

Sumário

2 | Mensagem do diretor de Investimentos

- Petros termina 2020 com uma ótima rentabilidade em todos os planos
- Superamos as elevadas metas dos planos BDs graças à gestão ativa da alocação
- Mesmo num período repleto de turbulências e incertezas
- Planos da Petros renderam quase 35% no biênio 2019-2020
- Aumentando nosso patrimônio em mais de R\$ 26 bilhões

4 | Risco Fiscal eleva incerteza de 2021

- Recuperação da economia deixará carregamento positivo para o PIB de 2021
- Manutenção do teto de gastos reforça política econômica, mas reformas são primordiais
- Banco Central sinalizou que início da normalização dos juros deve ocorrer esse ano
- Após o choque de alimentos e cambial, a inflação deve convergir para as metas

7 | Estratégia da gestão

- Bom resultado dos planos é fruto da gestão ativa e da avaliação do cenário econômico
- Petros gerou ganhos acima do *benchmark* tanto da renda fixa quanto renda variável
- Gestão ativa é essencial para atingir meta atuarial no ambiente de juros baixos
- Equipes da Petros seguem avaliando cenários e oportunidades

Mensagem do diretor de Investimentos

Esta Carta Trimestral faz referência aos valores das prévias de resultados de 2020, incluindo todas as reavaliações de ativos, mas ainda pendente do fechamento da contabilidade e da aprovação do auditor independente para serem dados oficiais.

A Petros termina o ano mais complexo da nossa geração com uma rentabilidade excelente em todos os planos. Depois de um vale profundo em março, causado pelo *crash* decorrente da pandemia de Covid-19, conseguimos manobrar este transatlântico de mais de R\$ 100 bilhões em meio às incertezas para terminar o ano com um resultado de destaque ante os melhores gestores do Brasil.

Mesmo com os desafios, conseguimos superar as elevadas metas dos maiores planos de benefício definido da Petros. O PPSP-R, com 9,5%, bateu a meta de 9,2% e acumula rentabilidade contábil de 34,7% no biênio 2019-20, enquanto o PPSP-NR, com 9,4%, superou a meta de 9,1% e acumula 33,8% desde janeiro de 2019.

No caso do PP-2, a rentabilidade contábil de 5,8% ficou abaixo da meta de 10,1%, levando o acumulado de 24 meses para 21,3%. No entanto, este plano tem cerca de 40% dos ativos marcados na curva que, se marcados a mercado, de forma a aferir devidamente os ganhos e perdas acumulados, teríamos uma rentabilidade de 19,8% em 2020 e de 36,1% no biênio.

Assim, em apenas dois anos, o patrimônio social consolidado da Petros cresceu mais de R\$ 26 bilhões, graças à rentabilidade de 34,9%, um retorno que pouquíssimos gestores brasileiros atingiram. Considerando o tamanho do nosso patrimônio, a restrição de alavancagem e a complexidade da governança de uma fundação, bem como o peso de um legado que, no caso da Petros, ainda consome muitos recursos, humanos e financeiros, o desempenho em 2019-20 é realmente uma conquista a ser celebrada.

No biênio 2019-20, a Petros ocupa uma posição de grande destaque no ranking dos gestores no Brasil. Estamos começando a colher os frutos das mudanças (estrutura, processos e governança), cuja maturação criou as condições para que buscássemos um desempenho tão diferenciado neste período de turbulência.

Metas atuariais levam à assunção de risco

O cenário de juros baixos cria um desafio para as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPCs), pois a rentabilidade esperada da renda fixa tem ficado abaixo das metas atuariais. Neste contexto, é natural esperar que as otimizações apontem a necessidade de aumentar a exposição a ativos com retornos esperados mais altos, o que implica também em um risco maior – em muitos momentos, as ações têm sido a única classe com retorno esperado acima das metas atuariais.

Em 2020, nenhuma classe de ativos doméstica chegou perto das metas atuariais acima de 9,0%: tivemos o CDI com 2,76%; o Ibovespa em alta de 2,92%; o IPCA que fechou em 4,52%; o IFIX (índice dos fundos imobiliários) em -10,2% e o IMA-B5+, benchmark dos títulos indexados ao IPCA com prazo acima de cinco anos, que fechou com 5,50%. Enquanto o dólar, que chegou a bater R\$ 5,90 em maio, fechou cotado em R\$ 5,189, em alta de 29,33%.

No ambiente de juros baixos, a meta atuarial, que assegura a solvência intertemporal dos planos, implica a necessidade de assumir mais riscos. Nosso trabalho consiste em buscar formas de construção das carteiras de investimentos que mitiguem esses riscos e aloquem na melhor combinação de risco e retorno esperados. Em 2020, as metas só foram alcançadas devido ao sucesso nos movimentos de aumento e diminuição de risco, ou seja, à gestão ativa na alocação dos investimentos.

Os resultados de 2020 e do biênio em perspectiva

O horizonte natural de um fundo de pensão é o longo prazo, o que permite dar tempo para que as estratégias madurem, evitando o excesso de giro da carteira, que fundos com liquidez em prazos curtos, muitas vezes, são levados a fazer.

O tempo de maturação das posições em ações é usualmente estimado em três a cinco anos, enquanto para avaliar multimercados devemos considerar um período de, ao menos, dois anos. O próprio exercício de alocação de ativos requer alguns anos para que os valores esperados de risco e retorno possam se sobrepor às realizações aleatórias associadas a períodos mais curtos.

