

## SUMÁRIO

### MUNDO

Começando o processo de vacinação em massa.

### MERCADO

Dezembro marcou mais um mês muito positivo para os ativos de risco.

### BRASIL

Seguimos com as mesmas questões estruturais para serem resolvidas.

## O que esperar para 2021?

*“O homem não teria alcançado o possível se, repetidas vezes, não tivesse tentado o impossível.”  
(Max Weber)*

O ano de 2020 foi turbulento, atípico e cheio de surpresas. O momento, contudo, é de deixar o passado de lado e pensar o futuro. O que podemos esperar do próximo ano? Qual é o cenário base e quais são os potenciais riscos?

No Brasil, devemos esperar a continuidade do processo de recuperação da economia e do crescimento. Todavia, sua velocidade e o seu ritmo em muito irão depender de como o país irá se organizar e como conseguirá implementar um plano de vacinação amplo. Sem uma imunização em massa da população, o país corre o risco de entrar em uma espiral de “abre e fecha” da economia, o que afeta a confiança e, conseqüentemente, o crescimento.



Devemos conviver com níveis de inflação um pouco mais altos do que no passado recente, mas ainda muito inferiores aos períodos de hiperinflação que convivemos nas décadas de 80 e 90. Isso deve levar o banco central a um processo lento e gradual de elevação da Taxa Selic.

Não temos graves problemas em nossas contas externas, que seguem saudáveis. A volatilidade de nossa taxa de câmbio é natural, e até mesmo esperada, em um sistema de câmbio flutuante em que a moeda costuma funcionar como um “amortecedor” automático para os choques externos.

Ainda temos um enorme problema fiscal que precisará ser, pelo menos em parte, equacionado no próximo ano. Este é hoje o maior desafio para o país, e um dos vetores que podem definir a direção estrutural de nossa economia nos próximos anos.

Finalmente, o país conseguiu atravessar o ano de 2020 com uma ajuda sem precedentes do Auxílio Emergencial e de programas de suporte do governo. O fim deste Auxílio, agendado para o início de 2021, traz incertezas adicionais ao cenário, especialmente no que tange o ritmo de recuperação do crescimento econômico.

Infelizmente, o país não apresenta condições fiscais capazes de transformar este Auxílio, estruturado para ser pontual, em um programa permanente, exceto se optarmos por cortar custos em outras áreas do governo. Este será, sem dúvida, um grande debate para o começo do próximo ano.

Se não bastasse nossos desafios internos, ainda estamos à mercê de um ambiente internacional que, mesmo mais construtivo do que aquele visto até meses atrás, ainda apresenta obstáculos a serem superados.

Nos últimos dias o mundo deu início a um processo de vacinação amplo da população, após alguns países aprovarem, em caráter de urgência, uma das vacinas desenvolvidas para combater a pandemia.

Este é um primeiro passo importantíssimo no processo de normalização da economia e da sociedade global. Ainda existe um desafio de produção, distribuição e vacinação em larga

escala das vacinas, mas o que foi feito em tão pouco tempo mostra a enorme capacidade humana em se superar.

Este pano de fundo deve dar sustentação a continuidade do processo de recuperação do crescimento global. Ele não será linear, e será repleto de surpresas, mas a vacina endereça, por ora, o maior obstáculo do mundo ao longo de 2020.

Assim, podemos esperar um crescimento em bases mais sólidas em 2021. Mesmo com este crescimento, ainda se espera uma inflação controlada e um ambiente de liquidez global abundante.

É bem verdade que cada região do mundo deverá apresentar suas peculiaridades, para o lado positivo ou negativo, mas deixaremos esses detalhes, neste fórum, um pouco de lado.

Quer dizer então que só teremos notícias positivas para 2021?

De fato, vemos um cenário mais construtivo para o esse ano que começa. Entretanto, nem tudo são flores. Precisamos estar atentos aos cenários alternativos ou aos “riscos de cauda” que, se por um lado, não apresentam elevada probabilidade de ocorrer, por outro lado, caso ocorram, podem ter impacto relevante sobre os mercados.

