

Comentários do Gestor

Março de 2020

Luiz Fernando Araújo, CFA®

Diretor de Investimentos

Alexandre Brito, CGA

Analista de Investimentos



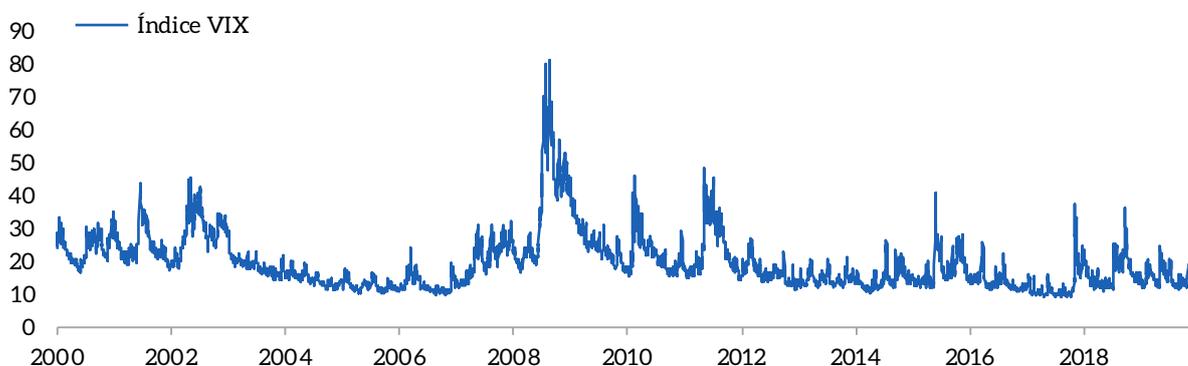
Finacap Mauritsstad FIA

O fundo Finacap Mauritsstad FIA apresentou resultado de -27,38% em março/2020 contra -29,90% do Ibovespa, representando um prêmio sobre o índice de mercado de +2,52%. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um resultado de -16,74% para um Ibovespa -23,47% (prêmio de +6,73% sobre a bolsa).

O fundo não apresentou setores que contribuíram positivamente para o resultado. Exploraremos neste relatório, nossa visão sobre o momento atual dos mercados, assim como nossa percepção sobre os impactos da crise sobre os setores de Petróleo & Gás, Bancos, Mineração, Madeira & Papel e Energia Elétrica.

Warren Buffett – To the Shareholders – 1986

“Nós simplesmente buscamos ser medrosos quando os outros estão gananciosos e ser gananciosos quando os outros estão medrosos.”



O índice VIX é conhecido como o “índice do medo”. O gráfico acima mostra o quanto os investidores estão medrosos quanto aos desdobramentos dos últimos acontecimentos nos mercados.

3 Finacap Mauritsstad FIA

Fica evidente tanto para nós, que estamos no dia a dia dos pregões, quanto àqueles que acompanham os noticiários e manchetes dos jornais, que os mercados estão passando por um momento stressado. Como pontua o investidor Howard Marks, em sua carta aos investidores:

Howard Marks – Weekly
Update – 19/03/2020

—
“É fácil dizer que algo próximo de pânico está presente nos mercados.”
—

Março ficou marcado como um mês de superlativos. O dia 9 de março foi o 11º aniversário do mercado de alta (bull market) dos EUA. Se encerrou, como sempre acontece, com um choque de onde ninguém esperava. A desvalorização nos índices de mercados globais aconteceu em uma velocidade sem precedentes. Inclusive nossa bolsa brasileira teve o mês de maior queda dos últimos 22 anos. Além de 6 circuit breakers.

Fortes medidas de isolamento social e restrições de locomoção foram determinadas ao redor de todo o mundo resultando numa queda nunca vista na demanda. Esta paralisação deve impactar a economia global com declínio nas vendas, empregabilidade, produção industrial e lucro das empresas. A temida recessão se tornou inevitável nos EUA e UE, e à medida que os casos continuam acelerando em vários países, provocando efeito dominó que dificultará, inclusive, a retomada na China cuja curva de contaminação parece estar em estágio final.

Diferente do que vivemos nas últimas grandes crises do mercado, a atual foi causada pelas fragilidades nos sistemas de saúde que impactou a economia real. Os bancos, que antes foram os

4 Finacap Mauritsstad FIA

vilões e epicentro da crise sistêmica, hoje, provavelmente serão canal importante para acelerar a recuperação da atividade.

