

## *Private Investment Team Notes*

2021

### A Alocação de Capital em um ambiente de Repressão Financeira

- Crise sem precedentes
- Respostas de política fiscal e monetária “de guerra”
- Repressão financeira por um longo período
- Uma reversão parcial da globalização?
- A crise como catalizadora de mudanças
- **Necessidade de repensar o processo de alocação de capital**

#### Resumo

A crise de 2020 terá efeitos muito duradouros. Se do ponto de vista sanitário ela parece apresentar uma “luz no final do túnel” com o advento de bons candidatos à vacina, do ponto de vista financeiro ela deixará marcas profundas. Do lado da política monetária, viveremos em um mundo de repressão financeira (juros baixos). Já do lado micro, vemos a aceleração da mudança de paradigma tecnológico (*disruption*). A resultante de todos esses efeitos é que somos forçados a contemplar um mundo onde as formas tradicionais de gestão de portfólio precisam ser adaptadas à nova realidade. Fazer “mais do mesmo” se torna uma estratégia muito perigosa.

## *Private Investment Team Notes*

### 2020

*“It was the best of time, it was the worst of times, it was the age of wisdom, it was the age of foolishness...”*

*“...It was the spring of hope, it was the winter of despair, we had everything before us, we had nothing before us...”*

Em mais de uma maneira, as inesquecíveis palavras iniciais de Dickens em *“A Tale of Two Cities”* nos lembram o que os mercados, e de certa forma, também todos nós, estamos experimentando em 2020.

Infelizmente o desenrolar se assemelha mais a um enredo de Hollywood, do que a um clássico de literatura inglesa. Parando pra pensar 1 minuto: um vírus misterioso e letal, surgindo na Ásia e se disseminando rapidamente por todo o mundo, levando populações inteiras a se isolar e as economias a uma parada súbita. Parece algo que já vimos em algum filme, certo?

A comunidade médica se esforça por entender e remediar os impactos do novo vírus sobre nosso sistema imunológico, cardiorrespiratório, etc... muito já se escreveu sobre isso e muito mais ainda está, sem dúvida, por vir.

No entanto, podemos também observar que essa crise, atinge a todos nós em nosso “ponto fraco”. O ser humano é um animal gregário, nossa sobrevivência ao longo da história está intimamente ligada à nossa capacidade social, de nos reunir em grupos.

Ao nos forçar ao confinamento, ao isolamento social, esse vírus nos priva de uma das mais importantes atividades, interagir com nossa comunidade (e não, Netflix não é um substituto perfeito). Sob esse aspecto, a crise atual tem uma sensação de ser muito pior do que crises mais severas como 2008.

O objetivo desse texto não é descrever 2020. O que buscamos aqui são respostas para a pergunta: o que fazer daqui em diante? Especialmente em uma dimensão, a de nossos investimentos. Se a incerteza permanece elevada e é razoável nutrir uma série de dúvidas sobre o que está por vir, algumas coisas já estão claras. O caminho da recuperação global passa pela assim chamada “repressão financeira” (mais sobre isso adiante) e isso tem um impacto muito distinto sobre o retorno dos ativos e leva a uma conclusão clara sobre o processo de investimento.

# Uma Crise Sem Precedentes

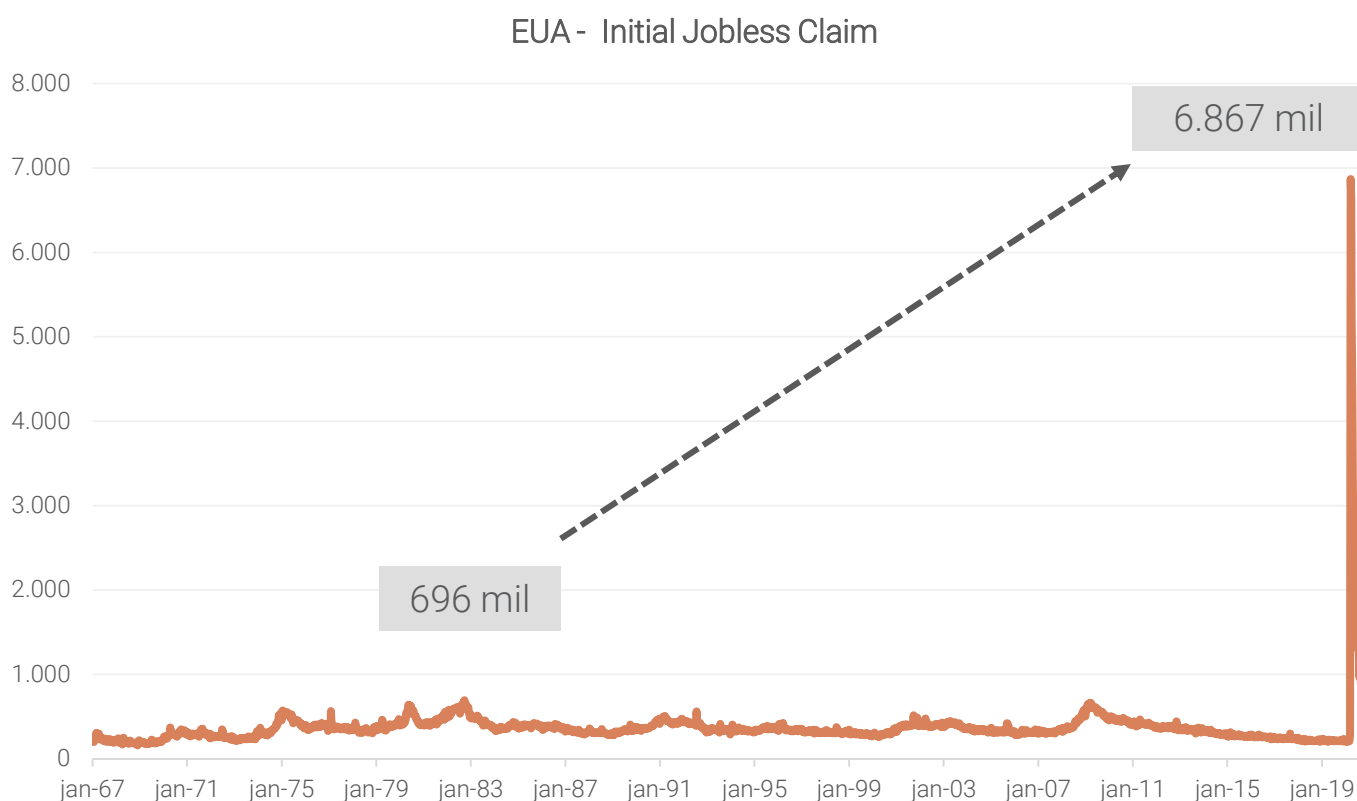
Com o risco de fazer apologia do óbvio: a crise atual não tem precedentes. Se já tivemos crises como 1929 cujos efeitos foram mais intensos do que os atuais, certamente a velocidade do desenrolar da crise atual não encontra nenhum paralelo na história nem em 2008 nem em 1929 que eram consideradas as crises mais profundas dos últimos 100 anos.

