

## Cenário

O ano de 2020 certamente marcou todos nós. É lugar comum dizer que uma pandemia é um daqueles choques impossíveis de se prever. Mas o que também ficou evidente foi a enorme dificuldade de antever como os preços dos ativos iriam reagir a cada alteração no cenário. Por exemplo, quantos investidores profissionais diriam no início do ano passado que haveria uma pandemia global que retrainha o PIB global em mais de 4%, mas o S&P 500 subiria 16%? Algumas teorias surgiram para explicar esta aparente dicotomia. Destacaremos aqui as duas que consideramos principais e que julgamos seguirão como temas chaves em 2021:

Primeiro e provavelmente mais importante, os estímulos econômicos implementados por praticamente todo o mundo foram sem precedentes. Em particular, os juros reais foram para terreno negativo em diversos países (inclusive no Brasil, se medidos pela taxa SELIC descontada da inflação esperada doze meses à frente). Com uma taxa de desconto (o juro real) tão baixa, os investidores passaram a estimar maiores valores intrínsecos para as empresas. Mais do que isso, a queda do juro do título livre de risco (por exemplo, a *treasury* americana) atraiu investidores para ativos de risco em geral. Este fator fica ainda mais evidente para explicar o comportamento dos mercados em 2020 quando olhamos para a forma sincronizada com que os ativos de risco subiram. Classes inteiras de ativos atingiram valores recordes como resultado da baixa taxa de desconto:

- Empresas e governos emitiram níveis recordes de títulos de dívida corporativa a juros que nunca foram tão baixos. Até mesmo *junk bonds* se valorizaram mundo afora.
- As commodities subiram em geral: tanto as mais ligadas à demanda - como o cobre - quanto as mais ligadas à aversão ao risco, como o ouro.
- Preços de imóveis continuaram a trajetória de alta. Tomando os EUA como exemplo, o índice S&P/Case-Shiller subia até outubro de 2020 mais de 8%, ante uma alta de menos de 4% em 2019.

Em segundo lugar, a narrativa que prevaleceu ao longo do ano foi: mais cedo ou mais tarde haverá uma ou mais vacinas. À medida que a população global seja imunizada a vida voltará ao normal e o excesso de liquidez existente ajudará as economias a voltarem rapidamente ao ritmo de crescimento que ocorria até 2019. Notem que a elevada liquidez novamente tem papel crucial, pois sem este fator a narrativa construída pelos participantes do mercado provavelmente teria frágil sustentação. Ressaltando-se aqui também a característica extremamente concentradora da crise derivada da pandemia, onde as empresas maiores e mais fortes eram também as com maior acesso a capital e maior capacidade de digitalização de suas operações. Isso agravou ainda mais o abismo de rentabilidade e escala que já se observava mundo afora com relação a certas empresas de setores específicos.

O que esperar para 2021 então? O grau de incerteza na economia global tende a diminuir, pois: 1) os principais Bancos Centrais devem manter - ou até mesmo aumentar, no caso do ECB - elevado grau acomodatório e 2) há algumas vacinas com eficácia comprovada já sendo aplicadas em diversos países. Mas existem sim diferenças ainda marcantes entre as principais regiões.

Com mais uma rodada de estímulo fiscal ao redor de US\$ 900 bilhões sendo implementada nos EUA, acreditamos que a economia americana seguirá se recuperando em ritmo superior ao seu produto potencial, causando gradual fechamento do hiato do produto. Com isso, esperamos que a inflação americana se mova em direção à meta de 2%, o que deve evitar novas rodadas de afrouxamento monetário por parte do FED. Neste cenário, esperamos que os juros longos americanos retomem a trajetória de alta. Relembrando sempre a dinâmica ainda pouco conhecida desse novo mundo digital de economia compartilhada (aluguéis de imóveis, caronas, carros, galpões, etc.) sobre a inflação, mas

com a certeza de que esse ambiente de digitalização profunda tira tanto ímpeto quanto beta do comportamento futuro da inflação.

A Zona do Euro, por outro lado, deve seguir com um problema de deflação que, se não endereçado de forma tempestiva tende a se tornar um problema crônico. A economia europeia entra 2021 perdendo *momentum* devido às novas restrições adotadas ao redor do continente para conter o avanço - praticamente fora de controle - da pandemia. A valorização do euro ao longo de 2020 tornou as condições financeiras mais restritivas, portanto esperamos que o ECB intervenha para desvalorizar a moeda como próximo passo na direção de suportar o crescimento econômico e as expectativas de inflação.