Respeitando a tradição dos grandes investidores de valor não costumamos fazer exercícios de “futurologia” para o nível de produção econômica, taxa de juros, câmbio, etc. Isso não significa que ignoramos indicadores econômicos e o impacto dos movimentos sociais sobre o resultado financeiro das organizações as quais atrelamos o destino da poupança de nossos investidores. Com as informações que dispõem hoje, economistas que respeitamos falam de um PIB global decrescendo em 2020 na ordem de -2,3% - o que seria o menor resultado desde a grande crise financeira em 2009. O impacto social por trás deste número é enorme e já temos notícias de programas de transferência massiva de recursos públicos para os setores mais vulneráveis da sociedade. Dado nosso histórico de governança fiscal, a questão de como esta conta será assimilada pela sociedade nos próximos anos deverá estar sempre presente na nossa lista de principais riscos.

—

Christine Lagarde,
Presidente ECB - Banco
Central Europeu

“Momentos extraordinários exigem ações extraordinárias.”

—

Governos ocidentais enfrentam grande dilema entre as medidas tomadas para achatar a curva de contaminação do vírus e os impactos econômicos destas políticas. De qualquer forma, até o momento, a Alemanha prevê gastar em torno de 20% do PIB para ajudar a economia, enquanto a Espanha e o Reino Unido em torno de 15% e os EUA mais de 10% para atenuar os impactos econômicos.

Bancos Centrais reagiram tão rapidamente quanto foi a propaga-

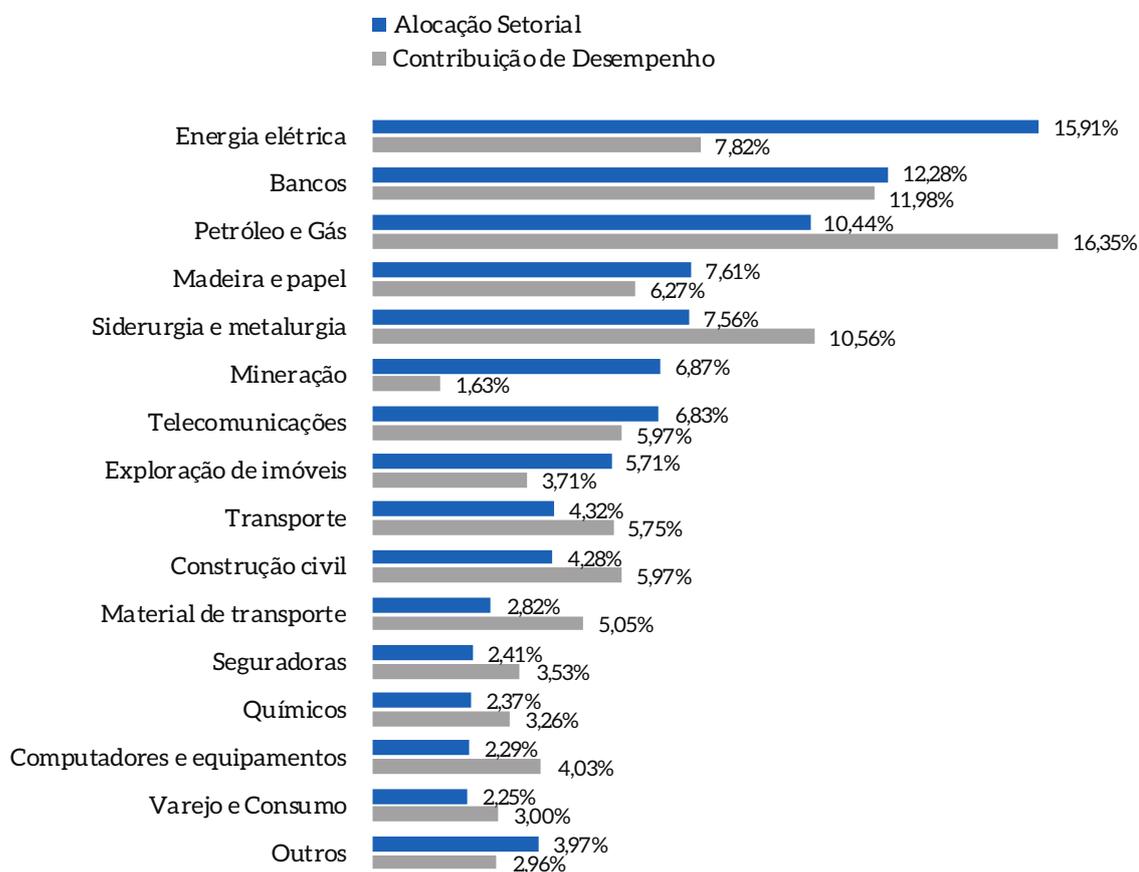
5 Finacap Mauritsstad FIA

ção do vírus para prover liquidez suficiente para os sistemas financeiros. No Brasil, já identificamos forte pressão para atuação no mercado de crédito privado que enfrenta seu segundo grande teste de resiliência desde que as plataformas de investimentos popularizaram os fundos de crédito.