Em português claro e direto: o mundo mudou. Nossa obrigação como investidores é tentar entender o curso dessas mudanças e como devemos nos posicionar de forma a manter uma alocação de capital consistente. Já adiantando a conclusão: uma coisa é clara, uma boa parte das estratégias que foram bem-sucedidas no passado não serão capazes de gerar bons resultados no futuro (no Brasil por exemplo, se esconder no CDI não vai funcionar). Precisamos de um processo de investimento dinâmico e flexível para nos adaptar à nova realidade. Esse texto é o

primeiro de uma série na qual vamos tentar mostrar como nós do *Private Investment Team* pensamos sobre o assunto.

## O Cenário Global

Mesmo para aqueles que estudam crises (alguns de nós têm esse hábito pouco saudável) o que vivemos ao longo do primeiro semestre de 2020 é estarrecedor. Nunca havíamos observado um colapso tão repentino da economia e destruição de demanda e emprego nessa velocidade. Só para colocar o fenômeno em perspectiva, o recorde anterior de pedidos de seguro desemprego semanal nos EUA era de 695mil em outubro de 1982. O dado da primeira semana de abril de 2020 foi acima de 6.9 milhões de pedidos. O gráfico abaixo fala por si só (e não erramos na escala).



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis

Curiosamente, é mais fácil fazer algumas previsões sobre os efeitos de longo prazo da crise atual do que do desenrolar de curto prazo. No curto prazo, estamos no domínio da biologia, das medidas de isolamento social e de uma série de variáveis sobre as quais nosso conhecimento é limitado. No longo prazo podemos aprender com crises passadas, observar a situação atual e fazer previsões relevantes.

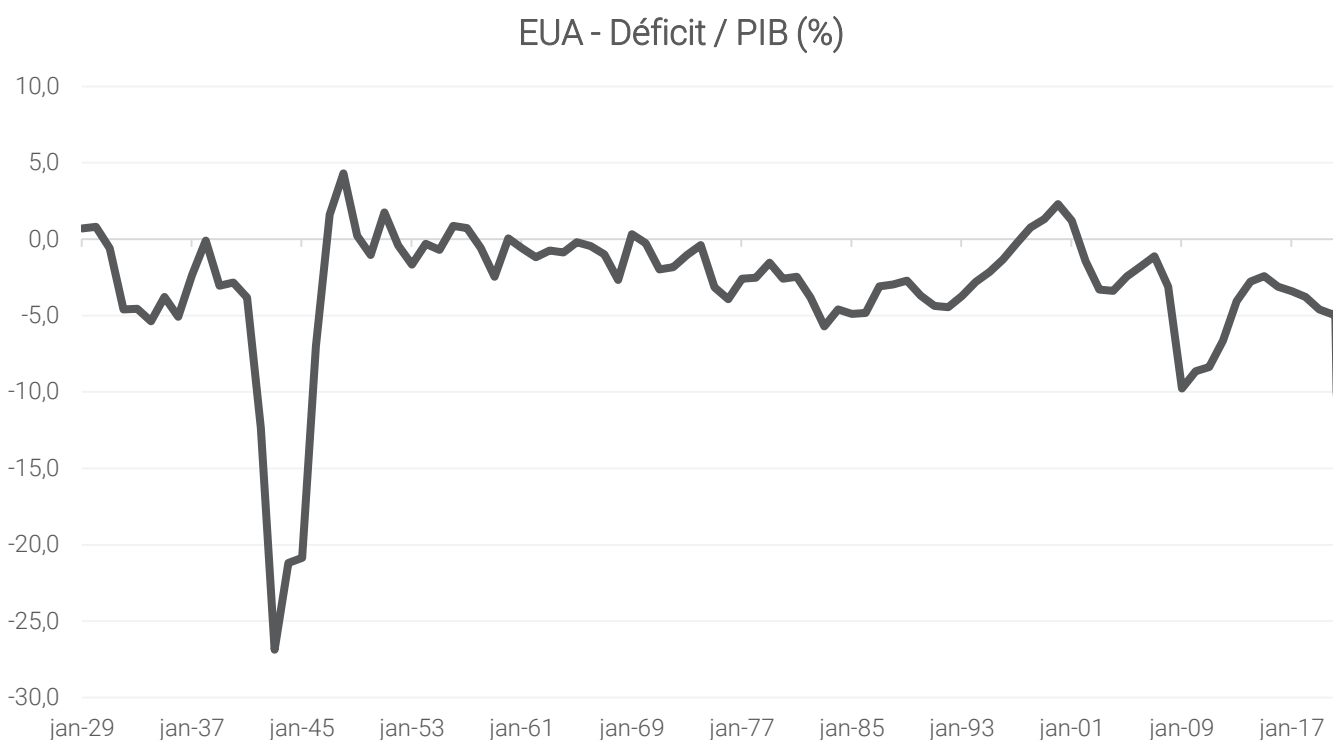
Se o choque foi o mais intenso, vamos passar necessariamente por uma depressão como em 1929? Aqui nossa resposta é: não. E por um motivo simples: aprendemos as lições de 29 e especialmente de 2008. O que aprendemos com 1929? Que uma recessão se torna uma depressão se deixarmos o sistema bancário entrar em colapso. Esse é um dos motivos pelos quais a recuperação norte-americana pós 2008 foi mais pujante que a europeia.

Sob esse aspecto, o sistema em 2020 encontra-se bem mais robusto. O sistema financeiro global passou boa parte da última década reparando sua base de capital.

Verdade que existem níveis diferentes de resiliência regional, mas de forma geral os bancos estão em melhor forma.