A China parece de volta ao ritmo de crescimento que prevalecia antes da pandemia. O PIB deve crescer de forma robusta em 2021 (observadores locais esperam algo ao redor de 8%). Mas enquanto no estágio atual da recuperação a indústria tem sido o motor de crescimento, para 2021 esperamos que o consumo doméstico gradualmente acelere, refletindo certa normalização na movimentação das pessoas, com impacto relevante sobre o turismo, dentre outros setores.

Acreditamos que o Brasil tem seus próprios desafios e poderá seguir um roteiro diferente. A economia deve enfraquecer bastante no início do ano, pois o auxílio emergencial foi retirado no fim de 2020. Isso aliado à acomodação da inflação - passados os choques de alimentos e cambial - devem permitir que o Banco Central mantenha a SELIC no nível de 2% ao longo do primeiro semestre. Tamanha acomodação deve ajudar nos preços das ações. Assumindo correta nossa leitura a respeito da atividade econômica, inflação e resposta do BC, a grande incerteza nesse início de ano será a reação do governo federal a esse cenário. Isso porque a redução dos estímulos deve ser acompanhada por perda de popularidade do Presidente da República. A tentação imediata deve ser prover mais estímulos, que certamente ajudariam na recuperação econômica. Mas na ausência de contrapartidas do lado das despesas, as expectativas de inflação podem desancorar, o juro de longo prazo deve subir, e com isso provavelmente observaremos fuga de capital estrangeiro e conseqüente depreciação cambial - o que vai retroalimentar a alta das expectativas inflacionárias, num perverso círculo vicioso. O cenário ideal para que entremos num círculo virtuoso nos parece ser a expansão dos programas assistenciais juntamente com reformas (como a tributária, administrativa e avanço da agenda de concessões/infraestrutura). Entendemos que somente assim o crescimento econômico vai acelerar de forma sustentável, sem que pressões inflacionárias e choques de confiança quebrem subitamente tal dinâmica positiva.

### **Nessa carta exploraremos também um pouco mais a fundo os temas e perspectivas microeconômicas que rondarão o ambiente dos mercados em 2021.**

De início gostaríamos de ressaltar, conforme comentado acima, que essa é uma crise que tende a tornar as grandes companhias ainda maiores ao passo que transformará as médias em animais feridos e cambaleantes, e possivelmente trará uma altíssima taxa de mortalidade para as pequenas.

Entrando mais especificamente no tema das dívidas corporativas no Brasil, mesmo em meio a essa tensa e dura travessia do ano foi possível observar grandes movimentos de renegociação e reperfilamento de dívidas no caso das empresas listadas e das líderes setoriais. Em alguns casos nomes anteriormente problemáticos conseguiram avançar, ou em termos de *Follow Ons* e recapitalizações (IMC, CVC, JSL, Gafisa), ou reperfilamento das dívidas (CSN, Minerva, BRF), conseguindo com isso fechar o ano em condições melhores até do que estavam na fase pré-pandemia. Confirmando com isso o ambiente de abertura dos mercados de capitais aos nomes de maior porte e o efeito extremamente positivo do baixíssimo patamar de juros sobre as expectativas futuras de fluxo de caixa e recuperação de margens.

Após o efeito contundente da marcação dos créditos em março e a onda de resgates dos Fundos *High Grade* que dali se sucedeu, observamos vigorosa recuperação dos ativos do segmento em função da condição comentada acima de maior e até melhor acesso aos mercados de capitais no cenário pós-pandemia e a própria perspectiva de avanço das vacinas e vida outdoor.

Esse quadro tem permitido que em bases mais estruturais, devido a uma combinação de spreads de equilíbrio mais altos nas companhias e juro da Selic em patamares mínimos, pela primeira vez em décadas se observe algum parâmetro de comparabilidade entre os retornos esperados para Fundos *High Grade* e Fundos Multimercados, com alvo potencial de retorno na casa do CDI + 2,5 a 3,5%aa. Além disso, a própria categoria em dos Fundos de Crédito Privado em si que foi objeto de dúvidas como classe por muitos anos, se provou altamente institucionalizada - com marcações a mercado rápidas e precisas, alta liquidez no mercado secundário, e por fim, até mudanças normativas permitindo atuação direta do BACEN no mercado de debêntures. Para 2021 esperamos ver um mercado secundário de crédito bem mais equilibrado em termos de fluxos e bem menos volátil, dada a melhor qualidade da base de passivos que remanesceu do ambiente pós-pandemia.