Larry Fink - BlackRock -
Letter to Shareholders -
29/03/2020

“Acredito que a visão de longo prazo nunca foi tão essencial como nos dias atuais. Empresas e investidores que tenham um forte senso de propósito e uma abordagem de longo prazo estarão aptos a navegar por esta crise e suas consequências. (...) O mundo vai vencer a crise. A economia vai se recuperar. E para os investidores que mantém os olhos não no chão instável sob seus pés, mas no horizonte a frente, há tremendas oportunidades nos mercados atualmente.”

Atribuição de Performance



O mês de março foi marcado pelo aumento da exposição do fundo ao setor de Energia Elétrica que atingiu 15,91% do patrimônio do fundo. A contribuição de 7,82% para o resultado negativo do mês, bem abaixo de sua exposição, significa que o desempenho destes investimentos foram a principal razão para explicar o retorno consolidado da cota superior à média de mercado.

Dentro deste setor, nos concentramos nas empresas de transmissão de energia que inquestionavelmente têm o menor risco de impacto financeiro. Neste modelo de negócio o nível de incerteza na projeção do fluxo de caixa é bastante baixo, e os contratos de concessão tem prazo de amortização do principal. O perfil de risco destas ações, portanto, se assemelha muito ao de títulos de dívida de longo prazo.

Neste sentido, entendemos que um modelo bastante interessante de avaliar o nível de atratividade destes investimentos neste momento é por meio da comparação das taxas internas de retorno implícita nas concessões de titularidade das empresas com a taxa de títulos públicos indexados à inflação. A estimativa do BBI para taxa interna de retorno média para o setor de 11,6% nos parece bastante razoável e representa um prêmio de 6,3% sobre a NTN-B com vencimento em 2035.

Para o segmento de Bancos, nossa maior exposição se mantém em Itausa (holding do Itaú Unibanco). Os bancos brasileiros, de um modo geral, em especial o Banco Itaú, vêm operando a níveis confortáveis e saudáveis em termos de capital e liquidez. O índice de Basileia dos bancos (que é considerado o principal indicador de solvência) está em 17,1% - onde o mínimo exigido é de 10,5% - e indicadores de liquidez 2 vezes superiores ao mínimo determinado.

Em relação ao sistema financeiro, não há nenhum stress visível no sistema interbancário nacional e internacional. Desde 2008, as exigências de capital e liquidez nos bancos levou as instituições financeiras a chegarem ao momento atual com balanços muito mais robustos.

Neste espaço temos discutido de forma recorrente sobre a percepção do mercado em relação as ameaças de disrupção promovidas pelas fintechs e a consequência desta avaliação sobre a múltiplos da ação na suas mínimas históricas. Neste crash, entretanto, o mercado não levou em consideração esta precificação conservadora e penalizou as cotações de forma proporcional.

Em relação ao setor de Petróleo & Gás, nossa maior exposição continua sendo em Petrobras. O setor enfrentou neste mês um cenário de tempestade perfeita marcado por um duplo choque: na demanda (por conta da propagação da pandemia) e na oferta (início da guerra de preços – também conhecida como price war – entre duas das principais nações produtoras, Rússia e Arábia Saudita). Isso explica a forte contribuição deste setor para o retorno negativo da cota do fundo com uma contribuição de 16,35% para uma exposição de 10,44%.

O petróleo, tipo Brent, apresentou desvalorização em março de -55%, enquanto que no ano o resultado foi de -65,5%. A cotação da commodity saiu de US\$ 66,41/barril para os preços atuais de US\$ 22,74/barril. A rápida deterioração neste mês iniciou após desavenças entre as duas das principais nações produtoras do petróleo não chegarem a um acordo sobre o nível de corte na produção necessário para conter os efeitos do choque de demanda sobre a cotação do barril.

As empresas que compõem a cadeia de valor do setor petrolífero

são atingidas de diversas formas pela guerra de preços. Para os países dependentes da receita fiscal gerada pela exploração de suas reservas, a consequência é convulsão social.

Acreditamos que os níveis de preços do petróleo não devem permanecer nessa faixa por muito tempo, haja visto que o patamar atual é inviável para grande parte dos produtores globais, especialmente, para os poços de óleo "não convencional". Nesta cotação, muitos dos produtores operam abaixo do seu ponto de equilíbrio. Naturalmente, produtores com custo alto de exploração cortarão seus volumes e, por consequência, o preço, em algum momento futuro irá convergir para o custo marginal de produção.

No lado da demanda, preços baixos estimulam o consumo – o que, para o momento atual, é uma boa medida de estímulo às economias, em especial para a maior importadora de petróleo: a China.

Para administrar a situação, a Petrobras anunciou em recente conferência que diminuirá ainda mais seu volume de produção – que já vinha operando a níveis baixos. Adicionalmente, há produtos que mantêm o nível de demanda, como é o caso do Diesel, que é um dos principais insumos para o agronegócio. O preço de equilíbrio do barril para a Petrobras se encontra atualmente em US\$ 25/barril (considerando toda a operação) e de US\$ 21 para o pré-sal. Tais níveis proporcionam confiança na capacidade de superação dessa fase de perda de receita, especialmente considerando os efeitos na estrutura ainda verticalizada da companhia.