Por isso, é importante olhar os resultados com uma perspectiva mais alongada e não se restringir apenas ao ano calendário. Tomando um horizonte de 24 meses, encerrados em dezembro de 2020, a Petros apresenta rentabilidade consolidada de 29,8% na marcação contábil (que marca na curva um volume expressivo de títulos de renda fixa). Mas se adotarmos o modelo dos fundos de investimentos que marcam todo seu patrimônio a mercado, e é a forma mais fidedigna de retratar o desempenho, a Petros atinge a marca de 34,93% - um patamar que se destaca mesmo diante dos melhores gestores do Brasil.

Não é um resultado trivial. Quem tem um fundo de investimento diversificado com uma rentabilidade acima de 30% nos últimos dois anos? Em qual *Wealth* ou *Private*, a carteira recomendada subiu mais do que 30% desde 2019?

Nossa área de Fundo de Fundos identificou apenas seis gestores, entre os melhores do Brasil, com rentabilidades acima da Petros no período e nenhum com mais de R\$ 8 bilhões sob gestão. O IHFA (Índice de Hedge Funds, da Anbima) – que é a referência para os fundos multimercado de gestão ativa – teve retorno acumulado de 17,21% nestes dois anos, ou seja, nosso retorno consolidado é mais do que o dobro da média dos multimercados.

Isso é algo extraordinário, considerando que gerimos um patrimônio muitas vezes maior do que o destes fundos, além disso, devido às diferenças de legislação que lhes faculta alavancagem, seus gestores têm mais liberdade de atuação.

Este resultado decorre, primordialmente, do êxito na alocação nas classes de ativos, pois a macroalocação explica entre 66% e 95% do retorno total de um portfólio diversificado.

Outro fator-chave foi a evolução da capacidade da Petros para fazer gestão ativa no padrão dos melhores gestores. Nossos produtos de gestão ativa interna, aqueles nos quais fazemos a gestão, também têm tido um desempenho de destaque. Nossos dois veículos de gestão ativa, que já estão plenamente operacionais, apresentam rentabilidades entre os melhores dos seus grupos de referência.

O FIA Petros Ativo superou o Ibovespa em 8,7 pontos percentuais (p.p.) em 2020 e em 15 p.p desde o início de outubro de 2019, enquanto o FIM Carteira Ativa atingiu 4,73% e acumula 13,33% em dois anos, 4,44 p.p. acima do CDI.

Em 2021, vamos avançar ainda mais nessa agenda, que visa a organizar melhor nossa prateleira de produtos, alinhando os objetivos de gestão aos modelos de otimização, o que permitirá focar na desconcentração da carteira de alguns planos.

A conclusão é que se consolidarmos o biênio 2019-2020, não existem muitas alternativas de investimentos no Brasil que alcancem os retornos obtidos pela Petros e, certamente, não há gestores com este patamar de desempenho com patrimônio similar.

COVID-19, crash e recuperação

O ano de 2020 entrará para a história como o ano em que uma pandemia parou o planeta, produzindo consequências terríveis na saúde, na economia e na vida das pessoas. Felizmente, as notícias sobre as vacinas são alvissareiras e permitem que, em breve, possamos caminhar na direção da imunização. É justamente a expectativa de sucesso das vacinas que mantém os mercados de ativos em alta a despeito do recrudescimento das infecções em várias regiões do mundo.

Nosso cenário base segue construtivo. O cenário global tem desenho muito positivo com a vacina contendo o risco da Covid, enquanto os juros permanecerão baixos por um longo período, o que deve estimular a recuperação da atividade. No Brasil, a preocupação segue sendo a dinâmica da dívida, mas assumindo a manutenção da âncora fiscal o respeito ao teto de gastos, a economia deve crescer mais de 4,0% em 2021.

No início de março, os mercados entraram em colapso sob o peso dos *lockdowns* induzidos pela Covid. O crash de 2020 foi o pior declínio das bolsas globais desde a crise de 1929. Entre o recorde de 3.393 pontos, em 19 de fevereiro, e o vale de 2.237 pontos, em 23 de março, o S&P 500 perdeu 34%, a queda mais rápida dessa magnitude na história.

O Ibovespa, o principal índice da B3 (Bolsa de Valores de São Paulo), que estabeleceu o recorde de 119.527 pontos, em 23 de janeiro de 2020, chegou a 63.569 pontos em 19 de março - um tombo de 46,8% em menos de dois meses.

O nível de incerteza pode ser captado pela declaração do presidente do Federal Reserve, Jerome Powell, em 13 de março de 2020: "O alcance e a velocidade dessa crise não têm precedentes recentes, trata-se de algo significativamente pior do que qualquer recessão desde a Segunda Guerra Mundial".

O choque súbito provocou uma reversão instantânea de expectativas e gerou deslocamentos gigantescos em todos os mercados, com direito a preço do petróleo abaixo de zero (em 20 de abril, os futuros do petróleo chegaram a menos US\$ 37,63 o barril), enquanto a falta de liquidez dominou os mercados levando a uma série inédita de *circuit breaks*² ao redor do mundo.

Ao longo da crise, a Petros fez dois movimentos de gestão ativa na alocação que contribuíram muito para que alcançássemos as metas dos planos BDs. O primeiro foi um movimento defensivo, em março de 2020, logo após a OMS declarar a pandemia de Covid-19, quando optamos por trocar exposição em ações³ por títulos de renda fixa de longo prazo que, àquela altura, pagavam taxas acima de 5,0% a.a.

Aqui, vale destacar que a versatilidade proporcionada pelo uso de futuros do índice Ibovespa foi essencial na operacionalização desse movimento. Quando a liquidez do mercado desapareceu em março, levando a seis *circuit breaks* em oito pregões; foi fundamental ter posições em futuros, que por serem o instrumento mais líquido, permitiram a saída das posições de renda variável para que pudéssemos comprar as NTN-Bs 2050.