Se a velocidade e intensidade da crise foi sem precedentes, também foi a velocidade de resposta de políticas econômicas, tanto no campo fiscal como monetário. Essa foi a grande lição de 2008 para os governos: a necessidade de reagir rápido e de forma decisiva. Utiliza-se hoje inclusive o termo de “política econômica de guerra” para descrever o fenômeno.

Tal termo parece adequado quando olhamos a magnitude da política fiscal anticíclica. Assumindo um nível não muito agressivo de estímulos adicionais, os EUA podem chegar a gastar 20% do PIB em programas de complementação de renda e estabilização do mercado de crédito. Na história fiscal norte-americana, só vemos gastos superiores a isso durante o período da Segunda Guerra.

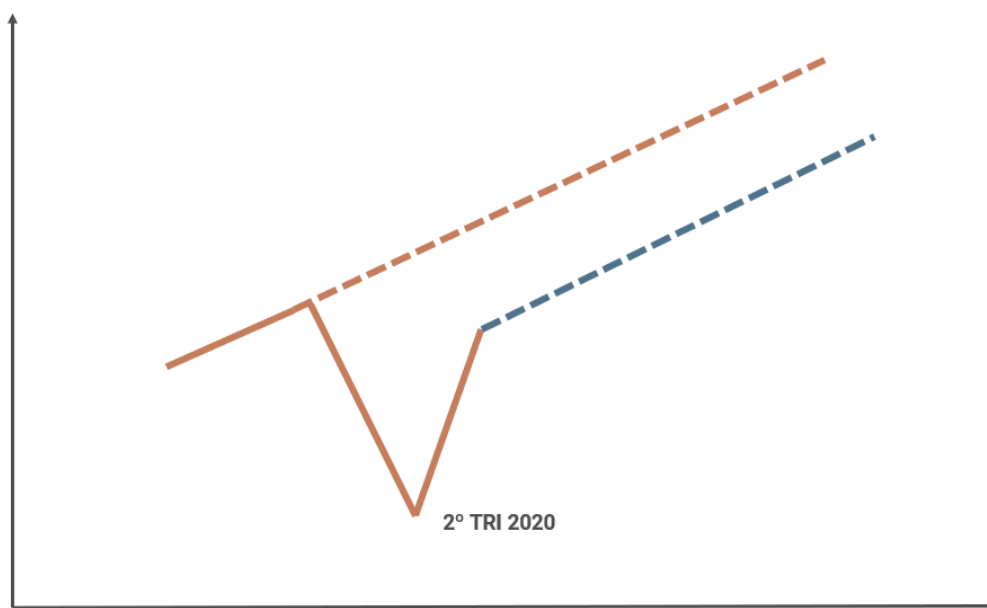


## O Formato da recuperação

Em uma entrevista recente, Ben Bernanke, ex-chairman do FED, defendeu a ideia de que sob o aspecto econômico, a crise atual se assemelha mais à evacuação de uma área causada por um desastre natural do que a uma guerra. Não existe destruição de capital físico e a força de trabalho permanece basicamente a mesma. Por esse lado, o PIB potencial seria menos afetado. Uma vez reestabelecida a demanda, pode haver uma volta da atividade econômica. Ou seja, existe a possibilidade de uma “recuperação em V”.

No entanto, temos que lembrar que existe um nível de destruição de capital. Onde vemos a maior dilapidação é no chamado “capital social”. Empresas que faliram implicam em uma perda permanente de capacidade organizacional da economia.

Em relação à velocidade, ou o chamado “formato” da recuperação, o que observamos em economias que já reabriram é um impulso inicial forte vindo da demanda de consumo reprimida durante os meses de fechamento, seguido de um arrefecimento, ou o que os economistas chamam de “raiz quadrada”.



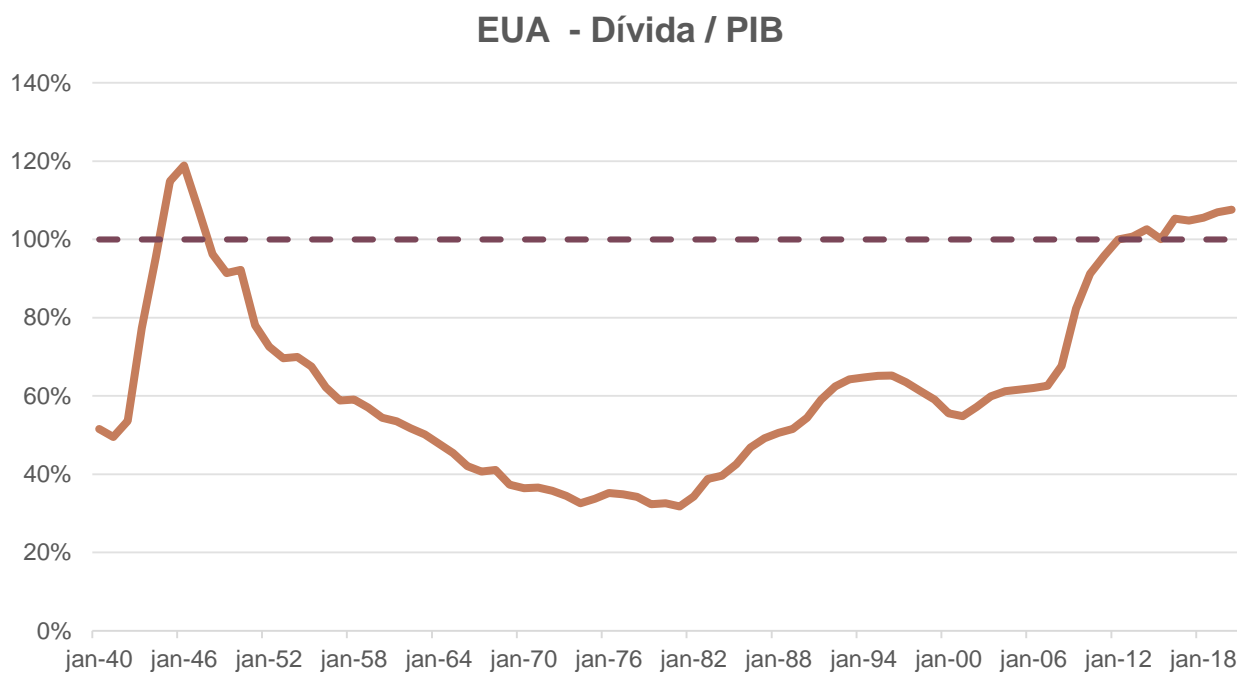
Fonte: Private Investment Team

É relativamente fácil vislumbrar o motivo desse formato peculiar e não uma recuperação em V de volta aos níveis de atividade anterior. Basta pensar que uma parte relevante da economia de serviços (restaurantes, shows, viagens) dificilmente retornará aos picos anteriores tão cedo. O que equivale a dizer que houve uma destruição permanente de capacidade produtiva, uma perda de PIB potencial.