No segmento ações, acreditamos que apesar das idas e vindas do governo Bolsonaro no tocante a agenda econômica e de suas trapalhadas no campo fiscal, observamos avanços muito relevantes e até transformacionais no campo das reformas microeconômicas - com os progressos dos marcos legais do saneamento, do gás e da cabotagem. Já começamos a observar os primeiros movimentos derivados desse avanço legislativo com empresas vindo a mercado já em busca de *funding* para empreenderem grandes agendas de expansão e investimento nesses nichos. Junte-se a isso o próprio avanço micro também da agenda de privatizações que trará em breve grandes nomes para mesa - Cedae (marcada para abril 20) e Eletrobrás e Correios supostamente em bom andamento para 2021.

Esse conjunto de fatores combinados com o ambiente de juros baixos e mercados de capitais totalmente abertos a novos nomes e projetos poderão, e em nossa opinião deverão, criar uma importante agenda de investimento privado e melhora da produtividade do setor empresarial no país. Criando com isso ótimo espaço para tração de rentabilidade das companhias listadas e ainda mais oportunidades de consolidação setorial.

## Portfólio Tagus Absoluto

O fundo obteve rentabilidade de 0,05% no mês de Dezembro, *versus* um CDI de 0,16% no período. Em 2020 o fundo teve rentabilidade de 3,61% equivalente a 130,31% do CDI.

A estratégia “Macro” teve contribuição negativa, motivada pela queda do Dólar *versus* Real, seguindo o movimento global de desvalorização do dólar americano, a despeito das incertezas fiscais no Brasil.

A estratégia “Micro Fundamentalista” obteve retorno positivo no mês, acompanhando a forte alta do mercado acionário global e local.

A estratégia de “Trading de Ações” também teve contribuição positiva, com ganhos em alocações táticas (curto prazo).

## Portfólio Tagus Fundamental

O fundo obteve rentabilidade de 9,25% no período, praticamente em linha com o Ibovespa.

Dentre os maiores ganhos do fundo, podemos citar os investimentos em ações de bancos, logística e elétricas.

Dentre as maiores perdas, podemos citar os investimentos em ações do setor de varejo, e posições vendidas no setor de energia.

Obtivemos também ganhos com derivativos e perdas com índice futuro.

## Portfólio Tagus Top

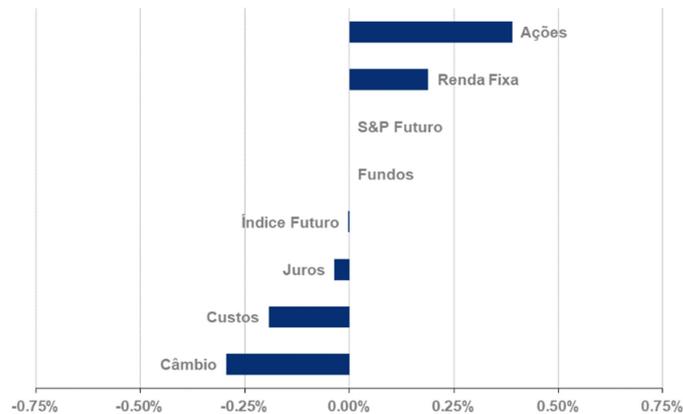
Em dezembro o fundo obteve retorno de 0,57% *versus* um CDI de 0,16%, equivalente a 348,85% do CDI.

Dezembro foi um mês com menor volatilidade, observamos um fechamento de taxas discreto, com contribuição positiva para o fundo vindo dos ativos bancários, que tiveram uma excelente performance no período.

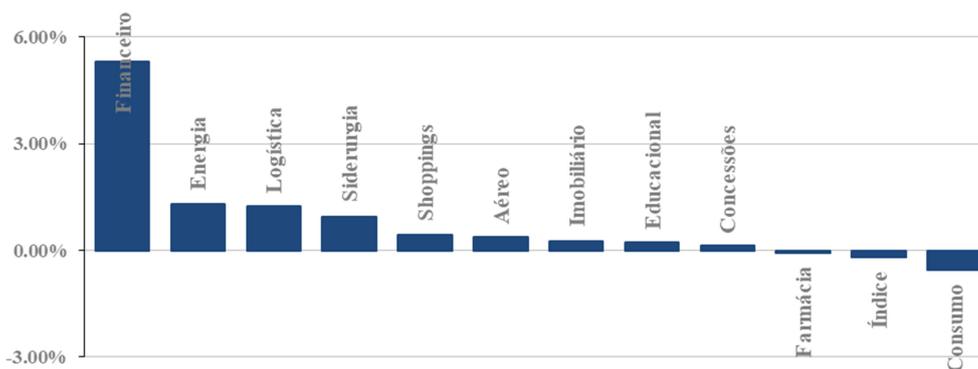
Conforme falamos em nossa carta de novembro, acrescentamos à carteira - Saneago e FIDC Simpar.

Para janeiro ainda não vemos novas emissões que nos atraiam. Ficaremos atentos para qualquer possibilidade de giro da carteira.