Nos setores de Mineração e Madeira & Papel, temos no Brasil empresas líderes mundiais, nos respectivos mercados de minério de ferro e celulose, que por motivos circunstanciais, específicos

de cada empresa vinham sendo bastante penalizadas pelo mercado. Nossa percepção é de que, apesar de não estarem imunes ao contexto de retração econômica, a posição estratégica destas empresas no mercado global de insumos básicos para infraestrutura e consumo, em algum momento será devidamente reconhecida pelos mercados.

Para a Vale, cujo principal produto é o minério de ferro, observamos uma leve queda (em relação aos demais ativos) no mês de -6,74% na sua cotação. Aparentemente a visão do mercado é de que a China, maior produtora de aço do mundo, em seu plano de retomada, deve elevar os níveis de consumo para a commodity.

Em Madeira & Papel, nossa principal alocação se concentra em Suzano. A companhia recentemente participou de um anúncio de aumento nos níveis dos preços, os quais não aconteciam desde 2019. A queda nos preços da celulose decorrentes de um desequilíbrio na produção alocada para China afetou o resultado do ano e esta notícia representa um indicativo importante de reversão do problema. Com a incorporação da Fibria, a empresa é atualmente o player mais relevante no mercado global de celulose de fibra curta.



Finacap FIM

O fundo Finacap FIM Multiestratégia Crédito Privado apresentou um resultado em março/2020 de -5,79% contra 0,34% do CDI. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um retorno de 1,88% contra 5,45% do CDI. Os resultados por estratégia foram: Pós-fixado (-1,20%), IPCA (-1,75%) e Ações (-2,06%).

Isaac Newton

“Eu consigo calcular o movimento dos corpos celestiais, mas não a loucura das pessoas.”

No mês de março, nossa exposição em renda variável e crédito privado pós-fixado, foram os principais responsáveis pelo retorno negativo. Neste momento de stress mesmo a pequena exposição de 6% em ações acabou impondo uma perda de -1,96% na cota. Evidentemente estamos vivendo uma situação de absoluta anormalidade, inclusive nas posições que não deveriam apresentar volatilidade como veremos mais adiante, portanto precisamos ser bastante racionais na tomada de decisão, seja de redução ou aumento na exposição em ativos de risco.

Neste período mantivemos nossa posição em caixa ainda mais conservadora do que o habitual, atingindo níveis acima de 10% e reduzimos, ainda que de forma passiva, nossa exposição a renda variável para 6% do patrimônio (no início do mês esta exposição era de 11%).

Em relação a estratégia de Crédito Privado, no consolidado, nossa carteira apresentou uma contribuição negativa para o fundo de -1,68%, considerando sua alocação de 29,25% no patrimônio do fundo. Esse comportamento, especialmente para títulos indexados ao CDI, de emissores com baixo risco de crédito, demonstra o alto grau de stress dos mercados de dívida.

No mercado secundário de debêntures, identificamos um movimento muito similar ao que observamos entre outubro e novembro de 2019, em que fundos de crédito privado sofreram grandes resgates e, por conta da curta liquidez deste mercado, esta liquidação forçada achatou os preços desses papéis, elevando as taxas de rendimento a níveis historicamente elevados. Nos últimos dias deste mês, entretanto, essa distensão se mostrou ainda maior e ultrapassou os níveis de precificação observados no ano passado.

O stress no mercado de crédito privado brasileiro não foi exclusividade nossa, nem da América Latina. Mesmo nos EUA as taxas de emissores maduros atingiram níveis não vistos desde a crise de 2008.