### EFEITOS “PERMANENTES”

Aqui gostaríamos de ressaltar 3 efeitos permanentes que consideramos muito importantes e que terão impactos profundos tanto na performance econômica e especialmente no processo de alocação de portfólio: 1) repressão financeira, 2) efeitos comportamentais, 3) diminuição da globalização.

**1** Repressão financeira: a consequência direta das políticas fiscais anticíclicas implementada pelos governos será uma elevação significativa dos níveis de endividamento. A questão que devemos encarar é como impedir que esse endividamento seja explosivo (uma questão que, por exemplo, é essencial para o Brasil). A resposta é: os bancos centrais não terão outra escolha a não ser implementar um controle estrito das taxas de juros. Foi exatamente isso que observamos pós Segunda Guerra, e que permitiu que a dívida/PIB norte-americana caísse gradativamente.



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis

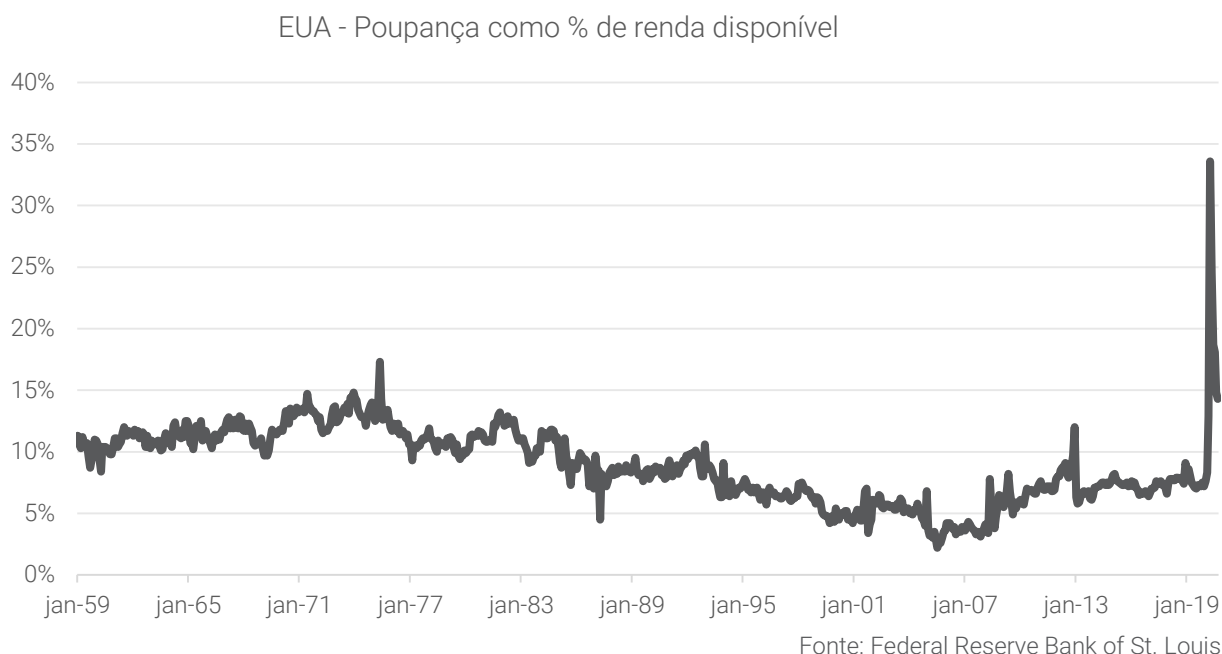
Tomando o FED como exemplo, quanto tempo durou o processo de repressão financeira no pós-guerra? Mais de duas décadas. Difícil dizer se a duração que observaremos será tão longa, mas isso deixa de ser relevante. O importante é que ela estará presente dentro do nosso horizonte de investimento. Ou seja, essa será uma das consequências importantes dessa crise: **a nível global os juros permanecerão baixos por muito tempo.**

Pode-se pensar repressão financeira como um processo gradual e contínuo de transferência de recursos do poupador para o devedor (governos). Mas esse “ataque ao poupador” resolve a questão de excesso de endividamento? A evidência histórica, nesse caso, é clara<sup>1</sup>, todos os episódios bem-sucedidos (sem *default*) de desalavancagem do setor público tiveram uma combinação de 3 elementos: repressão financeira, política fiscal relativamente controlada e crescimento. Não temos motivo para acreditar que dessa vez seja diferente, ou seja, manter as taxas de juros em níveis baixos é somente um dos pilares, precisamos especialmente contar com o último elemento (crescimento) para lidar com a questão da alavancagem.

Nunca custa lembrar: juros baixos por muito tempo NÃO quer dizer juros zero para sempre. Isso significa que do ponto de vista de alocação, **estar diversificado e ter agilidade para adaptar o portfólio a partir de mudanças cíclicas é fundamental.**

[1] Ver - Reinhart e Rogoff – “This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly”

- 2** Efeitos comportamentais: todas as crises profundas deixaram efeitos duradouros sobre os indivíduos impactados. Um efeito importante de crises anteriores foi o aumento da taxa de poupança. Quando defrontados com um choque dessa magnitude, indivíduos e empresas contraem consumo/investimento por um período relativamente longo. A geração pós-29 por exemplo manteve uma taxa de poupança acima de 10% por várias décadas. Nos parece razoável supor que sairemos dessa crise com **menos consumo e uma taxa de poupança mais alta de forma sustentável**.



- 3** Diminuição da globalização: o mundo viveu um período de crescimento de globalização e integração das cadeias de produção quase que ininterruptamente no período pós-guerra. Fomos, ao longo do tempo, deslocando produção para as geografias de menor custo e isso implicou em ganhos de produtividade e quedas de custo relevantes.