A recuperação dos mercados teve início em abril quando ficou claro que as expansões fiscais e monetárias nos EUA e na Europa teriam o poder de amenizar o impacto econômico do fechamento na economia global.

Vale destacar que a área econômica da Petros foi precursora em apontar que as medidas compensatórias de renda mitigariam a queda do PIB também no Brasil. Em abril, quando vários organismos multilaterais e bancos projetavam quedas de 8% a 12% do PIB em 2020, projetávamos queda entre 4% e 5%.

Assim, enquanto a maioria dos analistas apostava no colapso da economia e qualificava a recuperação em "V" como fantasia, a área macro da Petros traçou o cenário que serviu de guia para nossa atuação. Com base nessa análise, a gestão da Petros identificou uma oportunidade nos preços deprimidos dos ativos que refletiam um pessimismo excessivo e fez um movimento corajoso e importante de compra de ativos apenas algumas semanas depois do vale dos preços do Ibovespa e das NTN-Bs longas.

Neste segundo movimento, em abril, quando todos ainda apostavam no colapso da economia, a Petros aumentou em cerca de 10% a exposição nas classes de ativos de maior impacto sobre a carteira total: ações e renda fixa longa. Este movimento foi a principal fonte de ganho que permitiu à Fundação atingir as metas atuariais nos maiores planos BDs mesmo com a rentabilidade dos ativos abaixo da meta.

Nos meses seguintes, a perspectiva de vacinas eficientes aliada à percepção de que os juros ficariam muito baixos por muito tempo fez com que os preços dos ativos de risco iniciassem uma forte, e surpreendente, recuperação dada a fragilidade da economia real e o drama humanitário que o mundo vivencia. A dicotomia entre o mercado de ativos e a economia real pode ser, parcialmente, explicada pelo efeito dos enormes estímulos fiscais e monetários aliados a uma perspectiva crescente de sucesso das vacinas.

² O *circuit breaker* é um mecanismo da B3 que interrompe todas as negociações de compra e venda de ações quando o mercado passa por uma queda acentuada, típica de momentos em que falta liquidez. O primeiro circuit breaker é acionado quando o índice Ibovespa tem uma queda de 10% em relação ao fechamento do pregão anterior. Quando o mecanismo é acionado, ninguém pode comprar ou vender ativos.

³ Um exemplo da importância de evitar o erro de analisar os resultados das classes ou veículos de forma isolada, pois a gestão de uma carteira complexa só pode ser avaliada pela ótica da carteira total. Neste caso, como há transferência de risco de um ativo para outro, qualquer avaliação só faz sentido com a soma dos resultados.

Performance depende de pessoas, processos e produtos

A Petros conseguiu qualificar o time de executivos responsáveis pela gestão no padrão das melhores *assets*, bancos e seguradoras. A chegada de profissionais extremamente qualificados, disputados pelo mercado, revela confiança no futuro da Petros e aumenta a responsabilidade em criar estratégias capazes de reter uma equipe que, certamente, passará a ser alvo do mercado.

O time de gestão está comprometido com os melhores resultados de investimentos, sempre em conformidade com a legislação e com a política de investimentos, mirando nas melhores práticas, além de contar com o apoio fundamental de toda a Petros, em especial, das áreas de Risco, *Compliance* e Jurídico, aliados essenciais no dia a dia da gestão.

Nossos processos têm sido aperfeiçoados com foco em agilidade, transparência e governança ao mesmo tempo em que lançamos novos produtos de gestão ativa. Além disso, seguimos atuando de maneira ativa na defesa do patrimônio dos participantes, inclusive nos aspectos jurídicos, quando isso se faz necessário.

A Petros hoje é uma empresa moderna, em intenso processo de transformação, que tem como meta virar referência de boas práticas no Brasil e no mundo, algo que já é reconhecido por parceiros e reguladores e que, agora, começa a ser percebido por todos diante dos resultados apresentados.

Tenho convicção de que estamos apenas começando a colher os resultados dessa transformação, mas que ainda temos que trabalhar arduamente para consolidar.

Teto é a âncora do cenário virtuoso

O cenário econômico de 2021 depende fundamentalmente da percepção sobre o risco fiscal da economia brasileira. A confirmação da recuperação em “V” deveria afastar a tentação de flexibilizar o teto, mas a falta de uma definição ainda eleva a incerteza e prejudica o preço dos ativos brasileiros, o que cria uma ameaça para a própria trajetória de recuperação.

Diante dos riscos econômicos e sociais gerados pela pandemia, a decisão de superdimensionar o estímulo foi certíssima. Graças à expansão fiscal, a recuperação é uma realidade e a perda de renda e produto em 2020 foi, efetivamente, mitigada pelo tamanho e celeridade da ação de governo.

Contudo, a mitigação da crise levou a relação dívida/PIB de 74,3%, em 2019, para cerca de 90% no final de 2020. A situação só não é explosiva porque o Banco Central pôde deixar a taxa de juros em níveis muito baixos, enquanto o crescimento mais forte em 2021 ajudará a dinâmica da dívida nos próximos anos – desde que o teto de gastos mantenha a integridade.

Em um país desigual, as demandas sociais são muitas e justas, mas é evidente que a ampliação contínua dos gastos não é uma solução viável. O debate sobre como financiar um programa mais amplo de renda básica é uma oportunidade para melhorar o foco dos programas sociais e inseri-los, de forma fiscalmente responsável, no orçamento. A indexação é um fator de risco fiscal e um risco inflacionário. Por isso, a desindexação de toda a economia, e não só do salário-mínimo, deveria ser uma prioridade.

