



Comentários do Gestor

Novembro de 2020

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CGA

1

Um novo ciclo nos espera

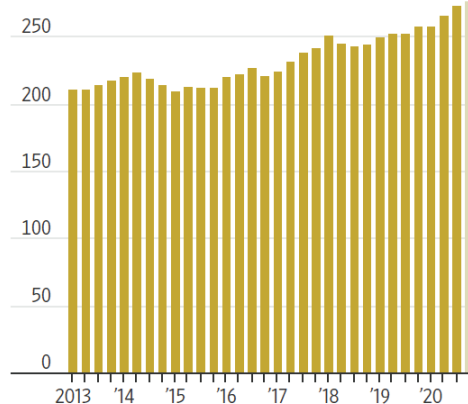
—
“A história não se repete, mas rima.”¹
—

Períodos de guerra, historicamente, são acompanhados por períodos de escalada no nível de endividamento das economias. Em 2020, não passamos por nenhuma grande guerra como vivido em períodos anteriores, mas a população e os governos uniram-se à batalha contra o inimigo comum: o covid-19. Por consequência desse duelo, o nível da dívida global emitida para mitigar os efeitos econômicos das medidas sanitárias de combate ao vírus atingiu o recorde de US\$ 9,7 trilhões. Com isso, a dívida global chegou a marca de US\$ 272 trilhões e deve fechar o ano em US\$ 277 trilhões, segundo o International Institute of Finance, um valor que representa 365% de todo o PIB global.

Debt Pile

Global debt outstanding

\$300 trillion



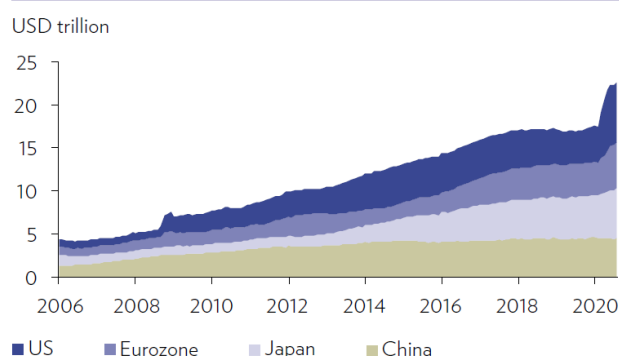
Note: 4Q 2020 figure is an estimate.

Source: Institute of International Finance

¹ Mark Twain

Alinhado a este movimento, observamos forte injeção de estímulos monetários pelos Bancos Centrais, com suas políticas de baixos juros (ou até negativos, em alguns países) e compra de ativos. Tal fluxo inchou o balanço dessas instituições, como podemos observar, no gráfico abaixo que consolida a posição dos bancos centrais dos EUA, Zona do Euro, Japão e China. As entidades elevaram seu balanço de ativos para patamar superior a US\$ 20 trilhões.

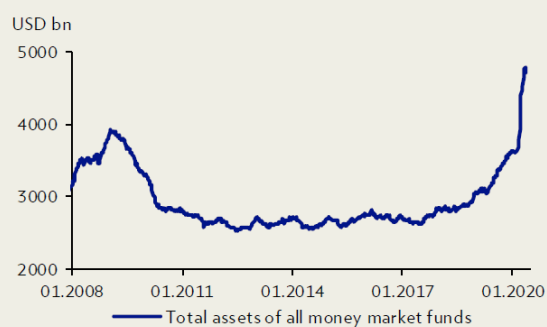
CHART 3: CENTRAL BANK BALANCE SHEETS



Source: Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Esse movimento ocasionou uma enxurrada de liquidez em todo o sistema financeiro. Nos EUA, os chamados Money Market Funds, como são conhecidos os fundos de alta liquidez – similar ao que temos no Brasil com os fundos referenciados DI – atingiram a marca histórica de US\$ 4,8 trilhões.

CHART OF THE WEEK: PARKED LIQUIDITY



Source: Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Um estudo produzido pelo economista Manoj Pradhan fundamenta a visão de que começaremos a observar o ressurgimento da inflação ao redor do mundo por conta do alto volume de estímulos enxurrados no sistema global. O principal contra-argumento para essa tese é de que na última grande crise financeira, em 2008, e na crise europeia, em 2011, os estímulos financeiros também foram massivos, mas que não houve pressão inflacionária no período; pelo contrário, observamos economias que insistem em permanecer na deflação.

O argumento de Pradhan procura estabelecer um contraponto. A crise que vivemos com o coronavírus foi diferente das demais, especialmente pelo aspecto que o fluxo de estímulos foi, principalmente, dos governos para a população – diferentemente das tradicionais políticas monetárias expansionistas utilizadas nos eventos mencionados.

