,0%, respectivamente. Na reunião passada, em outubro, a previsão era de 5,8% para 2022, 4,8% para 2023 e 2,9% para 2024.

O índice IRF-M apresentou desvalorização de 0,66% no mês (no ano, o resultado é de 7,24%). O IMA-B entregou desvalorização de -0,79% no mês e resultado de 6,58% no ano. Ambos os índices (IRF-M e IMA-B) responderam a percepção de maior risco fiscal e questionamentos quanto ao ciclo de aperto monetário, refletidos no mercado de juros. A NTN-B de 2035 encerrou o mês de novembro negociando a taxa de IPCA+5,94% - no entanto, em períodos de maior *stress* do mercado ao longo do último mês, chegou a negociar a taxa máxima de 6,30%.

Apesar deste cenário, mantemos uma visão positiva e construtiva para a estratégia de renda variável Brasil, haja visto a posição favorável do país em relação aos demais mercados emergentes (especialmente em termos de *valuation*), em detrimento dos mercados desenvolvidos. Em pesquisa divulgada pelo BTG Pactual, o Ibovespa negocia a relação de preço/lucro (P/L) de 6,9x (dessa forma, uma expectativa de retorno potencial, no longo prazo, de IPCA+14,50%).

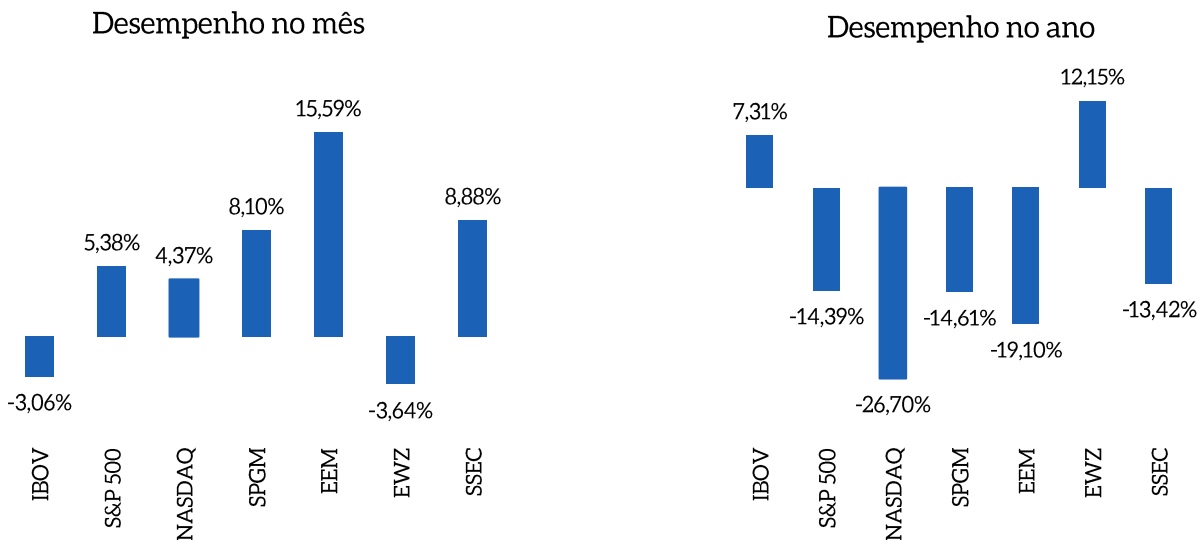


O índice Ibovespa teve um mês de queda, desvalorizando-se em -3,06% e encerrando a cotação de 112.486 pontos. No ano, o desempenho da bolsa brasileira é de 7,31%.