No entanto, o debate recente sobre os programas sociais estimulou a percepção de que houve um flerte com a ideia de aumentar os gastos à revelia do teto. É natural que os investidores fiquem atentos aos sinais do orçamento. Atrasar a busca do equilíbrio primário implica continuar se endividando para pagar juros, o que resulta em juros mais altos, enfraquecimento da moeda, pressão sobre a inflação e, conseqüentemente, menor crescimento.

O foco dos investidores sobre a dinâmica da dívida é salutar, pois ajuda a defender a poupança das famílias brasileiras – hoje, os principais detentores da dívida pública, seja via fundos de investimentos ou via fundos de pensão.

Diante da recuperação da economia, está claro que as medidas compensatórias foram excessivas para nossa frágil posição fiscal, afinal o pacote do Brasil, em proporção ao PIB, é o quarto do mundo, atrás dos EUA, Canadá e Japão, ocasionando um salto na dívida que precisa ser endereçado.

Assim, não parece haver razão para uma estratégia fiscal de alto risco e baixo retorno. Insistir em estender um programa de estímulo que, diante do crescimento não se faz mais necessário, só trará impactos negativos para as condições de financiamento do Tesouro Nacional.

O aumento recente de incerteza, no entanto, cria a ameaça de um ciclo vicioso como o observado no período 2013-2016, no qual a elevação do gasto piora o fiscal, reduz o crescimento e gera crise política. A necessidade de encurtar a rolagem da dívida atesta que este perigo é real e imediato.

A confirmação das escolhas fiscalmente sustentáveis será o gatilho para a valorização dos ativos em 2021, mas a frustração da austeridade fiscal traria uma dinâmica de crise.

Cenário macroeconômico

| Probabilidade | Cenário Alternativo Flexibilidade Fiscal | | | Cenário Base Âncora Fiscal | | |
|--|---|-------|-------|-------------------------------|-------|-------|
| | 35% | | | 65% | | |
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 |
| PIB (% a.a.) | -4,50% | 2,75% | 1,50% | -4,00% | 4,75% | 2,25% |
| IPCA (% a.a.) | 4,50% | 4,10% | 3,50% | 4,50% | 3,50% | 3,50% |
| Selic (% a.a.) (final de período) | 2,00% | 5,00% | 6,00% | 2,00% | 3,25% | 5,00% |
| Câmbio (R\$/USD) (final de período) | 5,20 | 6,30 | 6,62 | 5,20 | 4,80 | 4,80 |
| Juro Real | -2,4% | 0,9% | 2,4% | -2,4% | -0,2% | 1,4% |

Projeções: Fundação Petros

Global

A atividade econômica global manteve a trajetória de recuperação apesar do alarmante aumento do número de casos de Covid-19. A resiliência dos indicadores se deve em grande parte aos estímulos e à perspectiva de eficácia das novas vacinas. O desempenho melhor que o esperado da atividade no fim de 2020 reduziu a incerteza em relação a recuperação da atividade global em 2021.

Embora as campanhas de vacinação ainda se encontrem em um estágio inicial, acreditamos que o ritmo de vacinação ao redor do mundo ganhará tração na primeira metade de 2021. A reversão das restrições à mobilidade propiciará a retomada dos setores mais afetados pela pandemia. A mobilização logística necessária para se alcançar esses objetivos será um desafio sem precedentes. No entanto, frente aos grandes benefícios de um processo mais célere, acreditamos que a maior parte da economia global será capaz de realizar tal feito.

Nos EUA, a vitória dos democratas, tanto nas eleições presidenciais como na Câmara e no Senado, contribuirá para que medidas adicionais de estímulo fiscal sejam adotadas em 2021. Nesse cenário de juros extremamente baixos, amplos programas de compras de ativos pelo Fed (banco central americano) e política fiscal expansionista é esperado que o dólar enfraqueça frente a maior parte das moedas, fazendo com que ativos reais como *commodities* sigam valorizados.

A perspectiva de estímulos e o desempenho acima das expectativas do 4º trimestre de 2020 sinalizam um crescimento robusto de 4,9% da economia americana em 2021, após queda de 3,5% em 2020.

Os principais indicadores econômicos na Zona do Euro apontam para um enfraquecimento da atividade no último trimestre, enquanto a perspectiva de novos *lockdowns* apontam para mais um trimestre de PIB negativo. A política monetária dará suporte a essa recuperação, no entanto, o espaço fiscal limitado da maior parte dos países fará com que o ritmo de recuperação seja mais lento que nos EUA, assim, a Zona do Euro deverá contrair 7,0% em 2020 e crescer 6,0% em 2021.

Na China, um dos poucos países a crescer em 2020, o crescimento se manterá forte (acima do potencial) devido à continuidade dos projetos de infraestrutura. Esperamos que a política monetária se mantenha cautelosa em 2021, provendo algum grau de estímulo à economia, porém minimizando riscos de excesso de alavancagem. A economia chinesa crescerá 8,0% em 2021, após expansão de 2,5% em 2020.

Com o maior crescimento esperado, principalmente nos EUA e China, revisamos nossa expectativa para o PIB global em 2021. Após uma retração de 3,5% em 2020, o PIB global deve crescer cerca de 6,0% nesse ano, em meio a um ambiente de liquidez altamente favorável, medidas de estímulos e maior flexibilização do distanciamento social.

Atividade

O ano de 2020 terminou com uma perspectiva muito mais favorável para a atividade econômica doméstica do que era projetado no auge do isolamento social, entre os meses de abril e maio. Ao longo do ano, mantivemos uma visão construtiva da eficácia das medidas para mitigar os impactos da pandemia na atividade e, conseqüentemente, de sua recuperação ao longo dos trimestres subsequentes.