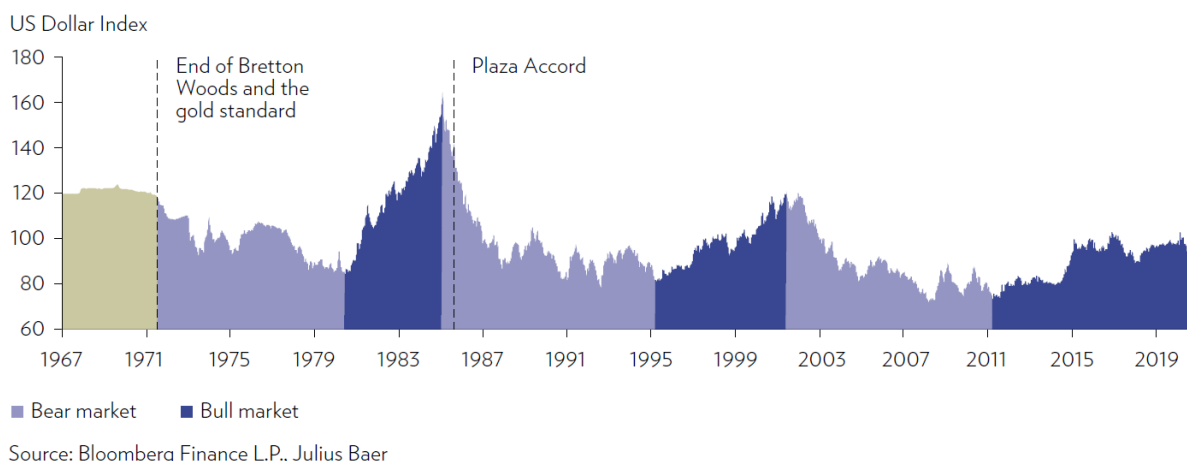
Essa linha de raciocínio suporta um cenário em que a liquidez em excesso é direcionada para ativos de risco - em busca de maiores retornos. Observa-se desvalorização do dólar americano e um novo ciclo de alta das commodities deve se consolidar nos próximos anos. Este resultado nos leva a retomada de um movimento histórico de valorização dos ativos de risco nos mercados emergentes.

A China tem sido uma das principais forças motriz por trás do desenvolvimento dos emergentes e do mundo, como um todo. Observamos em um estudo recente desenvolvido por Jean van de Walle – especialista em mercados emergentes – ([acesse o relatório clicando aqui](#)) que o país asiático entregou um crescimento do seu PIB per capita saindo de uma base de US\$ 746, em 1994, para US\$ 7.784, 20 anos depois.

No gráfico divulgado abaixo em estudo desenvolvido pelo banco suíço Julius Baer, podemos avaliar que a primeira década do século XXI veio

com o período de forte alta nos mercados emergentes, coincidente com uma perda relativa do dólar contra uma cesta de moedas. Na segunda década, o movimento foi o oposto: mercados emergentes à míngua, forte apreciação do dólar e mercados desenvolvidos apresentando recordes após recordes.

CHART 3: US DOLLAR REGIME ALTERNATION MIGHT BE OVER



Observamos que o comportamento dos mercados emergentes está fortemente correlacionado com a natureza cíclica das economias, especialmente pelos fatores de forte crescimento global, ascensão nos preços das commodities e queda no valor relativo do dólar americano.

Os períodos de 1969-1975, 1987-1992, 2002-2010, são considerados janelas de forte alta nos mercados acionários dos emergentes (conhecido no jargão do mercado por bull market) e foram acompanhados por esse padrão de crescimento dos emergentes, valorização em commodities e dólar enfraquecido.

No Brasil, o último ciclo de alta que vivemos em nossa bolsa, puxada pela valorização das commodities, durou de setembro/2002 a maio/2008 e multiplicou o capital dos investidores por 20,1x nesse período, em dólares. Desde 1968, observamos pelo menos 5 ciclos de

recuperação semelhante do nosso mercado, após períodos de estagnação dos mercados emergentes.

Em linha com esse movimento, observamos nos últimos meses a injeção de recursos dos investidores em mercados emergentes por busca de maiores retornos. Na bolsa brasileira, o investidor estrangeiro foi responsável, neste mês de novembro, por 49% do volume de negociações, tendo negociado um volume líquido de compras no valor de R\$ 33,3 bilhões. Este fluxo reverteu uma tendência no ano que chegou a representar saída líquida de R\$ 80 bilhões, até o final de setembro.

O Brasil é bastante competitivo em várias commodities vitais para economia global como: petróleo, celulose, minério de ferro e soja, assim consideramos bastante razoável um cenário de recuperação do valor de nossos ativos em dólar nos próximos anos.

2

Cenário Econômico

O comportamento dos mercados neste mês foi marcado pela evolução no desenvolvimento das vacinas e expectativa de retomada econômica. Atualmente as 3 principais mundialmente que vêm despontando são: Pfizer/BioNTech, Oxford/AstraZeneca e Moderna.

A vacina da Pfizer apresentou eficácia na ordem de 90% dos testes. A Agência de Remédios e Alimentos (FDA, na sigla em inglês) dos Estados Unidos exige pelo menos 50% de eficácia em testes clínicos para aprovação. A estimativa do laboratório é produzir 50 milhões de doses da vacina em 2020 e 1,3 bilhão em 2021. Em relação a Anvisa, a Pfizer é uma das 4 farmacêuticas autorizadas para realizar estudos clínicos de vacinas contra a covid-19. A companhia estima que ainda

no 1º trimestre de 2021 deve disponibilizar a vacina aos brasileiros, caso o trâmite com a Anvisa corra de acordo com a normalidade. Enquanto nos Estados Unidos e Europa, a vacina já deve estar disponível no decorrer do mês de dezembro. O Reino Unido foi o primeiro país a aprovar definitivamente uma vacina (em que a Pfizer foi a escolhida) para aplicar na população.

A farmacêutica americana Moderna apresentou eficácia de 94,5% em seus testes. Já a vacina da Oxford/AstraZeneca apresentou eficácia média na ordem de 70%, entre dois modelos de testagem, com a expectativa de fabricar mais de 3 bilhões de doses para o próximo ano.

Com o ressurgimento de casos e a volta de algumas medidas restritivas na Europa e Estados Unidos, mesmo que de forma mais branda do que no primeiro movimento do vírus, especialistas entendem que as principais economias poderão se retrair nos últimos meses do ano.