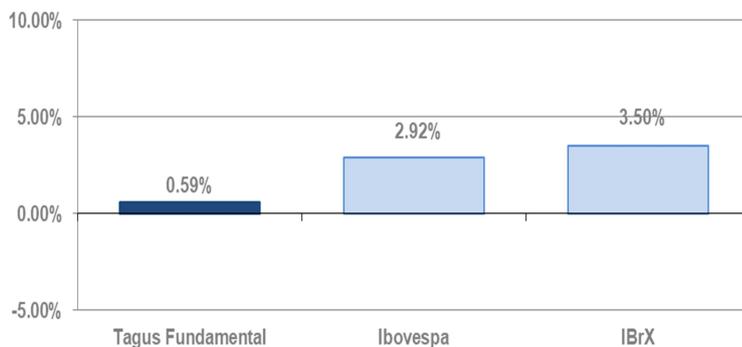
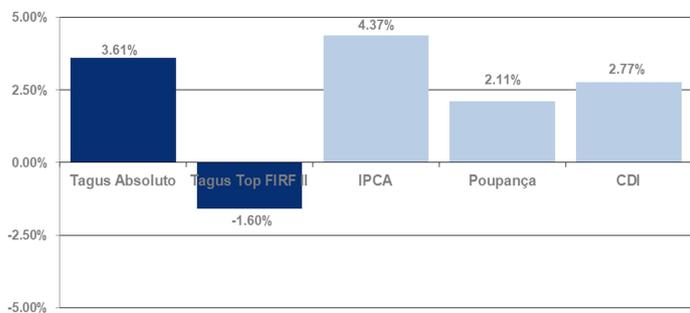
## Performance por Investimento – Tagus Absoluto



## Desempenho Setorial – Tagus Fundamental



## Rentabilidades 2020



\*Em virtude da não divulgação oficial do IPCA até o momento, optamos por utilizar a expectativa do mercado.  
 Fonte: Relatório Focus - BACEN

## RELAÇÃO COM INVESTIDORES

Paulo Levy  
Tel. 21 3202-9603  
paulo.levy@tagusinvestimentos.com.br

## ATENDIMENTO

Agatha Mendes  
Tel. 21 3202-9606  
agatha.mendes@tagusinvestimentos.com.br

## RISCO E COMPLIANCE

Marcos Araujo  
Tel. 21 3202-9610  
marcos.araujo@tagusinvestimentos.com.br

Tel. 21 3202-9600  
atendimento@tagusinvestimentos.com.br

## EQUIPE GESTÃO

Regis Abreu – Head Fundamentalista  
Tel. 21 3202-9605  
regis.abreu@tagusinvestimentos.com.br

Marcelo Costa  
Tel. 21 3202-9601  
marcelo.costa@tagusinvestimentos.com.br

Adriano Fontes  
Tel. 21 3202-9608  
adriano.fontes@tagusinvestimentos.com.br

Luiz Felipe Mello  
Tel. 21 3202-9602  
luiz.mello@tagusinvestimentos.com.br

Marcos Carneiro  
Tel. 21 3202-9614  
marcos.carneiro@tagusinvestimentos.com.br

Ricardo Peixinho  
Tel. 21 3202-9613  
ricardo.peixinho@tagusinvestimentos.com.br

Phillip Soares  
Tel. 21 3202-9604  
phillip.soares@tagusinvestimentos.com.br



Este material tem caráter meramente informativo e não deve ser considerado como uma oferta para compra de cotas do Fundo. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM A GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - FGC. LEIA O PROSPECTO, QUANDO APLICÁVEL, E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os fundos de ação e multimercados com ação podem estar expostos a significativa concentração de ativos de poucos

Emissores, com os riscos daí decorrentes.

Os fundos Tagus Fundamental FIA, Tagus Absoluto FIM têm derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Estes fundos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. A Tagus Investimentos não se responsabiliza por eventuais decisões de investimento que possam ser tomadas com base nessas informações. A rentabilidade do Ibovespa e do CDI são meras referências econômicas, e não parâmetros objetivo dos fundos. Administrador: BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM. CNPJ: 59.281.253/0001-23 Praia de Botafogo, 501 Rio de Janeiro - RJ - Brasil Telefone: +55 21 3262 9600 Telefone: 0800 7722 827E-mail: sac@btgpactual.com. Gestor: Tagus Investimentos LTDA., com sede na Praia de Botafogo, 300 – Loja 101, Rio de Janeiro - RJ, CEP 22250-905, CNPJ 04.369.038/0001-97, telefone +55 (21) 3202-9600, e-mail atendimento.fundos@tagusinvestimentos.com.br, site www.tagusinvestimentos.com.br.