Enquanto observávamos projeções muito pessimistas para o PIB, entre -12% e -7,5%, seguimos com uma expectativa de contração da atividade em torno de 4,5% -4,0%. Os dados recentes confirmaram nossa expectativa e a economia deverá contrair 4,0% em 2020.

Sem dúvida, a economia foi impulsionada pelas transferências do governo (via auxílio emergencial), fundamentais para compensar a queda de renda durante a fase aguda da pandemia, mas os sinais de recuperação em setores não influenciados diretamente pelo auxílio emergencial foram se acumulando. No final do 3º trimestre, diversas atividades do comércio varejista e da indústria já se encontravam em patamares superiores aos níveis pré-pandemia, indicando que a recuperação vinha se materializando de forma mais célere e disseminada entre as atividades. As projeções mais otimistas em meados do ano indicavam que estas atividades só iriam recuperar o patamar anterior à pandemia no primeiro semestre de 2021.

Para 2021, os desafios permanecem bastante elevados, mas nosso cenário base contempla a continuidade da recuperação, e a economia deverá registrar expansão de 4,75%.

Os impactos defasados dos estímulos monetários e de crédito na economia, juntamente com o impulso do setor externo, serão os fatores a impulsionar a economia, assim como a perspectiva de uma ampla vacinação contra a Covid-19 no 1º semestre do ano. Por outro lado, há os impactos associados à redução dos estímulos fiscais, principalmente com o fim do auxílio emergencial, e de uma possível ausência de coordenação no enfrentamento da pandemia no país.

Os riscos desse cenário seguem elevados e acima do usual, sobretudo para 2021. O risco fiscal segue como principal, pois qualquer mudança na política fiscal pode desencadear uma nova espiral negativa na economia, a partir da deterioração das expectativas dos agentes e das condições financeiras, gerando uma maior depreciação da taxa de câmbio e consequente elevação rápida da taxa de juros. No cenário de perda da âncora fiscal, a economia crescerá apenas 2,75% em 2021.

Política monetária e inflação

O IPCA encerrou o ano com alta de 4,5%, patamar acima do centro da meta de inflação. Após apresentar quedas significativas no 2º trimestre, a inflação foi impactada por um relevante choque de alimentos no 4º trimestre de 2020. A pressão nos preços dos alimentos foi sustentada tanto por uma maior demanda doméstica quanto externa. A demanda externa ainda foi impulsionada pela intensa desvalorização do câmbio e pela recuperação da China.

Excluindo os alimentos dos preços livres, verificamos número muito baixo para o IPCA, de 2,3% no ano passado. Analisando as demais medidas subjacentes do IPCA, como os núcleos de inflação, também fica claro que a dinâmica dos preços ao consumidor se manteve benigna, a despeito do choque de alimentos.

Podemos dizer que esses são os preços que o Banco Central possui maior capacidade de controle e atuação por meio da política monetária.

Assim, mantemos uma perspectiva favorável para o IPCA em 2021, com alta de 3,5%, abaixo da meta de 3,75%, sob os efeitos da elevada ociosidade da economia, num ambiente de expectativas ancoradas, e de manutenção da âncora fiscal.

A mudança na comunicação do Copom, especialmente no que diz respeito à retirada do chamado *forward guidance* (orientação prospectiva), nos motivou a antecipar o início da normalização da taxa básica de juros para o 3º trimestre de 2021. Porém, o Banco Central adotará um ritmo gradual de elevação da Selic. Projetamos que o Banco Central eleve a Selic para 3,25% a.a. no final de 2021.

Nos cenários alternativos, as consequências de uma reorientação da política fiscal implicariam o aumento do prêmio de risco exigido pelos investidores, depreciação adicional da taxa de câmbio e desancoragem das expectativas de inflação. Nesse cenário, o processo de alta da inflação não seria gradual, mesmo num ambiente de elevada ociosidade, permanecendo sempre acima do centro da meta. Diante desse cenário, a inflação atingiria 4,1% com a desancoragem das expectativas de inflação e a depreciação da taxa de câmbio. Com a maior pressão inflacionária, o Banco Central reagirá elevando a taxa de juros ainda no 1º semestre, com a taxa Selic encerrando em 5,00% aa.

Política fiscal

O Brasil se posicionou entre as economias que mais atuaram com políticas de combate aos efeitos da pandemia. A trajetória fiscal foi impactada no curto prazo, mas a estratégia trouxe o benefício de uma recuperação mais rápida da economia. O país comprometeu quase 9,0% do PIB em termos de políticas para combater os efeitos da pandemia. O déficit primário deverá encerrar em torno de 10% do PIB e a dívida bruta deverá atingir cerca de 90% do PIB em 2020.

Embora a dinâmica fiscal tenha se deteriorado substancialmente em 2020, avaliamos que o sucesso dessas políticas seria a recuperação mais rápida da economia e o fortalecimento da política econômica anterior à pandemia, com o retorno da austeridade fiscal em 2021 e o respeito ao teto de gastos. Entretanto, esse retorno à política fiscal restritiva segue relativamente incerto, o que mantém os prêmios de risco altos e o tema fiscal no centro das atenções.

Nosso cenário base supõe a manutenção do teto de gastos e a continuidade das reformas, até porque seria altamente contraproducente arriscar uma deterioração das expectativas.

Ao viabilizar o cumprimento do teto nos próximos anos, o déficit primário registrará importante recuo, saindo de aproximadamente 10,0% para algo em torno de 2,0% do PIB em 2021. A dívida bruta também deverá cair de cerca de 90,0% para 87,2% do PIB no mesmo período.