Estudos do IHS Markit a respeito da atividade empresarial nos EUA, apresentou dados de 57,9 em novembro, saindo de 56,3 em outubro. Na Zona do Euro, o mesmo indicador apresentou dado de 45,1 para novembro, enquanto em outubro estava em 50,0. Indicadores abaixo de 50, são indicativos de contração econômica – que no caso da Europa vem sendo puxado pelo setor de serviços e turismo. Dentro da Europa, países como Reino Unido e França, mais dependentes de serviços, apresentam maior dificuldade na retomada. Já a Alemanha, mais atrelada a indústria exportadora, vem apresentando melhores indicadores. Países que compõem a União Europeia comunicaram flexibilização em suas medidas de restrições sociais para este período de fim de ano.

A China vem entregando dados econômicos vigorosos de retomada, bem acima dos demais países emergentes e, inclusive, dos desenvolvidos. A produção industrial subiu 6,9% em outubro, ante o

mesmo mês do ano anterior – enquanto especialistas estimavam um dado na ordem de 6,5%, superando as expectativas. A taxa de desemprego urbana se encontra em 5,3%. Em relação ao PIB, de maneira geral, após a queda de 6,8% no primeiro trimestre e uma recuperação de 3,2% no segundo, este último trimestre apresentou expansão de 4,9%. Especialistas acreditam que o ritmo deve continuar nos últimos três meses do ano em torno de 5% a 6%.

O movimento de busca por risco pelos investidores globais impulsionou os principais mercados mundo a fora. O Brasil conseguiu surfar esta onda, inclusive com o Real se valorizando frente ao Dólar no mês de novembro na ordem de 6,82% - maior alta em um mês desde outubro de 2018.

O índice de inflação oficial, IPCA, apresentou alta de 0,89% no mês de novembro, representando a maior alta para o mês desde 2015. No acumulado dos últimos 12 meses, o IPCA atinge a marca de 4,31%, superando a meta de inflação de 4,0%. O núcleo que mais puxou o resultado da inflação ficou a cargo dos alimentos, especialmente no item carnes. Economistas entendem que a pressão inflacionária é transitória e o resultado advém da valorização das commodities e da escalada do dólar.

O Brasil entregou expansão econômica no terceiro trimestre de 2020 de 7,7%, o resultado ainda não recupera as quedas no 1º semestre do ano – que acumulou uma retração de -11,1% –, porém representou o maior crescimento da série histórica iniciando em 1996. Os pontos que chamaram atenção nos dados econômicos foram: (i) a baixa formação de estoques por parte da indústria e do varejo, e (ii) a formação da poupança involuntária por parte das famílias, fator responsável por formar uma demanda reprimida a ser compensada com a abertura da economia.



Finacap Mauritsstad FIA

O fundo Finacap Mauritsstad FIA apresentou resultado de 13,88% em novembro/2020 contra 15,90% do Ibovespa, representando um desempenho inferior ao índice de mercado de -2,02%. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um resultado de 13,84% e o Ibovespa 0,61% (prêmio de 13,23% sobre a bolsa). Desde o início, o fundo teve desempenho de 964,42% enquanto o Ibovespa foi de 413,67%.

Em nossos Comentários referente ao mês de novembro/2020, apresentaremos nossa análise sobre alguns dos setores que foram destaques no mês: Mineração, Papel & Celulose e Telecomunicações.

MINERAÇÃO

A principal exposição no setor fica a cargo da Vale (VALE3) que apresentou valorização no mês de novembro de 28,82%. Uma das principais notícias que movimentou as ações da Vale foi a venda de R\$ 2,54 bilhões de participações na companhia detidas pelo BNDES, no dia 16 de novembro. Após esse dia ainda ocorreram vendas pulverizadas, cerca de 31 milhões de quantidades do papel. Com a operação, o BNDES passou a deter 2,22% do capital social da companhia que antes era de 3,6%. Tal movimento advém da nova estratégia do Banco de diminuir sua carteira de renda variável. O BNDES tinha parte de sua exposição vinculada ao acordo de acionistas e passou a ficar livre para fazer o movimento de liquidação de suas ações após a extinção do antigo acordo que encerrou em 09 de novembro.

A cotação da principal commodity produzida pela Vale, o minério de ferro, atingiu no fim de novembro o valor de US\$ 131,63 – maior

patamar desde janeiro de 2014. No ano de 2020, a commodity já entrega valorização de 43%. O resultado advém especialmente da produção de aço na China, acompanhada por uma forte demanda interna, investimentos em infraestrutura e pujante mercado imobiliário. O gigante asiático é responsável por 70% do consumo de minério de ferro no mundo.

A companhia anunciou aos investidores que deve expandir sua atuação no mercado de cobre através da província mineral de Carajás, no Pará. A expectativa é chegar a 500 mil toneladas, no consolidado, até 2025 (o que representaria para a Vale uma participação no mercado global na ordem de 2,0 a 2,5%) e um volume potencial de 900 mil toneladas, sem prazo definido.

A Vale tem meta de atingir volume de produção de 400 milhões de toneladas em minério de ferro até o fim de 2022 e, com perspectiva de longo prazo, de atingir 450 milhões de toneladas.

Ademais, na recente apresentação aos investidores da companhia, a administração da empresa dedicou tempo significativo para as iniciativas alinhadas as práticas ESG (Ambientais, Sociais e Governamentais, na sigla em inglês).

A companhia negocia a preços bastante atrativos e ainda com desconto em torno de 35% das empresas australianas similares a Vale.