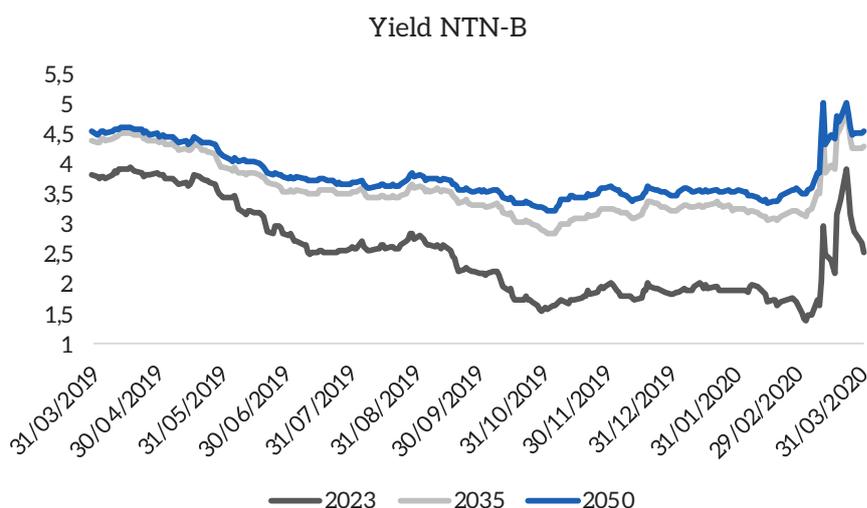
O cenário é certamente muito desafiador para vários segmentos da economia e será fatal para operações excessivamente alavancadas. Na nossa carteira de crédito procuramos privilegiar empresas de primeira linha, com bom grau de rating, baixo nível de endividamento, margens de lucro robustas, alto nível de caixa e posicionadas em setores resilientes, tais como Utilidades Públicas (Energia, Saneamento e Infraestrutura), Construção Civil, Petróleo e Gás, Varejo e Saúde. Procuramos ainda sempre manter um limite baixo de concentração por emissor, diluindo, assim, o risco de crédito nas alocações do fundo.

Março também ficou marcado pela decisão unânime do Copom

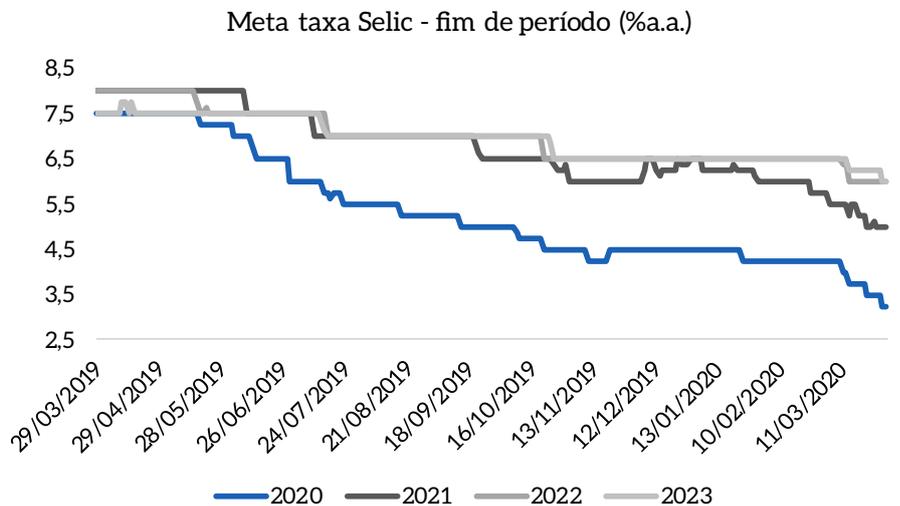
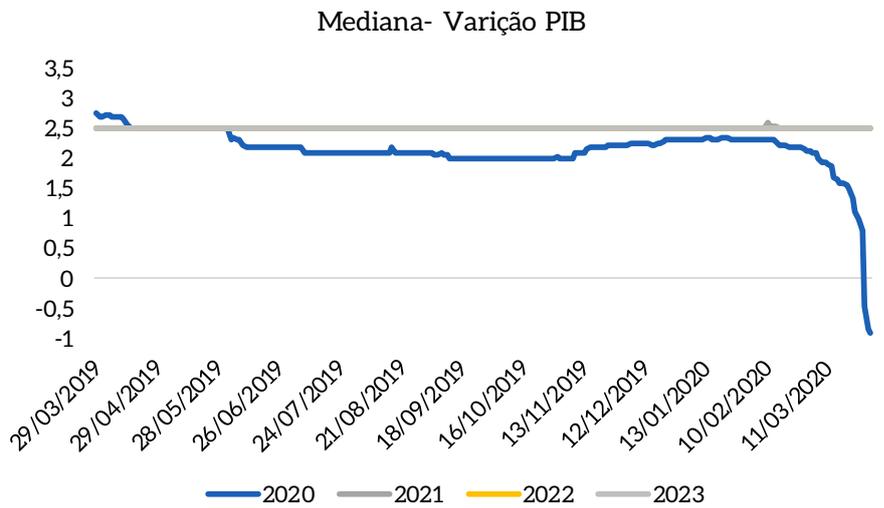
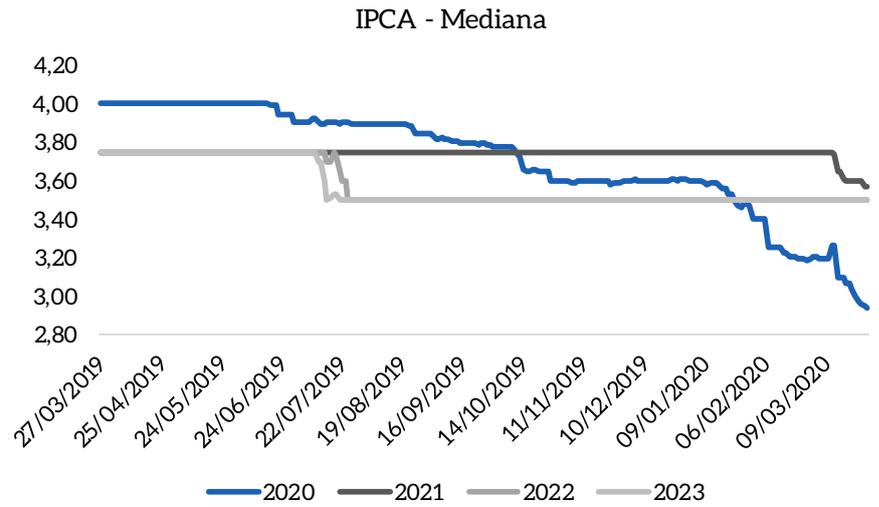
de reduzir a taxa Selic em 0,50 p.p. levando a taxa básica de juros ao patamar de 3,75%. Os principais destaques do colegiado são que os dados econômicos, até o momento da análise mostravam que o processo de retomada gradual vinha em linha com as expectativas. Porém, ainda não havia o efeito da pandemia nos modelos.