O ambiente de juros reais baixos e crescimento em torno do potencial nos anos seguintes reduz consideravelmente o esforço necessário para estabilizar a dívida quando se compara com períodos anteriores, quando esse esforço primário girava em torno de 2,0% a 3,0% do PIB.

Nos cenários alternativos, a perda da ancora fiscal trará efeitos deletérios sobre a dinâmica fiscal. A flexibilização do teto terá forte impacto nas expectativas, com aumento do prêmio de risco, depreciação da taxa de câmbio e aumento da taxa de juros de mercado.

Nesses cenários, os déficits primários permanecerão elevados e a dinâmica da dívida será afetada pela maior despesa de juros e pelo aumento do prêmio cobrado pelos investidores para financiar a dívida, de tal modo que a dívida bruta continuaria em trajetória ascendente.

A dinâmica fiscal dos cenários alternativos deixa claro o custo do abandono da austeridade fiscal e da política econômica vigente. O equilíbrio nesse cenário ocorrerá com mais endividamento, juros reais altos, inflação mais pressionada e menor crescimento.

Mesmo considerando o cenário base, o cumprimento do teto dos gastos continua bastante desafiador, mantendo elevada a incerteza a respeito da continuidade da consolidação fiscal em 2021. As despesas obrigatórias continuarão pressionadas, mantendo um espaço muito reduzido para as demais despesas no teto de gastos. Nesse sentido, a atuação do Congresso ao longo de 2021 ganhará bastante atenção dos investidores, especialmente a partir de fevereiro, com o início do ano legislativo.

Setor Externo

A primeira metade de 2020 foi marcada por forte saída de dólares dos mercados emergentes, gerando uma pressão sobre essas moedas e em especial o real. Após as intervenções maciças dos maiores bancos centrais do mundo a percepção de risco foi gradualmente reduzida, revertendo parte dos fluxos negativos observados até maio.

No Brasil, a saída de dólares de investimentos estrangeiros em carteira foi de cerca de US\$ 34 bilhões de dólares nesse período, a partir de junho esses fluxos começaram a se normalizar e aceleraram no fim de 2020. De junho a novembro mais de US\$ 19 bilhões de dólares retornaram para os mercados domésticos, contribuindo para a valorização do câmbio e um bom desempenho dos ativos brasileiros.

Acreditamos que o fluxo positivo se estenderá em 2021, além da melhor percepção de risco por parte dos investidores internacionais, as

melhores condições financeiras propiciam oportunidades para que as empresas brasileiras captem mais recursos no exterior. Ao longo do ano passado, observamos a taxa de rolagem se reduzir e, durante o pior momento da pandemia, atingir 26% em junho. Desde então, a taxa de rolagem se recuperou chegando a patamares observados antes da crise, como em novembro, quando a taxa de rolagem alcançou 181%.

A continuidade desse movimento contribui para que o câmbio se valorize ainda mais ao longo do ano. Um fator que limita uma valorização mais forte é o risco fiscal que permanece como maior ameaça a esse movimento. No entanto, em um cenário onde as regras de responsabilidade fiscal são respeitadas, esperamos que a taxa de câmbio chegue ao patamar R\$ 4,80 por dólar no fim de 2021.

Os fundamentos das contas externas brasileiras permanecem muito sólidos e a perspectiva de forte crescimento na China em 2021 contribuirá para que o déficit em conta corrente se mantenha baixo mesmo com esperada valorização cambial. Em 2021, esperamos déficit no balanço de pagamentos ao redor de US\$ 6,1 bilhões, devido ao superávit da balança comercial projetado (US\$ 58,0 bilhões).

Mesmo em um contexto global favorável de elevada liquidez e perspectiva de dólar mais fraco, caso haja uma deterioração do risco fiscal poderemos observar forte desvalorização da taxa de câmbio. Em um cenário alternativo, onde haja flexibilização da âncora fiscal, a deterioração da confiança e a forte saída de recursos da economia poderia resultar em revisões da nota de crédito soberano da economia. Nesse cenário, a taxa de câmbio deverá depreciar fortemente e atingirá a cotação acima de R\$ 6,0 por dólar no final de 2021.

Estratégia da gestão

Renda Fixa

A pandemia de Covid-19 teve um forte impacto nos preços dos ativos e elevou a aversão ao risco dos investidores para os maiores patamares históricos, o que deflagrou a fuga de capitais de diversos ativos de risco e dos mercados emergentes.

Diante desse cenário, o Tesouro necessitou atuar intensamente, oferecendo liquidez ao sistema e recomprando títulos públicos, com a finalidade de atenuar o clima de desconfiança que se instalou nos mercados perante as incertezas futuras, principalmente do ponto de vista fiscal. Paralelamente, o Banco Central do Brasil reduziu a taxa Selic para a mínima histórica de 2,00% a.a. como resposta ao choque que abruptamente contraiu a economia em ritmo recorde no 2º trimestre de 2020.

Os efeitos dos gastos do governo alinhado às quedas na taxa de juros proveram suporte à recuperação da atividade. Porém, as tentativas de flexibilizar o teto dos gastos, com rumores sobre a extensão do auxílio emergencial para início do ano 2021, geraram incertezas do comprometimento com a responsabilidade fiscal. Como reflexo da maior aversão ao risco, a curva de juros subiu, pressionando as taxas dos leilões do Tesouro, onde os investidores pediram prêmios cada vez mais altos e prazos ainda mais curtos para financiar o governo.

