

Um olho no peixe, e outro no gato. A tentação do velho ditado pode bem explicar o humor dos mercados nas últimas semanas. Conforme a tese que vimos abraçando desde o mês passado, a pandemia dá claros sinais de arrefecimento nos países que tiveram mais êxito e rapidez na vacinação em massa. Sem que se precise apontar as nuances ou erros e acertos. As quedas acentuadas de contaminação e de mortes têm provocado números auspiciosos para setores que foram os mais prejudicados pela pandemia. Os setores hoteleiro, de turismo, de viagens e serviços presenciais se preparam para a abertura para as férias de verão de 2021 no hemisfério norte. E os resultados das empresas surpreendem pelo vigor, mesmo que o 1T21 ainda tenha tido períodos de incertezas e fechamento das economias. A renovação dos programas assistenciais conseguiu manter nichos de consumo e de atividade e muitas empresas estão publicando fortes resultados para o início do ano – tanto no exterior quanto aqui no Brasil.

Os dados macroeconômicos apontam para este dinamismo, com destaque para o crescimento esperado nos Estados Unidos, mesmo antes de novos incentivos novamente pretendidos pelo governo J. Biden. O governo norte-americano não parece se intimidar com o receio do mercado de que os incentivos possam produzir um superaquecimento da economia e pressões inflacionárias persistentes. A última reunião do FED, em abril, não alterou as taxas e reforçou que o caminho de recuperação da atividade e de emprego para níveis pré-pandemia ainda demanda um ambiente expansionista. Os discursos posteriores corroboraram a intenção de manter a economia aquecida, mesmo diante de preços que possam mostrar vigor. Serão pressões passageiras e que poderão ser debeladas sem causar contaminação estrutural, ainda que a escassez em diversas cadeias produtivas não poderá encontrar a demanda represada por mais de 12 meses de confinamento.

Por outro lado, a preocupação dos economistas, gestores e estrategistas de que se pode estar indo longe demais com incentivos e que, com a normalidade, as autoridades monetárias estariam brincando com fogo. A percepção de

que as autoridades monetárias exageraram na dose pode trazer ajuste nas expectativas dos agentes, principalmente sob a ressalva já contemporizada por alguns expoentes no mundo dos investimentos quanto ao excesso de liquidez e de assunção do risco desmedido nos mercados de ativos. Tem sido a tônica de alerta esporádica que balança os mercados.

O vigor econômico tem se manifestado no forte ciclo de alta das *commodities*, com destaque para a cadeia metálica, mas também para as agrícolas e materiais básico de forma geral. Ainda que haja a preocupação com alguns protocolos para a diminuição da poluição em seus sítios abris, a China iniciou o ano de 2021 com forte demanda para a produção de aço, que já suporta revisão de expectativas de minério para até US\$ 200/t. O mesmo efeito já começa a ser sentido pela indústria siderúrgica, que vem anunciando sucessivos aumentos de preços – mesmo com a ainda persistente falta de insumos nas linhas automotivas e a retomada parcial das atividades mundo afora. Poderá haver mais pressão.

Os resultados da Vale mostraram o aquecimento do mercado de *commodities*, os preços em alta e a desvalorização do real, e que vem ser o cenário que perdurará adiante. A companhia segue negociada com múltiplos baixos e, dada sua expressiva participação no fluxo diário do mercado de ações, é hoje a maior participação do *portfolio*. Destaca-se ainda que a eleição do novo *Board* da empresa na assembleia de abril teve o mérito de trazer agentes com diferentes experiências que poderão contribuir para o processo de gestão da companhia.

Continuamos com a tese de que os segmentos que mais sofreram com a pandemia poderão apresentar o maior ímpeto de busca com a curva de retorno à normalidade: integram nossa carteira as ações da Azul e da CVC. Acreditamos que a primeira possa melhor capturar a atual conjuntura, com pontos de origem e destino mais dispersos pelo país e com menores distâncias. Também tem menor exposição aos destinos internacionais que, a despeito do avanço no controle da pandemia, poderão oferecer resistência ao passageiro brasileiro num primeiro momento.

A CVC é a maior plataforma de turismo do mercado brasileiro, líder em *market share* e reconhecida como uma marca "Top of Mind" pelos consumidores do setor de viagens por 9 anos consecutivos. Os impactos da Covid-19 para o setor foram devastadores, fazendo com que as operadoras de turismo registrassem queda de 73,5% no faturamento em 2020. Apesar disso, a CVC apresentou perdas em suas receitas em menor proporção, reportando queda de 63,4% no mesmo período, resultando em um ganho de *market share* de 4,3 p.p..

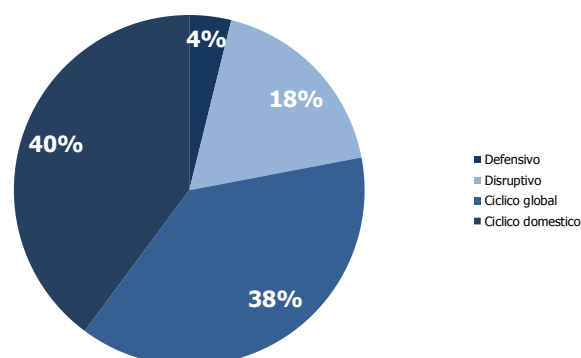
Depois do imbróglio envolvendo acusações de fraude pela administração, com a recente aprovação de que a empresa venha a buscar ressarcimento junto a alguns dos seus executivos, a empresa contratou novo time de gestão que pode trilhar a recuperação do mercado em que atua. Portanto, vemos a empresa como um dos potenciais azarões para a reabertura da economia, dado que o setor conta com uma grande demanda reprimida, e dados de voos nos EUA já mostraram que, em apenas 3 meses, houve uma recuperação de 40% para 60% (20 p.p.) nos níveis do tráfego aéreo registrado em 2019, enquanto levaram 6 meses para essa retomada passar de 20% para 40% (20 p.p.).

Setores	-	neutro	+
petróleo	●		
energia elétrica	●		
serviços financeiros	●		
saúde	●		
mineração		●	
bancos			●
alimentos			●
papel e celulose			●
consumo			●

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

O ambiente doméstico ainda vive sob a volatilidade da arena política que, ao longo do mês foi sendo amenizada com a aprovação do orçamento do governo, na medida da composição política permitida pela falta de articulação do executivo federal, assim como o célere protagonismo que os presidentes das casas legislativas ocuparam. A CPI da Covid deve perder importância para o mercado ainda que deva seguir como principal flanco de ataque e sangramento político do governo. O contrapeso poderá vir do fortalecimento do discurso de que o fim da pandemia poderá possibilitar que se retorne à agenda liberal inicial, e o prêmio desta opção deve crescer para a Eletrobrás, que passou a integrar a carteira. O sucesso da concessão da CEDAE e de outros trechos de ramais de transporte são uma agenda que oferece contrapeso ao temor do descontrole das contas públicas e contribuem ao bom humor dos mercados de ativos.

Gráfico 1. Distribuição da Carteira por Ciclos de Negócios



Quase 80% da carteira de ações do fundo hoje estão em setores cíclicos, que são os mais elásticos em relação aos processos de retomada da atividade. Seja no cenário global, com as *commodities*, seja no consumo doméstico de bens e serviços.