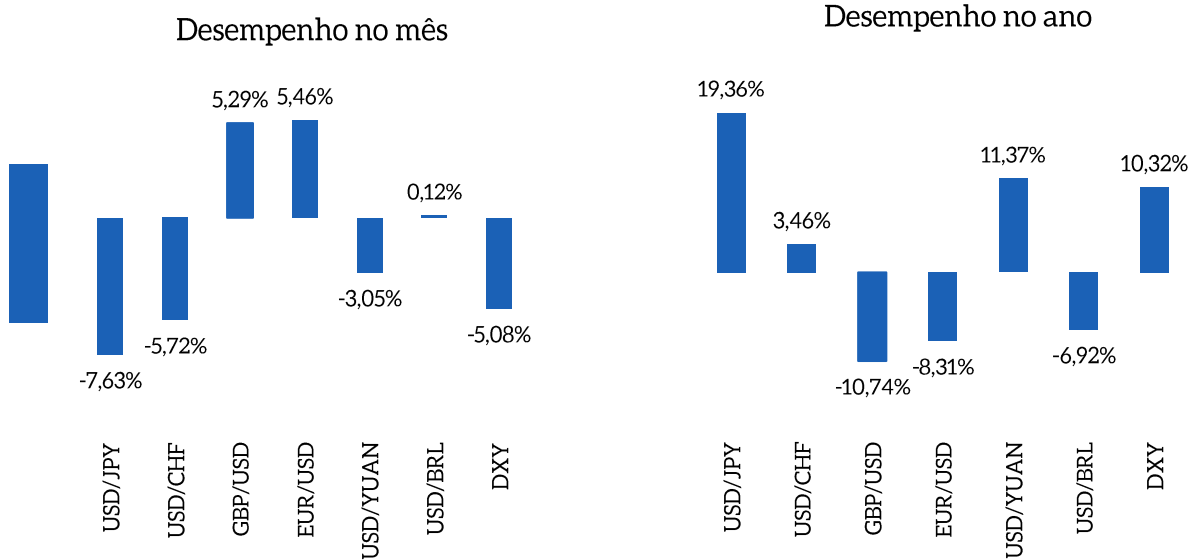
3

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

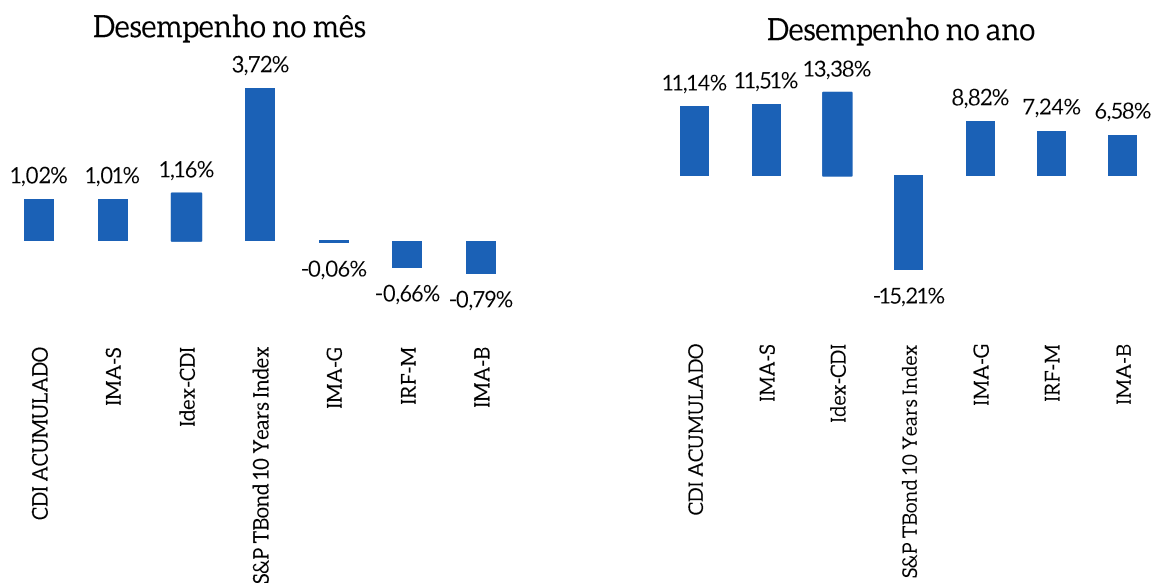
- GBP/USD: Libra Esterlina/Dólar

- EUR/USD: Euro/Dólar

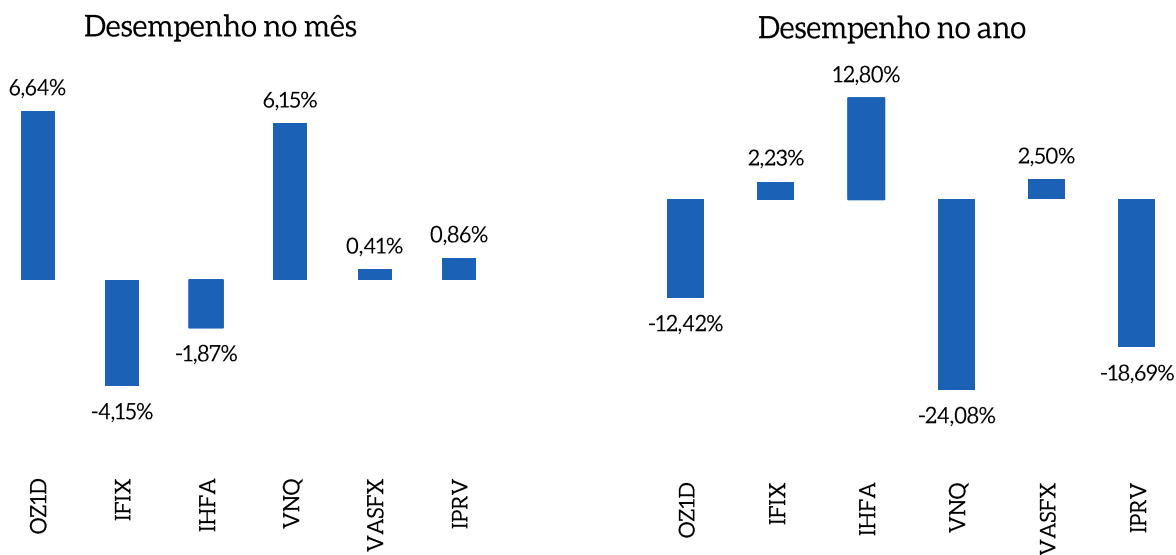
- USD/YUAN: Dólar/Yuan Chinês