A eleição do presidente Trump e sua retórica agressiva em relação à guerra comercial marcou um primeiro questionamento importante dos termos vigentes. Esse é um ponto muito importante a ser lembrado: o século XXI será marcado por **um conflito latente entre China vs EUA que estará conosco por muito tempo**<sup>2</sup>.

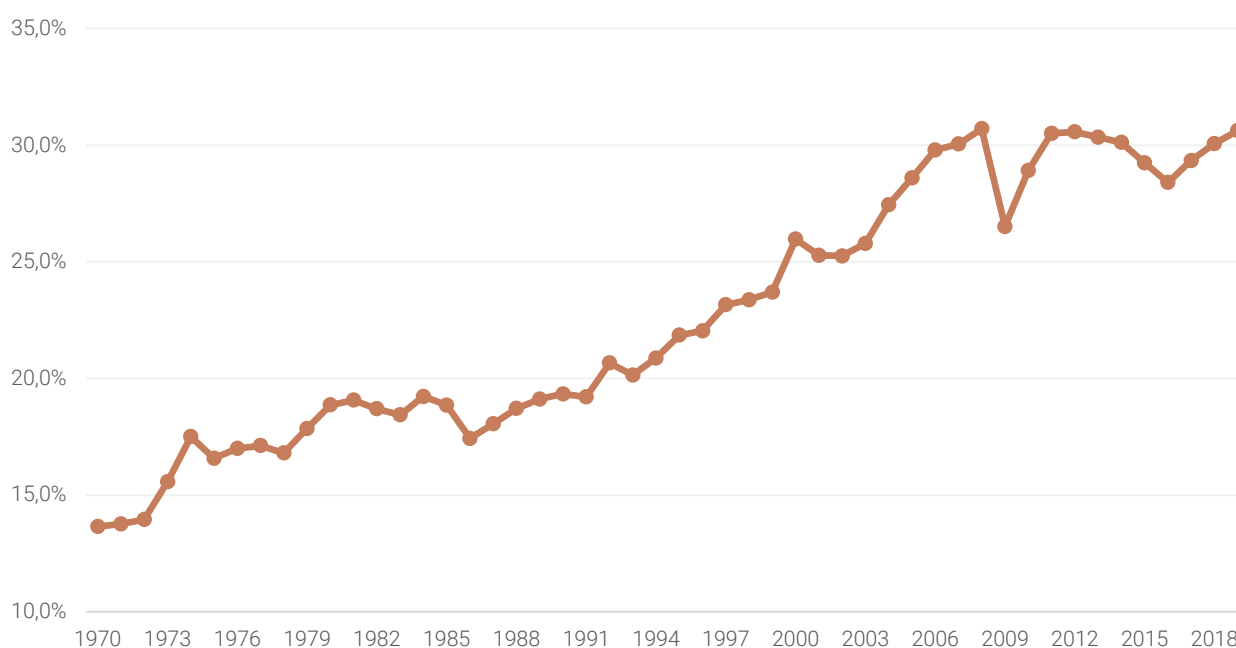
A pandemia atual, adicionalmente, trouxe à tona o fato de que apesar das cadeias de produção globais serem eficientes em termos de custo, elas apresentam uma fragilidade importante. As mesmas foram desenhadas para otimizar custos e não para minimizar a probabilidade de interrupção de fornecimento. Maximizar resiliência a choques será um imperativo nos anos que virão.

Surge um consenso que do ponto de vista estratégico, países não podem ficar tão expostos a uma fonte única de produtos essenciais (vide a dificuldade em obter kits de teste do vírus em sua grande maioria produzidos na China). No âmbito das empresas também existe o imperativo de diversificar o risco geográfico de produção e minimizar a exposição ao "fator China".

[2] Um livro muito interessante sobre o tema é do professor de Harvard Graham Ellison chamado "Destined for War". Apesar do título bombástico ele apresenta uma análise sóbria dos fatos e não sugere que um conflito armado seja a conclusão óbvia.

Que fique claro, não estamos falando de nada drástico. No final das contas EUA e China estão umbilicalmente ligados do ponto de vista econômico, uma distensão mais profunda, ainda que possível, não é o cenário mais provável. Ainda assim, essa necessidade de diversificar o risco geográfico tem como resultante uma menor rentabilidade marginal do capital, o que implica em um mundo onde o binômio crescimento/inflação é ligeiramente pior.

Mundo - Exportação de bens como % do PIB



Fonte: World Bank, 2019.

Resumindo, enfrentaremos daqui pra frente a nível global um cenário onde a repressão financeira deve manter as taxas básicas de juros baixas por um período longo, mudanças comportamentais podem gerar um padrão de consumo ligeiramente inferior ao observado historicamente e teremos o início de um processo gradual de diminuição da globalização.



# A crise como catalizadora de mudanças

Sabemos que é fácil, após um choque tão traumático, se deixar levar pelo pessimismo. Não queremos de forma nenhuma minimizar a parte econômica, nem especialmente a dimensão humana dessa crise.

**Como gestores, no entanto, nos cabe reconhecer a realidade como ela é, traçando estratégias de investimento que permitam aos nossos clientes atingir seus objetivos.**

A verdade é que toda crise, ainda que traumática, abre por outro lado oportunidades que previamente não estavam disponíveis e, também age de forma a acelerar tendências que já estavam em curso.

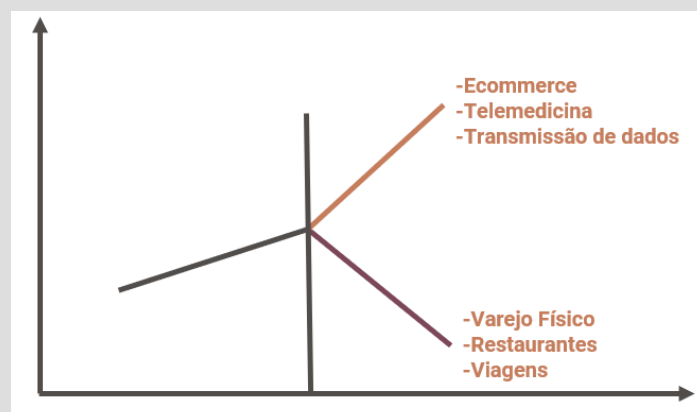
O que vimos ao longo dos últimos meses foi uma aceleração relevante de penetração de negócios como e-commerce, ensino à distância, telemedicina. Além disso, toda a infraestrutura necessária a tais negócios como transmissão de dados, logística etc., também foi objetivo de investimentos relevantes.