PAPEL & CELULOSE

A Suzano (SUZB3) é a principal exposição no setor de Papel & Celulose no fundo e apresentou valorização de 12,89% no mês de novembro. A companhia efetuou uma operação de venda de ativos florestais para a Bracell por pouco mais de R\$ 1 bilhão, no último mês. A venda coloca em curso a instalação de uma nova fábrica em Ribas do Rio Pardo, no estado do Mato Grosso do Sul, que deverá adicionar 2,2 milhões de

toneladas/ano em sua capacidade produtiva de celulose. A planta terá custo de produção estimado em US\$ 90/tonelada (enquanto a média das demais operações é de US\$ 120/tonelada). O projeto em Ribas do Rio Pardo deve gerar em torno de R\$ 10 a 16 bilhões de valor presente líquido, com operação iniciando no 2º semestre de 2023.

Com isso, a companhia atinge a meta estabelecida após a fusão com a Fibria de injetar no caixa R\$ 1 bilhão com a venda de ativos não estratégicos, para redução da alavancagem. Com prazo para atingir o objetivo em até 5 anos, a administração conseguiu chegar no alvo em prazo inferior ao planejado. A empresa ainda estima capturar no ano de 2021 em torno de R\$ 1,1 a R\$ 1,2 bilhão de sinergias entre sua operação consolidada com a fusão com a Fibria.

Ao preço atual em torno de US\$ 460/tonelada, 20% da capacidade de produção global ainda opera abaixo do seu custo marginal de produção. É possível que com a retomada da demanda e/ou incremento nas cotações da celulose, tais produtores possam manter suas operações viáveis. Caso contrário, o equilíbrio da oferta com a demanda, se dará com redução no volume de oferta.

A Suzano vem se beneficiando da reversão do ciclo de baixa da celulose que durou em torno de 18 meses a preços abaixo do custo marginal de produção. A estrutura competitiva de custos da empresa foi crucial para que conseguisse superar este ciclo. A recuperação do setor vem tanto pela recomposição da demanda, aumento no valor das cotações da commodity e de diminuição no volume de oferta.

A companhia sofreu em um período por alto nível de estoque em seus balanços, porém já observamos o volume de estoque abaixo da sua média histórica e retomando suas operações a plena capacidade.

Com produção de 11 milhões de toneladas por ano de celulose, a companhia é a maior empresa do mundo no setor.

TELECOMUNICAÇÕES

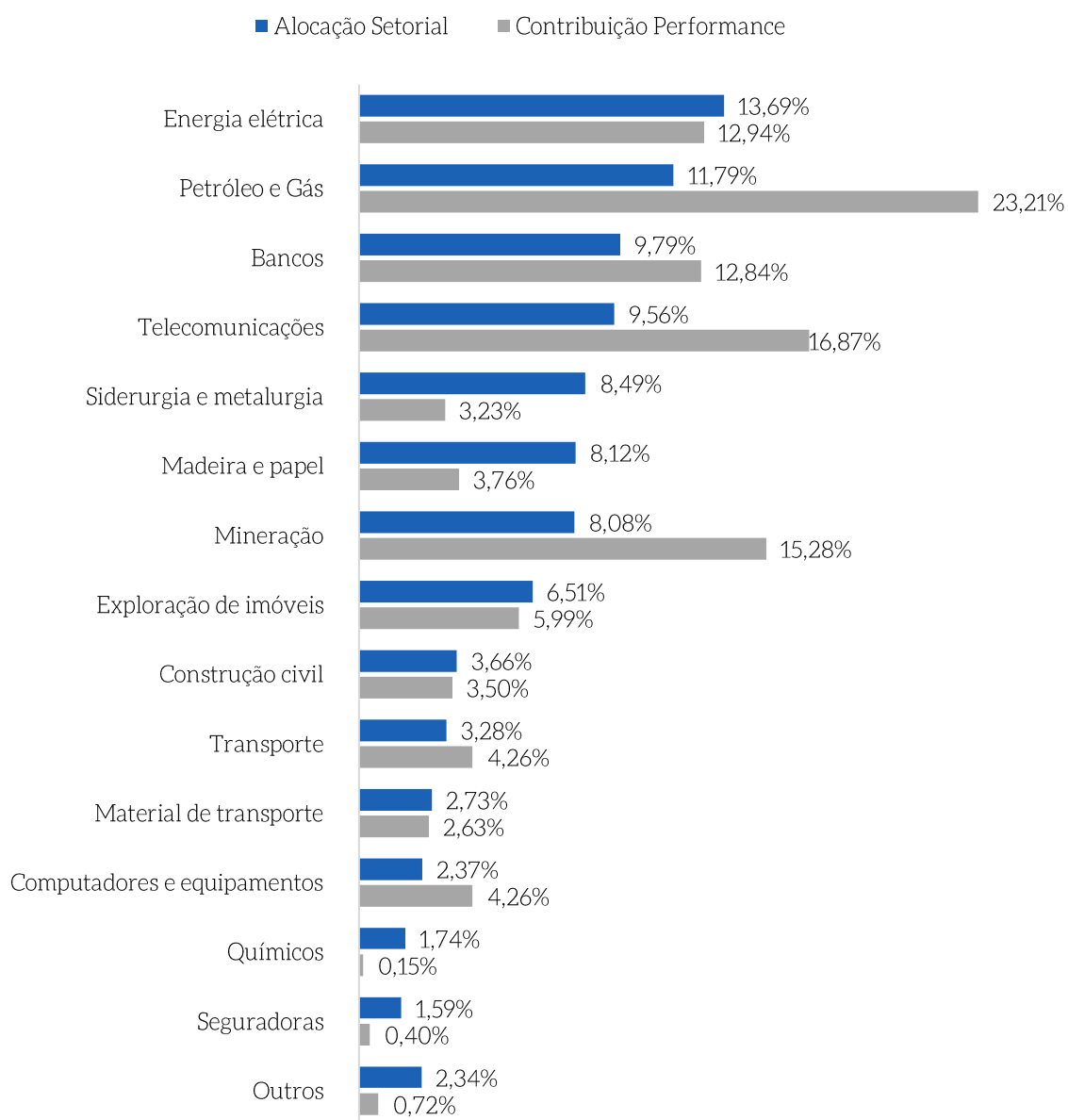
A companhia Oi S/A é uma das principais exposições no setor de telecomunicações do fundo e foi responsável pelo retorno de 36,77% no mês de novembro. No último leilão realizado em 26 de novembro, a empresa vendeu suas unidades de torres móveis e data centers por R\$ 1,067 bilhão e R\$ 325 milhões, respectivamente. Está previsto para ocorrer no dia 14 de dezembro o leilão da operação móvel da companhia. Até o momento, a proposta na mesa do trio Claro/Telefônica/TIM é no valor de R\$ 16,5 bilhões pela unidade móvel. A oferta conjunta das três companhias tem o direito de stalking horse, modelo em que o ofertante tem o direito de cobrir qualquer oferta superior à proposta vinculante apresentada, em até 48 horas, servindo então os R\$ 16,5 bilhões como piso para negociação.