No Brasil, a pandemia ainda está longe de ser superada e a demora em um plano de imunização pode atrasar a recuperação da economia. Do outro lado, os problemas estruturais do país podem nos levar, novamente, a um ambiente de inflação mais elevada. Por fim, sem atacarmos nossos problemas fiscais, podemos entrar em uma espiral negativa de deterioração econômica.

No mundo, ainda precisamos manter um olho na pandemia, pois mesmo com a vacina, existem riscos em relação a capacidade de imunização da população.

O que mais nos preocupa, contudo, mesmo ainda sem sinais concretos nessa direção, é o excesso de liquidez, monetária e fiscal, injetada na economia, e quais serão os seus efeitos colaterais de longo prazo. Por mais que um cenário inflacionário ainda nos pareça distante, não podemos descartá-lo por completo.

No cenário atual, vemos algumas classes de ativos em valuations historicamente elevados e a dinâmica de alguns mercados/ativos que remetem a períodos anteriores a grandes movimentos negativos de preço. Isso não quer dizer que, necessariamente, teremos cenários de quedas rápidas e acentuadas, mas este ambiente requer uma atenção especial.

No geral, continuamos a ver os riscos para os próximos 3 a 4 meses como de baixa probabilidade e um ambiente ainda construtivo e positivo para o começo de 2021. De qualquer forma, não podemos minimizar estes cenários alternativos e precisamos estar preparados para eventuais mudanças de rota.

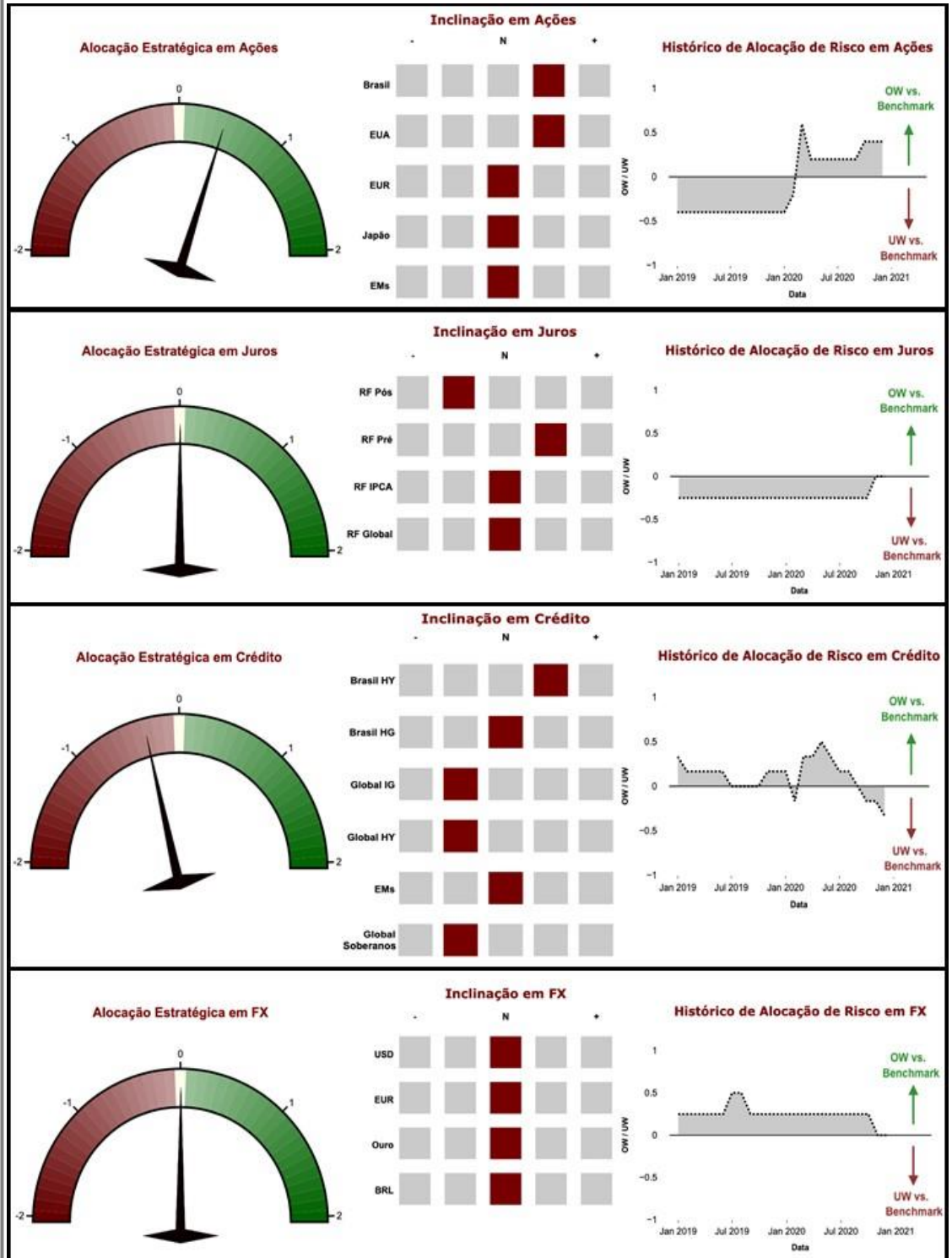
Em um mundo de juros historicamente baixos, com muitos ativos com valuations pouco atrativos e uma posição técnica menos saudável do que há alguns meses, será fundamental a construção de portfólios capazes de navegar um ambiente construtivo, mas com o balanceamento ideal para se defender dos cenários adversos, pois eles, em algum momento, irão ocorrer, mesmo que de forma pontual.