O fim do ano foi marcado por otimismo com relação à aprovação das vacinas e aos processos de vacinação em diversos países. Além disso, a eleição do candidato democrata nos Estados Unidos aumentou as expectativas de novos pacotes de estímulos. No Brasil, a manutenção do teto de gastos, da austeridade fiscal e a apreciação do real, como reflexo do fluxo estrangeiro forte, ajudaram na dinâmica do mercado de juros terminando o ano em níveis próximos ao do início de 2020.

Para o ano de 2021, nossa expectativa positiva com a recuperação da economia também contempla uma recomposição do juro básico no fim do ano pelo Banco Central. Com os juros globais baixos por muito tempo, a retomada da atividade e as principais reformas que começarão a tramitar logo no início deste ano poderão ancorar o juro real em patamares baixos e, com isso, a expectativa de retorno na renda fixa ainda se mostra bastante atraente.

Renda Variável

Gestão própria

Após forte valorização das bolsas de valores no Brasil e no mundo no fim do ano, recuperando as perdas do Ibovespa em 2020, temos uma visão moderadamente otimista para o mercado de renda variável no horizonte de 12 meses. Acreditamos que as empresas devem continuar

apresentando melhora sequencial de seus resultados trimestrais beneficiando-se da rápida recuperação econômica observada até o momento. Isso deverá fazer com que os participantes de mercado revisem para cima suas estimativas de lucro e de geração de caixa para 2021 e demais anos.

Nossos modelos de projeção apontam para um valor justo do Ibovespa em torno de 130 mil pontos para o fim de 2021, sendo que acreditamos que isso deve ser alcançado (ou até ultrapassado) já no 1º semestre, o que remete para um fim de ano mais pessimista, dado o *rally* recente e potencial aumento de juros no Brasil.

O cenário macroeconômico indica uma recuperação dinâmica do crescimento da economia, que, aliado à taxa de juros estruturalmente baixa ao longo de 2021, contribuem para essa visão positiva para o mercado de renda variável.

Além disso, o nível da taxa de juros de longo prazo já reflete apropriadamente os riscos fiscais inerentes da economia brasileira e esse vetor não deverá, a partir de agora, atrapalhar a dinâmica do mercado de renda variável de forma significativa.

Por último, reforçamos a qualidade e liquidez das principais empresas investidas, que devem se beneficiar diretamente da recuperação da economia ao longo dos próximos trimestres, como, por exemplo, pela evolução dos preços de commodities de forma mais sustentável quanto pela retomada da normalidade da economia e melhora do desemprego.

FoF de fundos de investimentos em ações

O grande fluxo estrangeiro de entrada na bolsa ocorrido no último trimestre de 2020 foi, de certa forma, uma surpresa para a indústria de fundos como um todo. Há um consenso de que a consequente valorização do Ibovespa tornou a bolsa mais equilibrada, as distorções de preços entre os setores foram diminuídas. Para 2021, a maioria dos gestores externos de renda variável não enxergam uma reversão desse movimento vinculada à saída desse fluxo, mas seguem as preocupações com o compromisso fiscal do governo e possíveis novas restrições de mobilidade em função da pandemia.

Multimercados

Gestão própria

O principal fator de risco, o problema fiscal, mais uma vez foi postergado, agora na espera das eleições na Câmara e Senado. Mesmo com um pano de fundo sem novos fatos positivos no cenário doméstico, os ativos locais tiveram um forte desempenho em pouco espaço de tempo, o que nos levou a realizar o lucro nas posições compradas em bolsa, aplicada em juros e comprado em real contra o dólar ao longo de dezembro.

Seguimos confiantes com o cenário global de retomada da atividade e normalização das economias, o que somado, a grande liquidez, torna um cenário favorável para os ativos de risco. Dito isto, seguimos observando de perto o problema fiscal no âmbito local, uma vez que as reformas necessárias ainda não entraram em debate. Para proteger nossa posição otimista com o real e com os papéis que enxergamos valor na alocação de renda variável, adicionamos uma posição comprada em inflação implícita longa durante o mês de dezembro.

FoF de fundos multimercados

O último trimestre do ano de 2020 foi marcado, principalmente, nos EUA por mais estímulos americanos e pela vitória do candidato democrata, Joe Biden. Esses dois eventos permitiram que o mercado começasse a enxergar melhores acordos comerciais entre os países parceiros, Canadá e México, e de certa forma um clima mais ameno no que tange o assunto *Trade War (guerra comercial)*. Em relação aos estímulos, a grande maioria dos gestores acredita que o dólar segue uma tendência de enfraquecimento, justificando posições compradas em moedas contra o dólar. A grande liquidez injetada nas economias mundiais e o cenário de juros mais baixos por mais tempo favorecem os ativos de bolsa.

No cenário interno, aconteceram ruídos em relação, principalmente, ao fiscal e às eleições para presidente do Senado e da Câmara, mas diante do recesso de fim de ano e a falta de notícias fizeram com que a bolsa tenha tido uma boa performance e muitos gestores se aproveitaram disso. O 4º trimestre foi marcado também pela discussão de *rotation* (mudança de posicionamento) de ações de valor para ações de crescimento, e todas as casas avaliam a bolsa brasileira com retorno atraente diante do cenário de juros estáveis pelo menos até meados de 2021.

Em relação à taxa de câmbio, os gestores têm evitado o posicionamento na moeda devido à alta desvalorização do real não só contra o dólar, mas também contra alguns pares emergentes. O fundamento por trás diz respeito em boa parte sobre o fluxo estrangeiro, o diferencial de juros e os ruídos internos, principalmente, a questão fiscal, que continua sendo o maior risco citado entre os gestores.