Os próximos leilões a acontecer em 2021 são da unidade de fibra ótica, em que será negociado a participação na futura empresa de infraestrutura a ser criada (denominada InfraCo), e da divisão de TV paga por satélite (serviços de DTH e IPTV), os quais deveram ser leiloados até o fim do 1º trimestre de 2021. A administração estima começar a receber propostas vinculantes a partir de 21 de janeiro de 2021, mas já houve interessados se pronunciando favoravelmente a respeito da oportunidade.

A estimativa da companhia é levantar em torno de R\$ 27 bilhões nas alienações das UPIs (Unidades Produtivas Isoladas), modelo que vem se mostrando bem-sucedido no qual o comprador adquire um ativo estratégico livre dos de qualquer contingência da empresa vendedora participante da recuperação judicial.

Em relação ao negócio de fibra ótica, a Oi vem apresentando resultados operacionais acima do seu plano de negócios. Atualmente a empresa vem entregando 150 mil de casas conectadas por mês. A demanda vem aumentando especialmente pelo período de home office e home schooling.

Atribuição de Performance





Finacap FIM Multiestratégia

O fundo Finacap FIM Multiestratégia Crédito Privado apresentou um resultado em novembro/2020 de 2,57% contra 0,15% do CDI. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um retorno de 3,52% contra 2,97% do CDI e, desde o início, os resultados são 75,57% para o fundo e o CDI 59,67% (126,64% do CDI em desempenho comparativo)

As contribuições no resultado por estratégia foram: Pós Fixado Crédito Soberano (0,04%), Pós Fixado Crédito Privado (0,11%), IPCA Crédito Soberano (0,47%), IPCA Crédito Privado (0,15%), Ações (1,47%), Alternativos (0,38%) e Pré Fixado (0,01%).

O mês de novembro foi marcado pelo forte desempenho da estratégia de renda variável, que entregou a principal contribuição para o desempenho no mês e representa 11% 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.

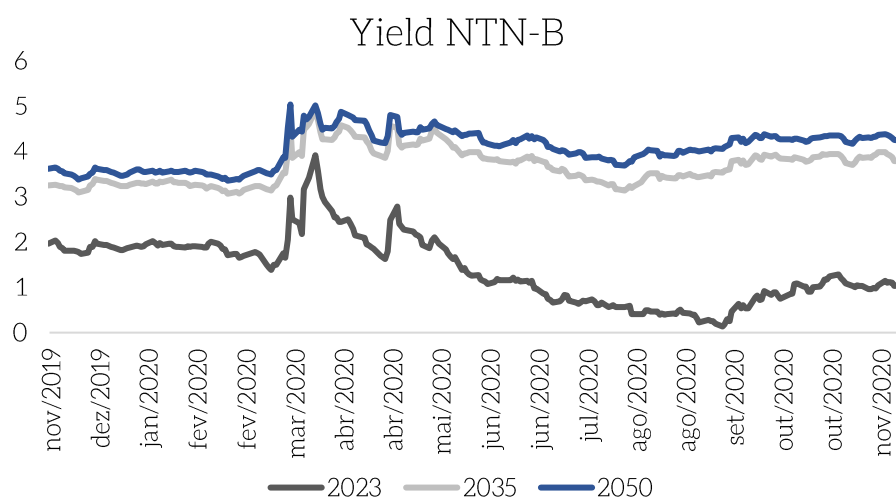
Nossa exposição em títulos de dívida privada apresentou uma contribuição positiva de 0,26% para o resultado do fundo. A exposição total nesta estratégia é de 33% do patrimônio líquido do fundo. A carteira de crédito entregou resultado positivo e acima do CDI no mês, especialmente os papéis atrelados à taxa de juros real. Nenhum da carteira entregou resultado inferior ao CDI.