Como exemplo, o *e-commerce* ganhou nos últimos 6 meses um *market share* que muito provavelmente levaria anos para atingir. É razoável supor que com a reabertura do varejo físico uma parte desse ganho seja revertido, mas não retornando aos níveis pré-pandemia.



Fonte: Bank of America, U.S Depart. Of Commerce

A discrepância de performance entre setores é tão gritante que se criou um termo para descrevê-la: "a economia em K". A perna ascendente refere-se aos setores que conseguiram se adaptar ou mesmo prosperar na crise, parte do *"stay at home portfolio"* e da economia digital. Na parte inferior encontram-se os setores mais afetados tais quais viagens, entretenimento, varejo físico, etc...



Fonte : Private Investment Team

A pergunta relevante então é: se observamos uma divergência, vamos em algum momento ver uma convergência? A resposta depende do setor e empresa. A verdade é que infelizmente uma quantidade relevante de empresas, mesmo com a intervenção dos governos no mercado de crédito, não possui estrutura de balanço para suportar uma crise dessa magnitude e duração. Basta ver o que estamos passando no setor aéreo.

Haverá destruição de capital social, aquilo que definimos como o capital organizacional de uma empresa que se perde quando ela deixa de existir, mesmo estando seus ativos e mão-de-obra intactos.

Do ponto de vista de alocação de capital, caso se queira fazer uma aposta nos setores mais afetados, não basta fazer uma estimativa do NPV dos fluxos de caixa futuros. Temos que olhar a estrutura de balanço, especialmente as dívidas de curto prazo e ter uma noção clara que de a empresa tem capacidade de suportar esse período longo com fluxos de caixa negativos.

Outro ponto crucial é o entendimento da velocidade das mudanças. O termo da moda é "*disruption*" ou mudança no padrão tecnológico de negócios. Fica cada vez mais difícil pensar em um setor ou segmento que não seja afetado por isso. Nesse caso a conclusão é dura: uma parte importante dos negócios não conseguirá se adaptar na velocidade necessária e para esse grupo o fim será rápido. Parafraseando Jack Welch : "se a mudança do lado de fora for mais rápida do que do lado de dentro, o fim está próximo<sup>3</sup>".

A conclusão aqui é que uma parte relevante dos negócios nos quais investimos será "*disrupted*". A pergunta é se por um terceiro ou se terá capacidade de se reinventar internamente. Nesse caso, mais uma vez Darwin estava correto, sobrevivência não do mais forte, mas do mais adaptável.

---

[3] Legendário CEO da General Electric

## A Crise e os Lucros

Pode parecer que estamos cometendo um erro de lógica básica ao ligar crises ao crescimento de lucro, mas a conexão existe. Óbvio que no momento da queda de atividade econômica os lucros caem (em crises graves a queda é muito relevante). No entanto, as boas empresas usam a crise como um momento para rever sua capacidade produtiva, um momento para remover excessos e promover uma otimização de custos.

Foi assim em 2008, onde as empresas sobreviventes emergiram da crise através de uma estrutura produtiva mais eficiente. Dessa forma, puderam entregar uma quantidade maior de bens e serviços utilizando menos mão de obra. Usamos inclusive o termo "*jobless recovery*" para descrever o fenômeno. Tudo isso para dizer que houve um ganho significativo de produtividade que se transformou em crescimento acelerado de lucros.

Além disso, como algumas empresas ficaram pelo caminho, o que observamos é que as líderes puderam capturar mais *market share* e manter uma posição de mercado mais dominante (aumento da concentração setorial), uma vez mais impactando positivamente a rentabilidade.

## A Alocação de Capital

Somente resumindo quais as principais características do mundo que vamos enfrentar conforme explicitamos acima:

- **Juros baixos;**
- **Mudanças comportamentais relevantes impactando consumo;**
- **Reversão, ainda que parcial, da globalização;**
- **Divergência aguda na performance setorial;**
- **Mudança acelerada no padrão de negócios (*disruption*);**

## Juros de 10 anos

<b>EUA</b>	<b>0,84%</b>
<b>Canadá</b>	<b>0,67%</b>
<b>UK</b>	<b>0,31%</b>
<b>Alemanha</b>	<b>-0,57%</b>
<b>França</b>	<b>-0,33%</b>
<b>Itália</b>	<b>0,52%</b>
<b>Suíça</b>	<b>-0,52%</b>
<b>Japão</b>	<b>0,03%</b>
<b>Austrália</b>	<b>0,90%</b>

Fonte : Bloomberg (30/11/2020)

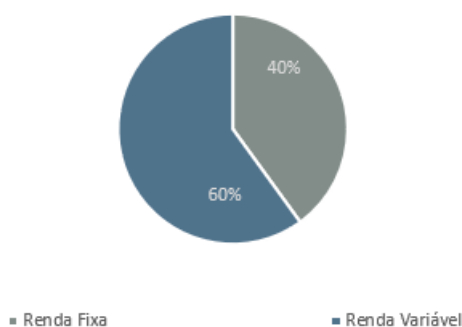
Só pra pensar em quão estranho é o mundo com o qual nos defrontamos, hoje em dia SE PAGA 0,57% ao ano pelo privilégio de poder emprestar para o governo Alemão. Somente isso, já vira tudo o que aprendemos em finanças de cabeça pra baixo. Mas é o que é. Resumindo, a repressão financeira faz o ativo “livre de risco” virar também “livre de retorno”.

## O fim do portfólio 60/40?

Além do efeito óbvio de diminuir muito o retorno esperado dos títulos públicos, o processo de repressão financeira muda de forma importante o risco, ou a sensibilidade dos portfólios clássicos a choques.

Um portfólio muito popular ao longo dos anos era o chamado 60/40, onde 60% era alocado em ações e 40% em *treasuries*. Um papel importante da parcela em renda-fixa (*treasuries*) era agir como balanço, ou *hedge* à choques. Desde a década de 80, a grande maioria dos choques macroeconômicos foi de natureza deflacionária, isso permitia ao FED cortar os juros de forma a mitigar os efeitos do choque sobre a demanda agregada. Esse processo de corte de juros tinha, por sua vez, um impacto positivo no valor das *treasuries* (lembrando que as mesmas possuem cupom fixo). Em resumo, em uma recessão, o mercado de ações caía entre 15% e 20%, mas o corte médio de juros era de 250 a 350bps, o que considerando uma *duration* média de 7 anos, fazia com que os títulos de renda fixa subissem em torno de 20%, amortecendo o impacto da queda das ações.