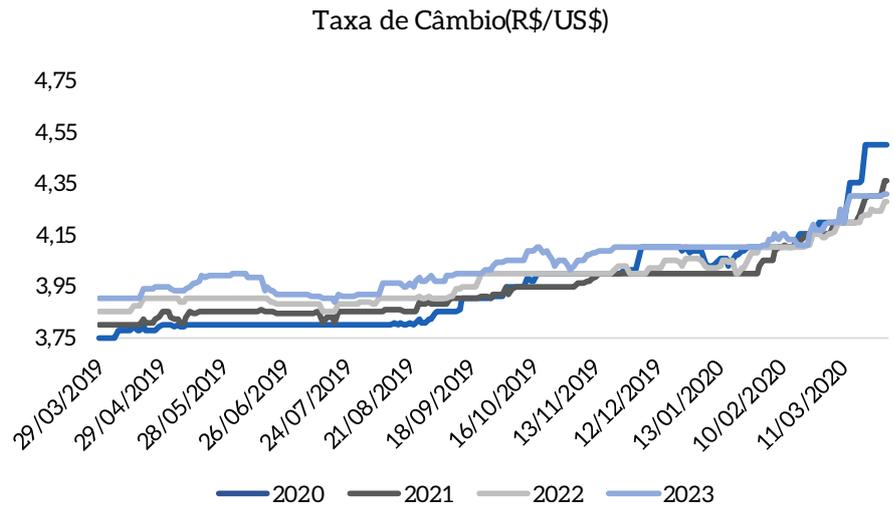
No cenário híbrido com a taxa de juros extraída da pesquisa do boletim Focus e um câmbio constante na ordem de R\$ 4,75/US\$, as projeções para inflação ficam em 3,0% para 2020 e 3,6% para 2021. Neste cenário assume-se a Selic no fim de 2020 em 3,75% e subindo para 5,25% em 2021.

A queda nos títulos NTN-B com vencimento longo (2045/2050) e, em menor proporção, as de vencimento curto (2023) advém de um movimento de abertura dos prêmios pagos pelos títulos do Tesouro atrelados ao IPCA, os quais podem ser observados nos gráficos abaixo, que mostram a apreciação recente dos yields atrelados a estes títulos.