Os investimentos em títulos do Tesouro Nacional atrelados à inflação (conhecidas como NTN-B) apresentaram valorização para os papéis com vencimento em 2023, 2045 e 2050. Os títulos apresentaram os seguintes resultados, respectivamente: 1,32%, 2,67% e 2,93%,

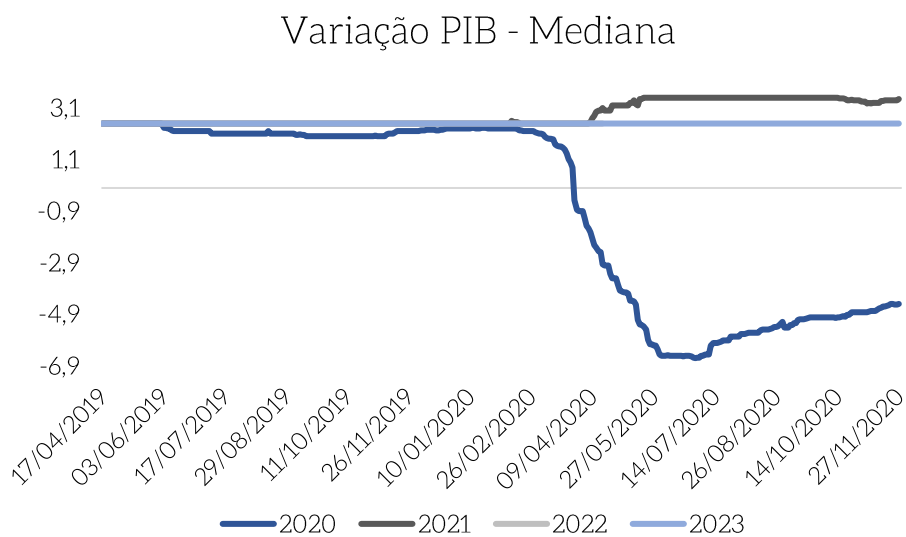
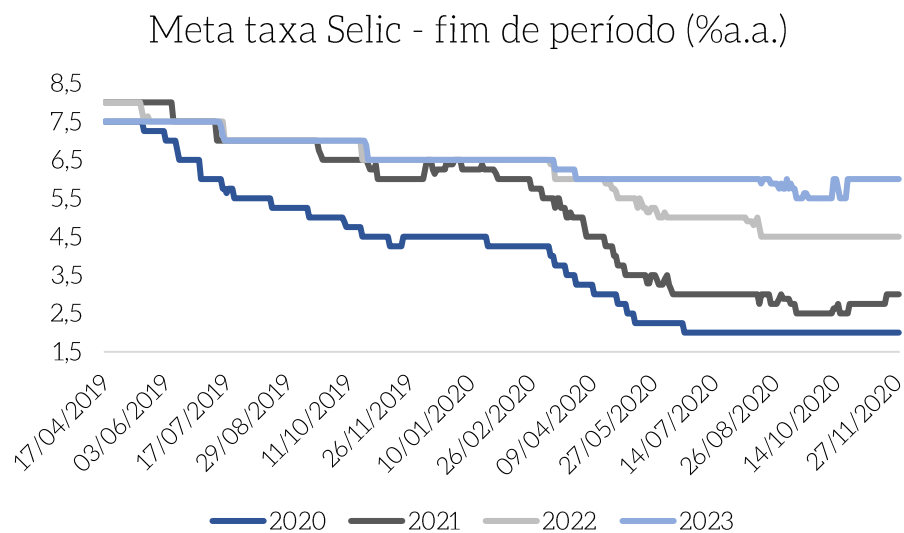
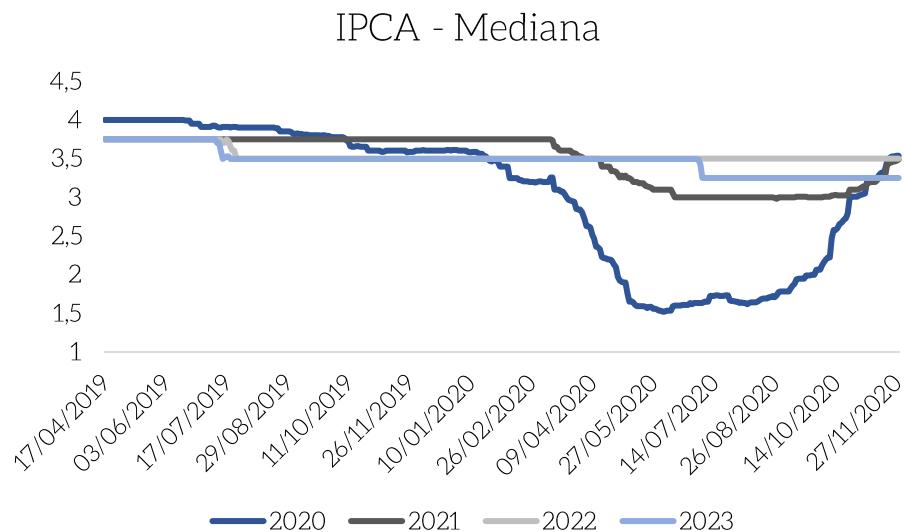
representando uma das principais contribuições positivas para o desempenho do fundo no mês.

Tal movimento advém do fechamento dos prêmios pagos por estes títulos do Tesouro, observado nos gráficos abaixo, apresentam a redução recente das taxas atreladas a estes títulos. Destacamos, ainda, diferença significativa da taxa de rendimento dos títulos com vencimento mais longo em relação aos mais curtos.