Alocação XP Private



Fonte : Private Investment Team

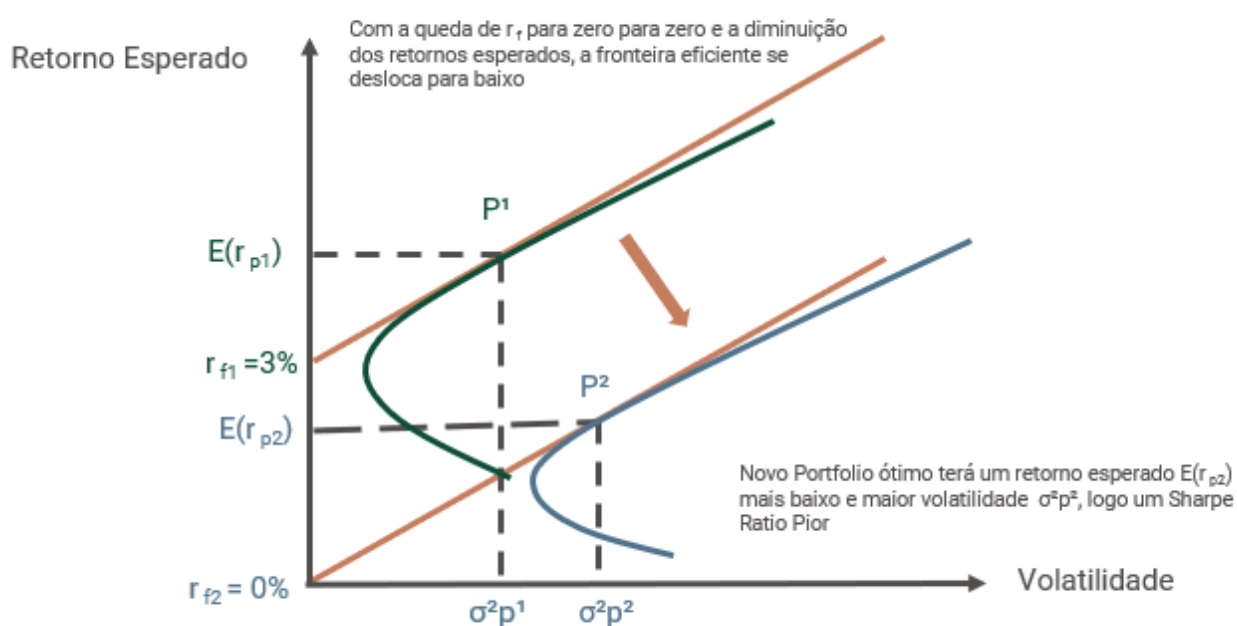
A aritmética simples nos mostra que esse comportamento não é mais possível. Se já partimos de juros de 0.84%, para cortar 300bps o FED deveria colocar a taxa de juros básica em **-2.2%**. Mesmo os proponentes de juros negativos reconhecem que existe um limite. Em um mundo “normal” durante a próxima recessão os juros podem ir de 0.8% para zero, talvez até -0.5%. Nesse caso o ganho da sua parte de *treasuries* ficaria no máximo entre 5% a 10%, ou seja, insuficiente para compensar uma eventual queda das ações.

## Um pouco da teoria

Aqui vamos usar um pouco da teoria de finanças para ilustrar o ponto. A teoria original de diversificação de portfólio foi construída por Harry Markowitz na década de 50.

Markowitz postulou que ao combinar ativos de risco, poderíamos diminuir o risco agregado de um portfólio (efeito covariância). Existe uma combinação ótima, onde atingimos o retorno máximo para um dado nível de risco. O segundo passo, foi demonstrar que uma combinação do ativo livre de risco com um portfólio de mercado nos permite atingir a melhor relação risco/retorno.

**Repressão Financeira: Investidores tem que aumentar risco (vol.) para compensar o retorno esperado menor**



Fonte : Private Investment Team

## As escolhas possíveis

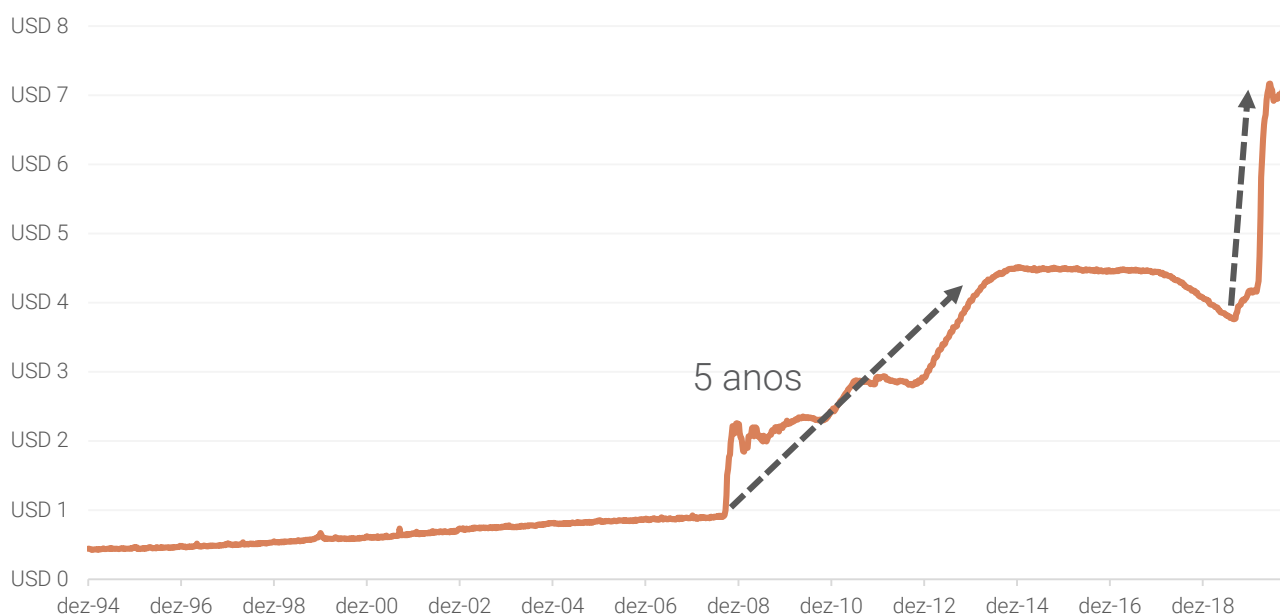
Então temos as seguintes opções:

- 1** escolher ter a certeza de perder algo em torno de 1% real ao ano (mais em alguns países) ou seja, perder mais de 10% com certeza ao final de 10 anos, ou
- 2** escolher ativos com mais volatilidade e/ou menos liquidez.