- 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

- OZ1D: Ouro, 250g

- IFIX: índice de Fundos Imobiliários

- IHFA: Índice de Hedge Funds ANBIMA

- VNQ: Vanguard Real Estate Index Fund ETF Shares

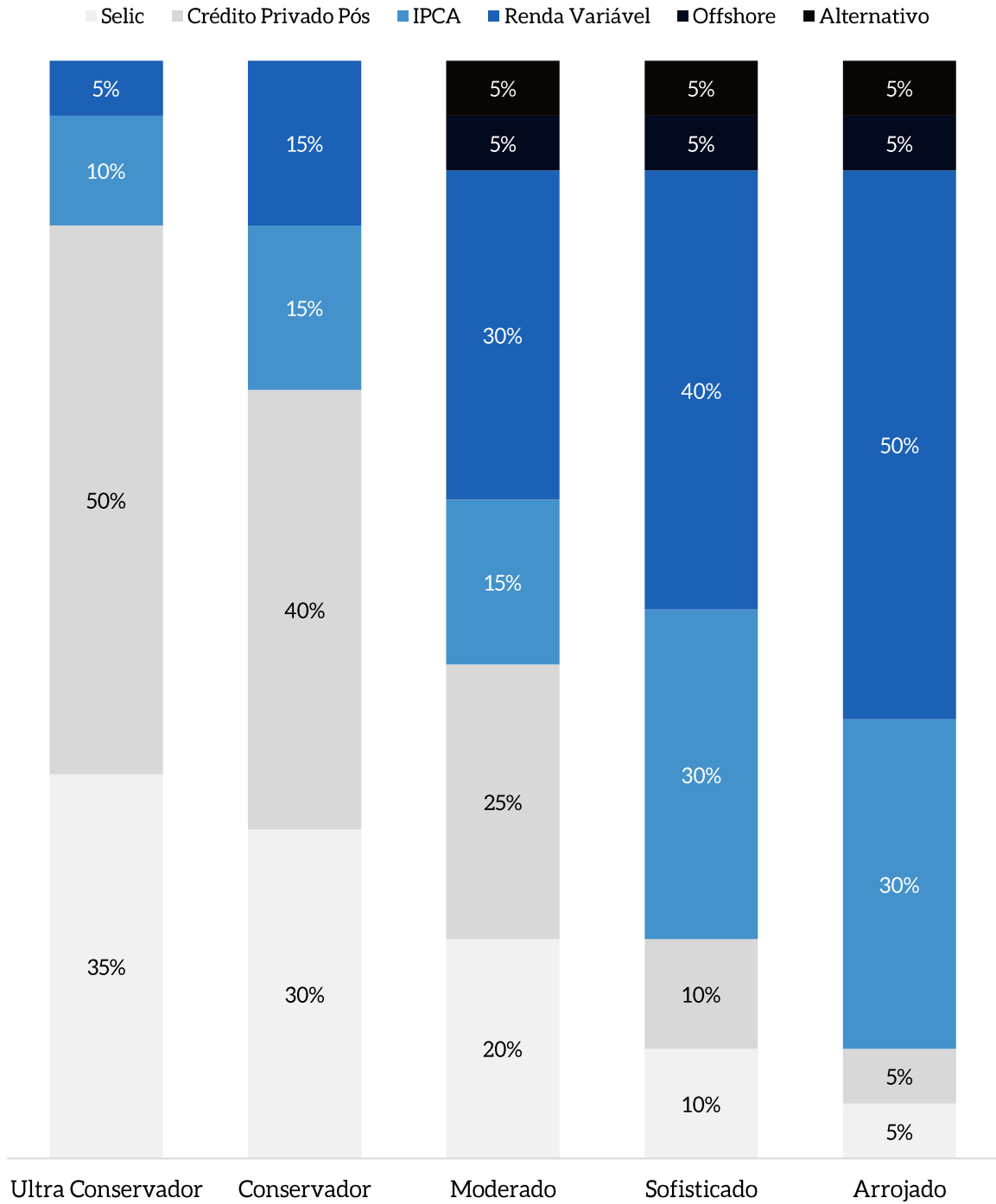
- VASFX: Vanguard Alternative Strategies Fund Investor Shares