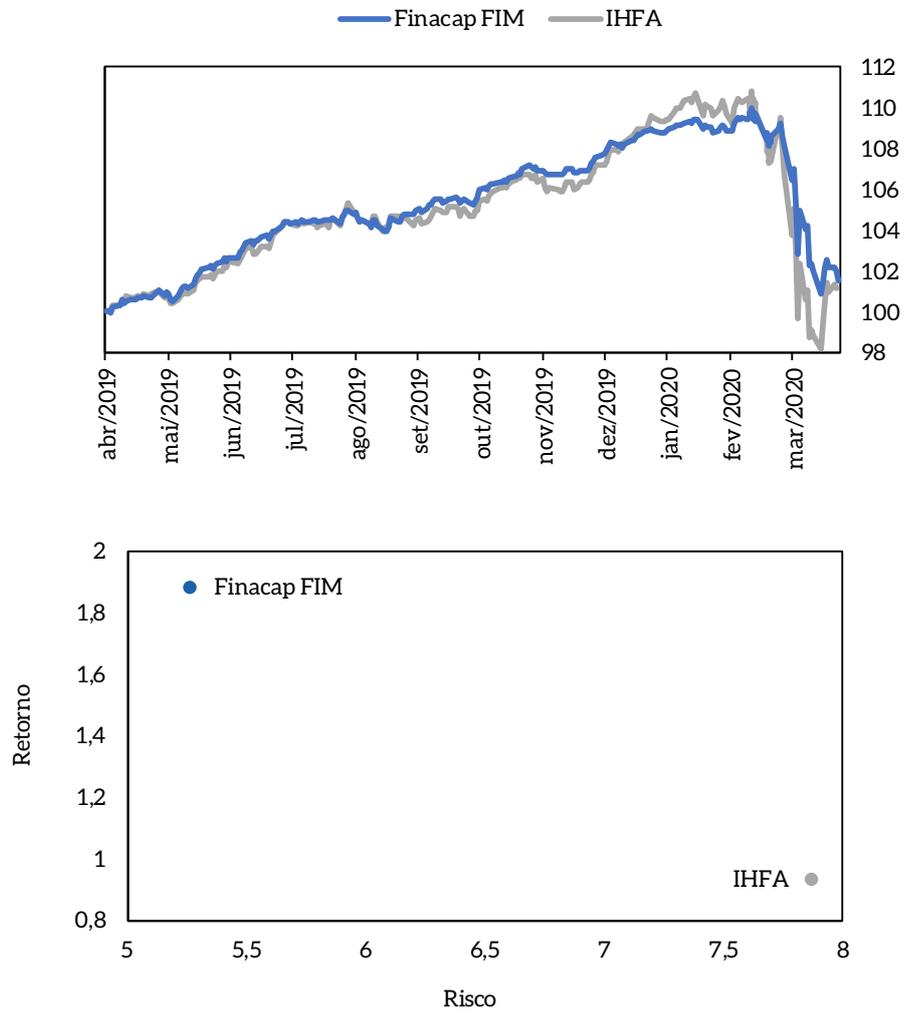
Dispomos abaixo os principais indicadores medidos pelo boletim Focus que extraem as expectativas dos agentes do mercado quanto as projeções de métricas macro econômicas do Brasil.



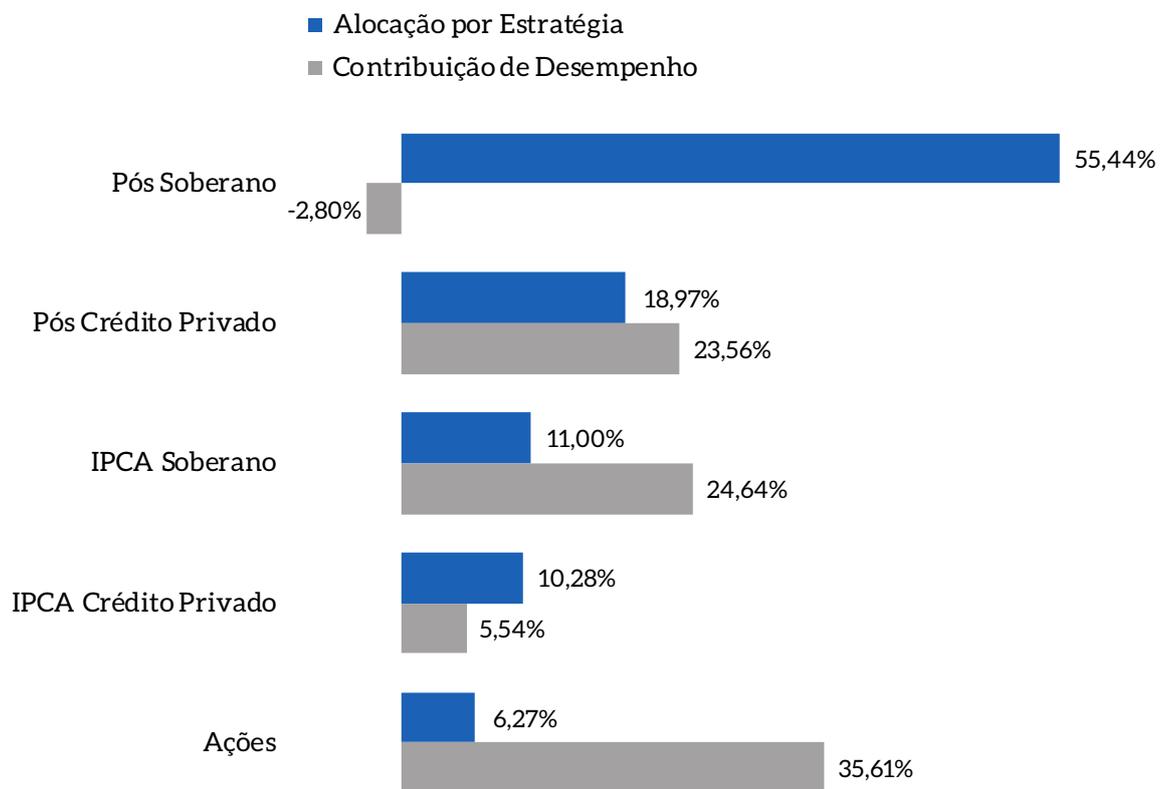


IHFA é índice representativo da indústria de hedge funds no Brasil, que considera os fundos multimerca-

do em sua composição. Por fim, apresentamos um gráfico abaixo do comparativo do fundo com IHFA. Através do gráfico fica evidente o melhor desempenho que o fundo Finacap FIM Multiestratégia vem conseguindo entregar acima do mercado e com risco consideravelmente menor.



