

Depois da alta de novembro, o mês de dezembro seguiu com valorização das ações, com sentimento de um pouco mais de cautela e com o flerte de alcançar as máximas históricas do início de 2020, ainda sem a pandemia do corona-vírus. O Ibovespa retornou ao campo positivo no ano. Não que se relegassem ainda a já necessidade de novas medidas para diminuir o contágio, depois de novas curvas ascendentes de doentes quase de forma generalizada nos países do ocidente, inclusive aqui no Brasil.

Mas se, plagiando a máxima jurídica, contra fluxo não há argumentos, vale a pena lançarmos mão da já analisada muito anteriormente, nesta mesma carta, situação prevalecente de taxas de juros que não representam qualquer custo de oportunidade aos investidores, ávidos por fazer render sua poupança.

De antemão, vale resgatar aqueles que há muito defendem que o crescimento mundial vem caminhando a passos desacelerados e que, mesmo depois de mais de uma década de programas de liquidez e taxas de juros zeradas, não se consegue senão resultados tímidos. Envelhecimento populacional, achatamento da relação de emprego e dinamismo econômico, fruto do avanço tecnológico e da atomização da oferta, deslocamento do eixo econômico para a China e disputa comercial com o ocidente são alguns pontos que podemos elencar para o dilema que impediu a total recuperação do ritmo econômico depois da grande crise de 2008.

Estudos já conduzidos no âmbito da pandemia evidenciam ainda o aumento da percepção da necessidade de poupança de precaução. A ameaça de perda de emprego aumentou a poupança, além daquela que já foi acumulada pela falta de situação generalizada de consumo, abundando o fluxo de recursos aos ativos financeiros.

Desde o mês de novembro que ganha peso o ciclo de expansão chinês e a expectativa de que outros governos também venham a endossar estímulos fiscais contra a falta de crescimento. Com as taxas de juros já em terreno inelástico para promover o ímpeto de retorno ao

crescimento, os holofotes estão na capacidade fiscal.

A recuperação em V dos indicadores econômicos poderá não ser suficiente para debelar o também crescimento em V do desemprego e dos desassistidos. Era grande a expectativa de que os Estados Unidos emitissem um grande novo pacote de ajuda fiscal, o que continuou a ser combustível para os setores que classificamos como cíclicos globais. Os minérios mostraram força incessante para novas altas, a produção de aço em ascensão permitiu novos anúncios de preços e também o setor de papel e celulose evidencia, em estatísticas, aumentos futuros de preços.

Não abraçamos um cenário de céu de brigadeiro para as últimas semanas de 2020. As lições da campeã de pôquer Annie Duke podem fazer sentido em momentos como este. A matriz de decisão se desdobra em quatro quadrantes que resultam da combinação de boas ou más decisões, que produzem bons ou maus resultados. Ilustrando com o exemplo da autora de *Thinking in Bets: Making Smarter Decisions When You Don't Have All the Facts*, a decisão correta e racional de não pegar carona com um amigo que esteja alcoolizado pode ter o pior resultado se você mesmo se acidentar, ainda que não tenha ingerido álcool. Mas foi a decisão correta, tomada com base nos elementos disponíveis e sem contar com o elemento aleatório e imponderável para gerar os resultados esperados.

O Brasil tem abusado da condescendência do momento extremo. Os gastos foram muito mais altos do que outros emergentes em situação fiscal análoga, sem nenhuma sinalização concreta do governo de endereçamento para limites futuros de gastos. Os programas de auxílio direto prevaleceram com poucos programas que aproveitassem a abundância de capitais para construir credibilidade junto à comunidade financeira.

Estará sempre à vista a discussão acerca da capacidade do estado brasileiro se financiar, o real incentivo de atrair investimentos e criar empregos e diminuir o tamanho do ombro amigo. Passamos o mês de dezembro sob a dúvida da capacidade de algum freio nos gastos para 2021. Não

se pode apontar nenhum avanço que não se perca na arena política: a disputa pelas diretorias das casas legislativas poderá significar o teste dos limites do teto dos gastos e a fisiologia da base de apoio do governo, principalmente depois com a polarização com centro-esquerda.

A dicotomia vacina disponível e segunda onda de contaminação deu o sabor das altas e baixas. Enquanto os países europeus mostravam novos fechamentos e recordes de contaminação novamente ilustravam as manchetes americanas, os dados econômicos ainda mostram os resultados da recuperação da recomposição dos estoques e recuperação da confiança dos agentes econômicos.

Setores	-	neutro	+
petróleo e gás	●		
saúde	●		
bancos	●		
alimentos	●		
serviços financeiros		●	
exploração de imóveis			●
consumo			●
mineração e siderurgia			●
educação			●
concessões e logística			●
papel e celulose			●

*a tabela mostra as posições de menor (-), maior (+) ou igual concentração da carteira em relação às respectivas concentrações do benchmark - IBRX

Ou seja, o crescimento em 2021 não pode ser tomado como consequência irrefutável das ações de liquidez adotadas. Muitos empregos ceifados não serão repostos, a situação de endividamento de muitas nações as coloca no fio do abismo fiscal e a questão de saúde pública está longe de ser resolvida – a vacinação engatinha e novas cepas de mutação viral podem alterar o jogo.

Alguns grandes economistas e gestores brasileiros desafiam jocosamente a cabeça fria do mercado a lidar com o pico passageiro da inflação na primeira metade do

ano. O Brasil está endividado, os preços das *commodities* apontam pressão duradoura e o diferencial de juros doméstico já não é mais a *Shagri-La* do modelo financista de estabilidade que ancorou o plano Real há mais de 20 anos. A mera necessidade de ajustes pelo Banco Central apenas no 2S21 dará conta do cenário político, dos gastos fiscais e do início do cenário de reeleição para 2022? Estes pontos justificam nossas decisões que, embora possam não ter colhido os melhores resultados, são fruto de um processo zeloso na construção de cenários aos nossos clientes e investidores.

No último bimestre de 2020 elegemos dois grandes polos de composição da carteira. De um lado a força que vem das *commodities* globais. De outro, a pandemia antecipou e acelerou mudanças econômicas e comportamentais que já estavam em andamento. Algumas poderão se dissipar ou desaparecer. A capacidade de adaptação das linhas de negócios, simbiose entre outras e a capacidade de penetração e escalabilidade são apontados como os novos vetores do sucesso empresarial mundial. É essa capacidade de adaptação que buscamos nas empresas. Nos mais variados setores, podemos citar essas mudanças: (i) realocação dos portfólios, (ii) comércio *online* com plataformas de nichos ou transbordo; (iii) economia circular e compartilhada; (iv) flexibilização do trabalho *in loco*; (v) prestação pulverizada de serviço à distância; (vi) bem estar, sustentabilidade e saúde.

Gráfico 1. Distribuição da Carteira por Ciclos de Negócios