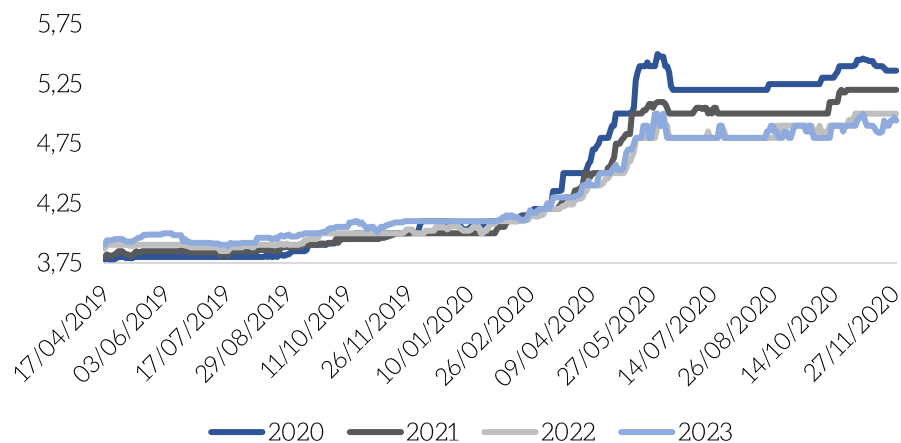
É possível observar no gráfico que a distância entre a curva dos títulos longos em relação aos curtos, antes era bem mais estreita e, no momento, encontra-se mais espaçada. Isto nos leva a crer no potencial de prêmio a ser entregue pelos títulos longos em relação aos curtos com o estreitamento dessas curvas. Justamente por essa tese, aumentamos a exposição a estes papéis no fundo para 22% (em setembro, a participação era de 13%).



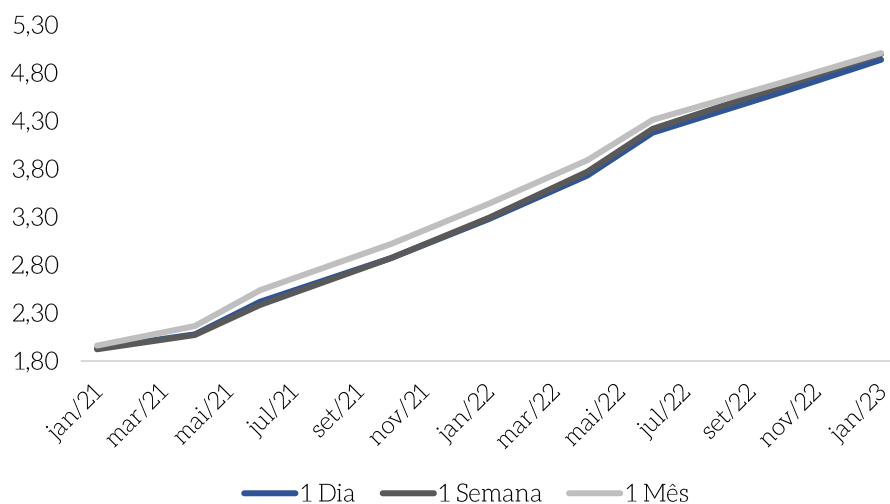
Por fim, dispomos abaixo as principais métrica divulgadas pelo boletim Focus que extraem as expectativas dos agentes do mercado quanto as projeções de indicadores macro econômicos do Brasil, um gráfico de composição da curva de juros e um comparativo do desempenho do IMA-B (índice da Anbima que compõe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



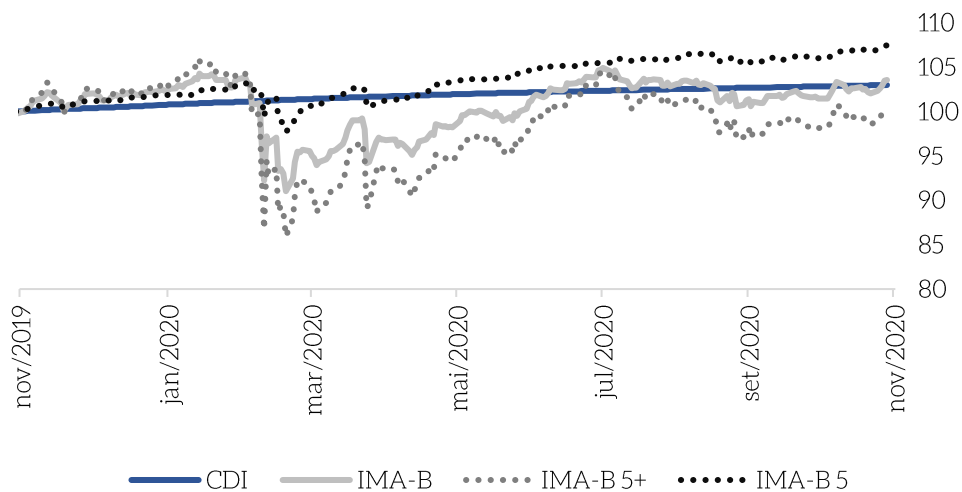
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)