Risco, eis aí uma palavra muito usada e pouco compreendida. Tão pouco compreendida que, em um futuro próximo, vamos escrever uma carta sobre o tema, explicitando como nós do *Private Investment Team*, interpretamos a questão. Antes de tudo, vale uma pergunta: o que é mais arriscado, investir em um ativo que te dará com certeza uma perda de mais de 10% real, ou em outro MUITO mais volátil, que pode cair 50% a qualquer momento, mas com uma chance acima de 90%<sup>4</sup> de ter um ganho real no mesmo período?

Voltando ao tema de capacidade de gerar ganhos reais em um portfólio. Uma coisa é clara, esse processo de repressão financeira se dá pela impressão pelos bancos centrais quase que infinita de “papel colorido”, seja ele físico ou digital. Em economia, pode-se duvidar de muita coisa, muitos modelos fazem sentido teórico, mas possuem pouco respaldo na realidade. Demanda e oferta não é um desses casos.

Total de Ativos do FED (trilhões)



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis

[4] probabilidade de ganho real do S&P em janelas de 10 anos

Bancos centrais não conseguem “imprimir” uma fábrica da Coca-Cola ou o algoritmo de busca do Google. Ao aumentar de forma exponencial a quantidade de ativos financeiros, o valor dos ativos reais, denominados em unidades monetárias, deveria subir. Ou seja, através do processo de repressão financeira, devemos ter o que um economista definiria como inflação no preço dos ativos reais. Já o mercado chama isso de ganho de capital.

Existe, a nível global um desequilíbrio entre a quantidade de ativos financeiros sendo gerados e a quantidade de ativos reais existentes. O que estamos descrevendo é o processo gradual, mas inexorável de destruição do poder de compra das moedas ao longo do tempo.

## A Repressão da Volatilidade dos juros e Desequilíbrios Regionais

Outra característica desse novo sistema deve ser a sistemática opressão da volatilidade dos títulos soberanos. Mais uma vez, em português claro: os bancos centrais vão tentar controlar muito de perto as taxas de juros. Mas aí temos outro problema, a performance econômica das regiões não será homogênea. Em um mundo normal, diferenças de crescimento regional seriam refletidas nos mercados em divergências de taxas de juros. Mas se os bancos centrais irão manter os juros em patamares extremamente baixos, onde podemos esperar que tais diferenças de manifestem? A resposta é: nos ativos que não estão sendo diretamente controlados. Nesse caso os mercados acionários e de câmbio. **Em um mundo de repressão financeira com desequilíbrios regionais, mas onde os bancos centrais controlam os juros, os movimentos das taxas de câmbio podem se tornar mais extremos.**



## Concluindo

Não adianta tapar o sol com uma peneira, temos que reconhecer a realidade como ela se apresenta. Acreditamos que repressão financeira será uma característica marcante do mundo por um período razoável. Aceitando essa premissa, a conclusão é que devemos ajustar a forma de gerir nossos portfólios.

Devemos buscar alternativas na diversificação regional e setorial. Regiões com vantagens estruturais de crescimento e com boas franquias globais como a Ásia precisam constituir uma parcela crescente dos portfólios.

Outra hipótese importante é que em um mundo onde se reprime a volatilidade das taxas de juros, as taxas de câmbio viram a principal variável de ajuste caso venhamos a observar diferenças de performance macroeconômica. Um aumento da volatilidade cambial deveria ser a consequência natural desse processo, apresentando ao mesmo tempo oportunidades e desafios na construção de portfólios.

Ao nível micro, a crise age como catalizadora do processo de mudanças tecnológicas que já estavam em curso, criando grandes vencedores e perdedores. A nível de portfólio evitar os perdedores será tão importante quanto buscar os vencedores.

**Nesse mundo novo, as alocações tradicionais não serão mais capazes de mitigar risco da mesma forma como no passado. Isso só reforça a necessidade de buscar um equilíbrio e acima de tudo uma comunicação constante com os investidores de forma a explicitar as escolhas possíveis e garantir que os portfólios sejam sempre os mais adequados a cada perfil individual.**



# Autores



**Artur Wichmann, CFA**  
Global Chief Investment Officer



**Paulo Leme**  
Executive Chairman do  
Comitê Global de Alocação  
da XP Private



**Rogério Freitas**  
Co-Head de Gestão da XP Advisory



**Paulo Machado, CFA**  
Co-Head de Gestão da XP Advisory



**Thiago Favery, CFA**  
Head de Investimentos (Offshore)



**Maria Victória G. Tofolo, CFA**  
*Portfolio Specialist*



**Ana Leticia Xavier**  
*Portfolio Specialist*

## Disclaimer

Este material foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S/A ("XP Investimentos" ou "XP") e tem caráter meramente informativo, não constitui e nem deve ser interpretado como solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro, investimento, sugestão de alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Os prazos, taxas e condições aqui contidas são meramente indicativas. As informações contidas neste material foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A XP Investimentos não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros discutidos neste material podem não ser adequados para todos os investidores. Este material não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em suas características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento. Caso os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros sejam expressos em uma moeda que não a do investidor, qualquer alteração na taxa de câmbio pode impactar adversamente o preço, valor ou rentabilidade. A XP Investimentos não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao valor total do capital investido. Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos. Para quaisquer dúvidas e informações adicionais, favor contatar o seu assessor de investimentos ou o nosso Serviço de Atendimento ao Cliente nos telefones 4003-3710 (capitais e regiões metropolitanas) e 0800-880-3710 (demais localidades).

A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710. Para mais informações sobre produtos, tabelas de custos operacionais e política de cobrança, favor acessar o nosso site: [www.xpi.com.br](http://www.xpi.com.br).