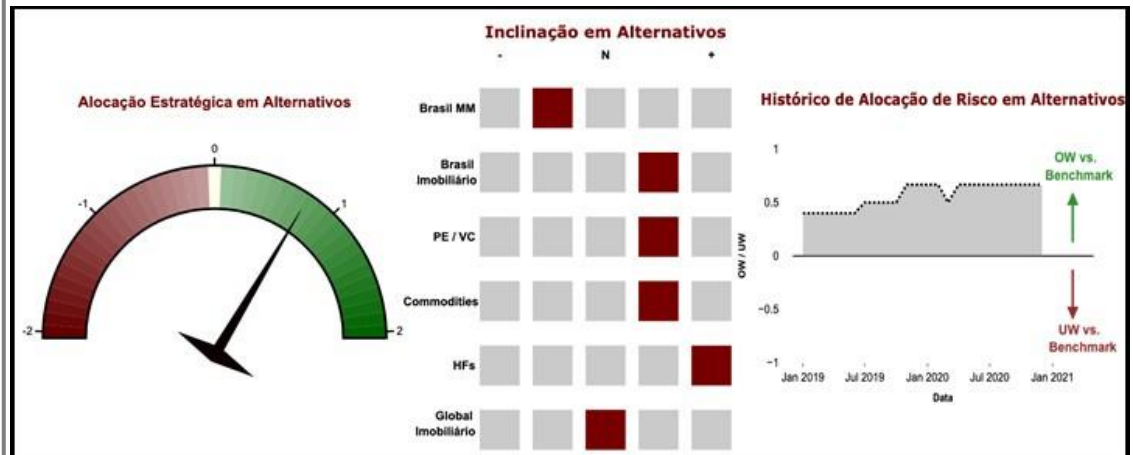
### **Temas de Investimento**

O desafio em 2021 será estruturar um portfólio capaz de refletir um cenário econômico que nos parece mais construtivo e positivo – conforme descrevemos acima – mas em que

preços, valuations e posição técnica se mostram pouco triviais em várias classes de ativos e regiões do mundo.

A postura, por vezes mais tática e oportunista; as proteções; a seleção de fundos e gestores; além da correta alocação por classe de ativos, em cada momento do tempo, serão fundamentais nesta jornada.