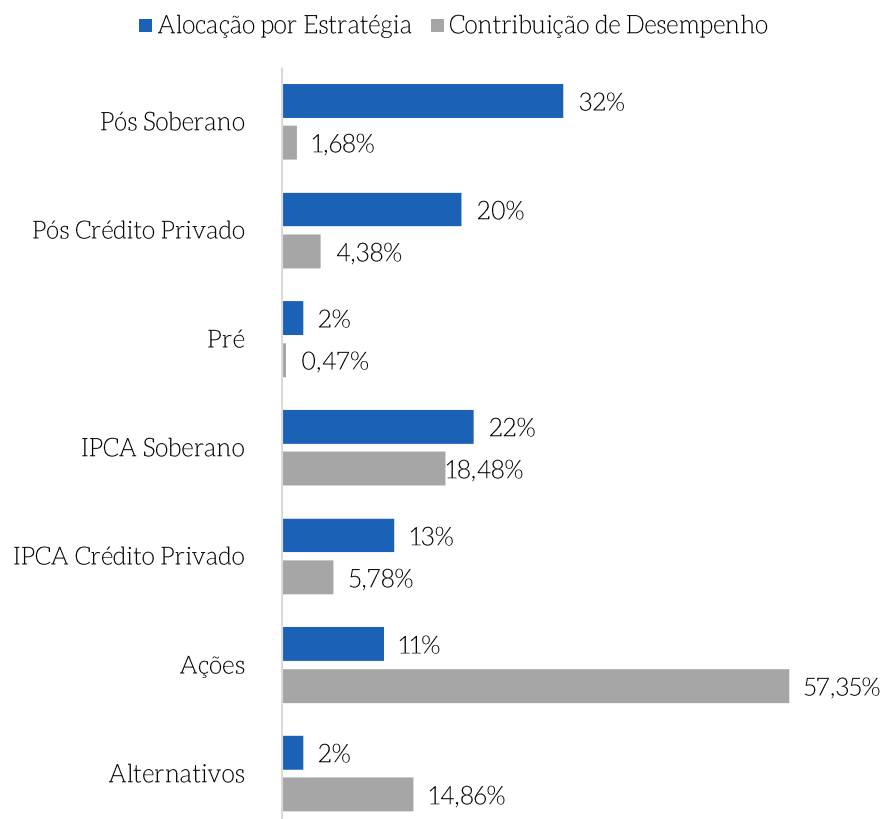
Curva DI



IMA-B x CDI



Atribuição de Performance



70

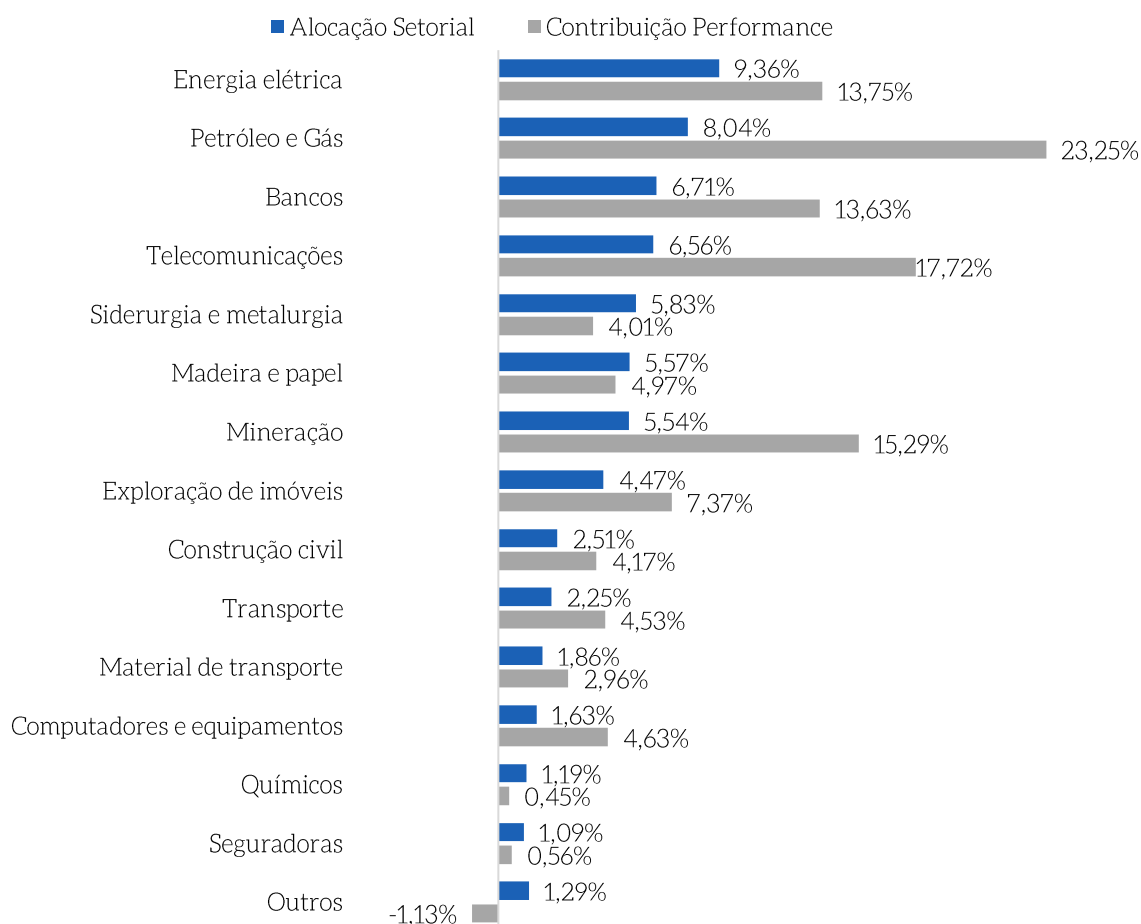
Finacap Icatu Previdenciário 70

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	13,88%	1,11%	13,84%	964,42%
Ibovespa	15,90%	-5,84%	0,61%	413,67%

Finacap FIM Multiestratégia				
	Mês	2020	12 Meses	Desde o Início
Rentabilidade				
Fundo	2,57%	1,63%	3,52%	75,57%
CDI	0,15%	2,59%	2,97%	59,67%

Finacap Icatu 70 Prev FIM				
	Mês	2020	12 Meses	Desde o Início
Rentabilidade				
Fundo	8,84%	4,77%	10,85%	13,82%
IMA-B	2,00%	1,48%	3,52%	7,01%

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\$ 113.018.847; Finacap FIM Multiestratégia - R\$ 55.705.199; Finacap Icatu 70 - R\$ 16.696.229. 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.