Fundos de Investimentos em Participações

O ano de 2020 foi positivo para o processo de reciclagem da carteira de FIPs, conforme diretriz da Política de Investimento - seja via acesso ao mercado secundário, seja via desinvestimentos dentro do curso natural dos fundos.

No curso natural dos FIPs, ao longo do 2020, foram liquidados os FIPs Sondas e Brasil de Governança Corporativa. Ademais, foram concretizados oito desinvestimentos em companhias investidas, com destaque o FIP Brasil Energia, que concluiu, em 2020, cinco desinvestimentos. Parte relevante destes desinvestimentos geraram retornos positivos (como a venda do Porto de Itapoá, Companhia Investida pelo FIP Logística, com ágio de 40% sobre o valor da cota),

ao passo que o desinvestimento Malibu (investida pelo FIP Agronegócio) foi feito por valor simbólico.

Em relação ao mercado secundário de FIPs, em 2020, a Petros alienou sua participação no FIP Bioenergia, mitigando importantes passivos e contingências associadas ao ativo. No momento da alienação, o FIP Bioenergia possuía passivos relevantes, com destaque para questões trabalhistas estimadas em cerca de R\$ 100 milhões.

Estes desinvestimentos geraram o recebimento de R\$ 199 milhões, pela Petros, em 2020. Adicionalmente, a Petros recebeu R\$ 950 milhões oriundos do encerramento do processo arbitral envolvendo o FIP Sondas. Estes números contribuíram para o retorno positivo, da classe Investimentos Estruturados, em 2020.

Além do retorno direto, a Petros economizará recursos financeiros com estes desinvestimentos, dado o elevado custo de carregamento desta classe de ativos - os FIPs possuem um custo médio de R\$ 1 milhão, por ano, para a Fundação.

Por fim, no último dia do ano, foi assinado o Contrato de Compra e Venda referente à alienação da participação da Petros em sete FIPs (Projeto Diamond): FIP BEP, FIP CRP VII, FIP Brasil Agronegócio, FIP Brasil Sustentabilidade, FIP JBVC I, FIP Industrial Parks e FIP Brasil Mezanino. A operação, que ainda precisa passar pelo direito de preferência, poderá ser liquidada no início de 2021.

Assim, concluídos os desinvestimentos supracitados, a Petros passará a deter oito FIPs em sua carteira.

Imóveis

A partir de um trabalho de aprimoramento da estratégia e de qualificação das equipes para atuar de forma mais ativa no mercado imobiliário, a Petros conseguiu reduzir em 9 p.p. a vacância da carteira de imóveis em 2020. Esse desempenho é bastante expressivo, considerando os impactos provocados no setor pela pandemia de Covid-19. Ao todo foram assinados 14 novos contratos de locação, a maioria para empresas de grande porte. Além disso, de forma a ajudar os locatários já existentes a superarem a crise, foram concedidos diferimentos nos valores de locação pelo período de até quatro meses, prática que se tornou comum no mercado imobiliário.

No setor de condomínios logísticos de alto padrão, o segmento se mostrou bastante resiliente com o aumento da demanda de setores como *e-commerce* e varejo. O destaque foi o Condomínio Logístico Raposo, de alto padrão (triple A), com aproximadamente 105 mil m², que teve expressiva redução de vacância, para apenas 2% - no início do ano, o empreendimento registrava vacância de 44%. O segmento logístico deve continuar com alta demanda para ativos localizados em regiões estratégicas, próximas dos grandes centros.

O mercado de escritórios sofreu com devoluções de áreas por conta da implementação definitiva do *home office* ou em decorrência do impacto econômico. Os destaques positivos foram a locação de cerca de 3 mil m² no Ed. Porto Brasilis e da loja da Rua do Ouvidor, no Rio de Janeiro, com aproximadamente 1,4 mil m², para a Livraria Leitura, no Rio de Janeiro. Para 2021, deve-se ter mais clareza sobre o real impacto da implementação das políticas de *home office*, mas com expectativa de redução parcial e não devolução completa de espaços. Regiões premium devem permanecer com boa procura.

O segmento de shopping centers enfrentou o cenário mais desafiador, sendo que os *malls* da carteira permaneceram fechados por cerca de três meses. Após reabertura, foi observada retomada gradual de fluxo e vendas e, no último trimestre de 2020, as vendas chegaram a superar os mesmos meses de 2019. Além disso, a política de concessão de descontos aos lojistas se mostrou eficaz em evitar o aumento acentuado da vacância, essencial para garantia do resultado no próximo ano. Em 2021, o segmento ainda deve enfrentar um cenário desafiador, com expectativa de retomada completa do fluxo apenas após a vacinação.

Também foram concretizadas todas as reavaliações previstas para o ano, resultando em variação negativa de 5,6% no valor total do patrimônio imobiliário, muito por conta aos reflexos da pandemia de Covid-19.

Além da participação direta em imóveis, a Petros voltou a investir em Fundos Imobiliários após mais de 10 anos. O amadurecimento do mercado de FIs e aumento da liquidez dos papéis nos últimos anos tornou a classe mais atraente para investidores de grande porte. Esta classe de ativos terá papel fundamental para reciclagem do portfólio da carteira imobiliária e alcance dos resultados esperados.

Investimento no exterior

Essa classe de ativos é importante para a diversificação de risco do portfólio de investimento dos planos. Buscamos ativos que apresentam baixa correlação com os ativos existentes na carteira atualmente, otimizando o desempenho global. Procuramos gestores que ofereçam acesso aos ativos externos e expertise nos produtos.

O processo de seleção de gestores e produtos foi prejudicada pela pandemia de Covid-19, que não permitiu a finalização de *due diligence* presencial com os gestores, mas está em estágio avançado e devemos iniciar nossa alocação em breve.