Atribuição de Performance



70

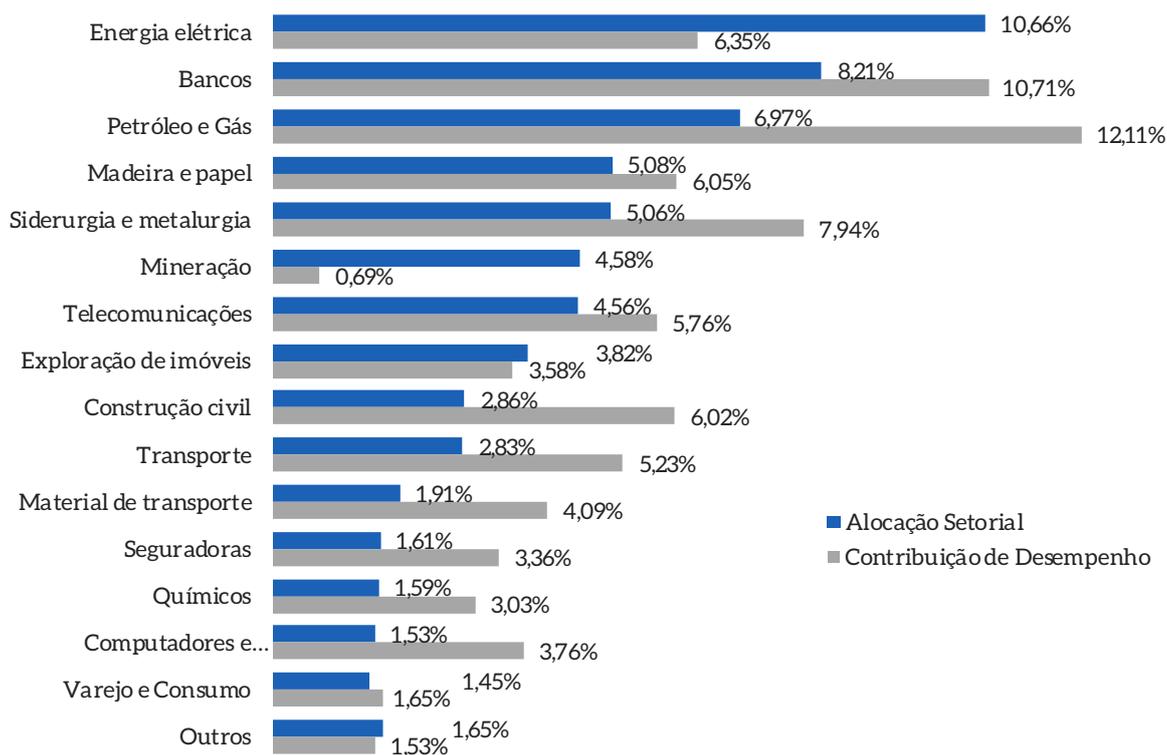
Finacap Icatu 70

O fundo Finacap Icatu Previdenciário 70 FIM apresentou resultado de -18,06% em março/2020 contra 0,34% do CDI. A estratégia de alocação do fundo é de deter até 70% em uma carteira que espelha o portfolio 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 64,35% em ações e 35,65% em títulos atrelados a 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

luizfernando@finacap.com.br



Alexandre Brito

alexandre.brito@finacap.com.br

Finacap Mauritsstad FIA				
Rentabilidade	Mês	2020	12 Meses	Desde o início
Fundo	-27,3%	-34,6%	-16,7%	588,3%
Ibovespa	-29,9%	-36,8%	-23,4%	244,4%
Finacap FIM				
Rentabilidade	Mês	2020	12 Meses	Desde o início
Fundo	-5,7%	-6,3%	1,8%	61,8%
CDI	0,3%	1,0%	5,4%	57,2%
Finacap Icatu 70				
Rentabilidade	Mês	2020	6 Meses	Desde o início
Fundo	-18,0%	-21,6%	-14,3%	-14,9%
CDI	0,3%	1,0%	2,2%	2,5%

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\$ 60.380.062; Finacap FIM - R\$ 65.993.723; Finacap Icatu 70 - R\$ 7.983.981,32. 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: 31/03/2020. Para mais informações fale com a Finacap: (81) 3241.2939. Horário de funcionamento: 8h às 12h e 13h às 18h.