**Proteções:** Ao longo dos últimos meses buscamos estruturas de opções que defendessem os portfólios para eventuais pioras no cenário e o que chamamos de “riscos de cauda”. Focamos nossos esforços no mercado de câmbio e bolsa, no último caso, no Brasil e no exterior. Seguimos com estruturas assimétricas nas carteiras, que funcionarão como um “seguro” na eventualidade de uma deterioração rápida e acentuada dos ativos de risco até final do ano. A despeito de um custo intrínseco ao se montar essas estruturas de hedge, elas têm sido responsáveis por suavizar momentos mais agudos de stress de mercado, na grande maioria das vezes custos estes que são pagos pela proteção que fazem ao portfólio.

**Liquidez:** Nossa liquidez segue em patamares estáveis. Estamos promovendo algumas importantes readequações das carteiras, mas basicamente utilizando a troca de classes e fundos para efetuar essas trocas. Utilizaremos este espaço nos portfólios para alocações táticas caso oportunidades surjam no mercado.

**Renda Fixa:** Fizemos diversas alocações interessantes nos últimos meses, especialmente na parcela de crédito bancário prefixado. Essas taxas já cederam um pouco, e estamos monitorando mais de perto, mas ainda estão atrativas quando olhamos o cenário prospectivo de inflação e taxa de juros.

**Crédito High Grade:** Vimos uma estabilização e relevante fechamento de spreads e taxas nos últimos meses.

Optamos por reduzir as alocações nessa classe. Por um lado, vemos um carregamento interessante se comparado aos níveis pré pandemia. Por outro lado, acreditamos que o risco versus o retorno já não é atrativo como há poucos meses.

Nos portfólios internacionais, as taxas e os spreads desses ativos atingiram novos pisos históricos, com a ajuda do excesso de liquidez global. Há alguns meses estamos sem alocações relevantes nessa classe de ativo.

**Crédito High Yield:** Acreditamos que os prêmios atuais justificam uma alocação bastante diversificada nesta classe, em gestores ativos, com histórico longo no Brasil e que trabalham com estruturas muito amarradas de garantias para as operações.

Fora do Brasil, após alocações relevantes nessa classe nos meses de março e abril, vimos um relevante fechamento de taxas e spreads, ou alta de preços, nesses ativos. Isso nos faz adotar postura mais defensiva no momento, dado a assimetria mais negativa de alocação. Acreditamos que o momento seja oportuno o encerramento de parte relevante dessas posições.



**Multimercados:** Continuamos a promover reduções estruturais nesta classe de ativo, além de buscar uma diversificação entre as sub classes dessa classe. Gostamos de fundos mais diversificados e que visam “alpha” ao invés de “beta”, tais como: Long-Short, Quantitativos, Coleta de Prêmio de Risco, entre outros.

**Renda Variável/Ações:** Mantemos uma alocação acima da média nessa classe. Seguimos mais alocados em gestores ativos e de valor. O ano de 2020 está, uma vez mais, comprovando a importância da boa seleção de gestores para o mercado de ações.

Em um ano em que o Ibovespa apresentou uma pequena valorização, vemos uma enorme dispersão de retornos entre os fundos. Estar nos gestores corretos e capazes de gerar valor em qualquer ambiente de mercado nunca foi tão importante.

**Investimentos no Exterior:** Nossa postura continua a ser de elevar as alocações nessa classe de ativo. O argumento principal se baseia em diversificar para além do “Risco Brasil”, além de ter exposição a outras classes de ativos e regiões do mundo. Este tipo de movimento ajuda a aumentar os ganhos das carteiras no longo-prazo e, muitas vezes, com menos volatilidade.

**Fundos de Investimentos Imobiliários (FII):** No mês de abril iniciamos a alocação em um fundo de fundos de FII com um parceiro estratégico focado no setor imobiliário. Acreditamos que, a despeito da pandemia, este é um mercado em evolução no Brasil onde diversas oportunidades irão existir nos próximos meses e anos.

Preferimos focar as alocações em fundos de fundos, com gestão ativa e dinâmica, onde uma gestão profissional e focada trará enormes vantagens de alocação ao longo do tempo.