- IPRV: iShares Listed Private Equity UCITS

4

Estratégia

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA

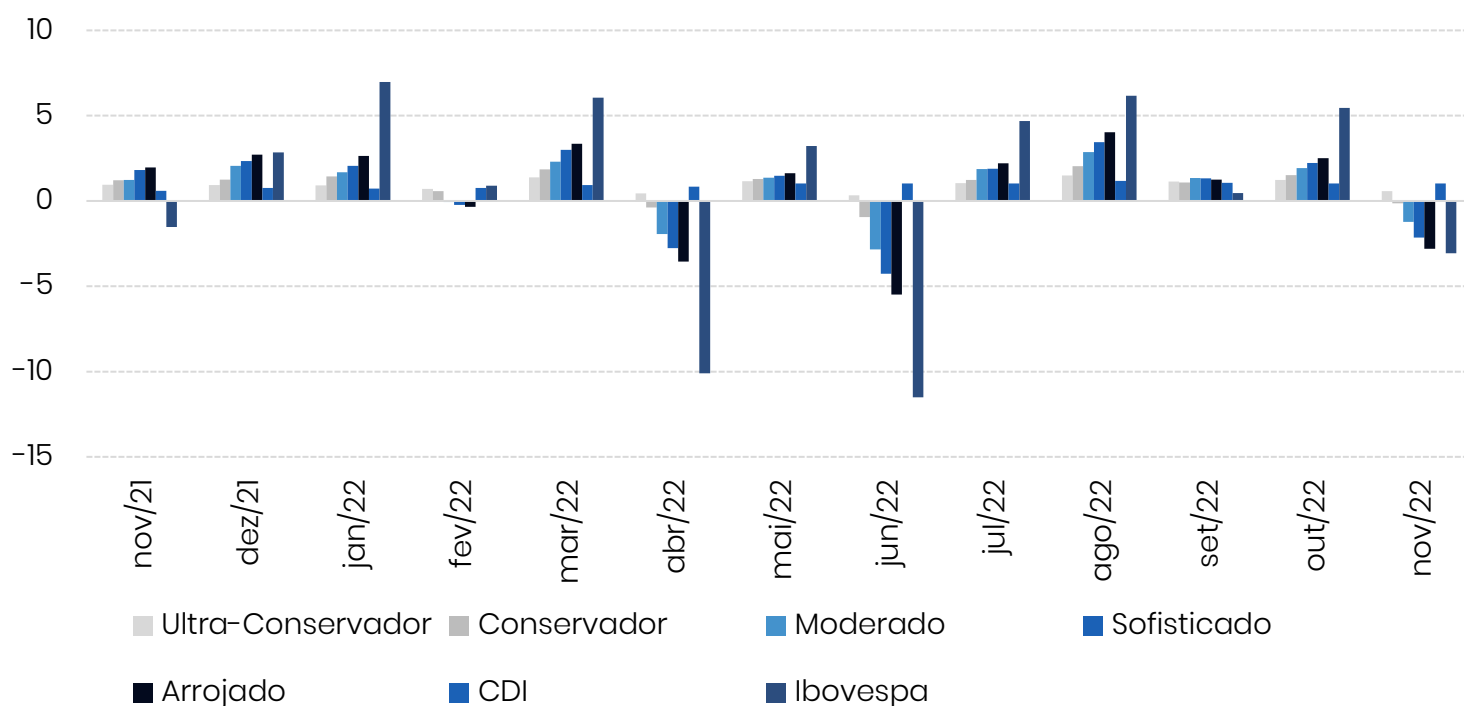


ESTATÍSTICA

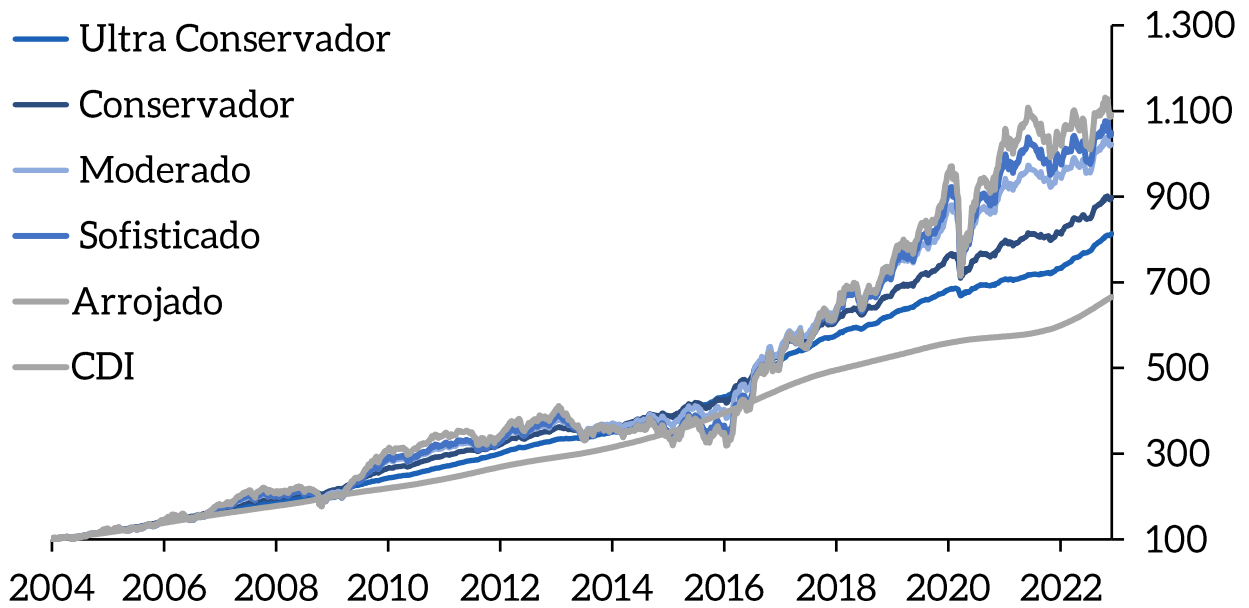
| | Retorno Médio Anual* | Retorno No Mês | Retorno No Ano | Retorno 12 meses | Retorno 24 meses | Retorno 36 meses | Retorno 60 meses |
|-------------------|----------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Ultra Conservador | 9,59% | 0,58% | 10,93% | 11,96% | 16,28% | 20,74% | 42,56% |
| Conservador | 11,41% | -0,14% | 9,90% | 11,26% | 15,26% | 21,08% | 49,38% |
| Moderado | 14,46% | -1,22% | 7,35% | 9,55% | 13,39% | 23,33% | 63,93% |
| Sofisticado | 16,52% | -2,15% | 5,80% | 8,27% | 11,63% | 22,56% | 72,88% |
| Arrojado | 18,03% | -2,80% | 5,05% | 7,89% | 10,94% | 22,93% | 78,98% |
| CDI | 7,88% | 1,02% | 11,14% | 12,00% | 16,25% | 19,71% | 35,21% |
| IBOVESPA | 15,06% | -3,06% | 7,31% | 10,37% | 3,30% | 3,93% | 56,29% |

| | 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 | 21,08% | 3,05% | 2,83% | -1,62% | 1,22% |
| Conservador | 18 | 0 | 29,50% | 0,96% | 5,43% | -4,53% | 3,13% |
| Moderado | 17 | 1 | 43,97% | -3,79% | 9,18% | -9,15% | 6,13% |
| Sofisticado | 15 | 3 | 55,44% | -10,56% | 12,24% | -13,00% | 8,39% |
| Arrojado | 14 | 4 | 65,31% | -14,34% | 14,71% | -15,78% | 10,21% |

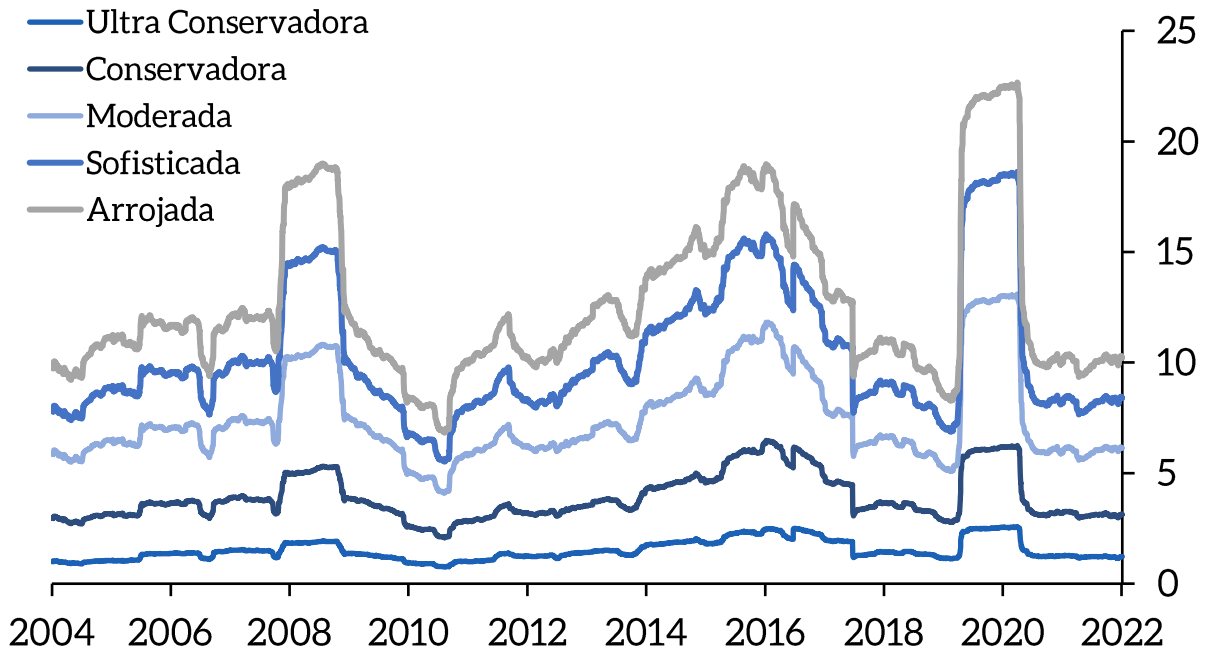
RETORNO MENSAL



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.