

Por irônico que possa ser e sem sucesso em se escamotear do petardo do humorista que diz do “país da piada pronta”, a maior seca que assola o país, desde há décadas, pariu a tempestade perfeita.

O 2S21 poderia ser auspicioso, com o aumento do ritmo de vacinação da população e queda sucessiva na letalidade do Covid-19. Na esteira do que se viu em outros países, construiu-se a expectativa de volta de consumo, aumento da mobilidade, volta da demanda por serviços, há muito represados. Alguma pauta reformista poderia coroar as confianças do consumidor e do empresário em recuperação, e o PIB de 2021 além da mera recuperação pós-pandemia e na proa do crescimento.

No entanto, à medida que nos embrenhamos na segunda metade, o cipoal vem aumentando. Como vimos defendendo há alguns meses, os efeitos da pandemia e a ameaça à saúde se dissipam e cedem espaço à preocupação com a resiliência inflacionária e toma a dianteira nas pesquisas junto à população. A recuperação da demanda encara um quadro inusitado de restrição generalidade de oferta, que ainda causa diversos gargalos na produção, com as já divulgadas faltas de componentes na indústria automobilística, por exemplo, e que tem mostrado retração a dados de há mais de uma década. A versão defendida nos primórdios era de que a pressão dos preços advinha das *commodities* e que arrefeceria adiante. Mas a difusão das pressões de preços dos últimos indicadores e os efeitos da alta dos combustíveis forçaram o Banco Central a mudar o tom do discurso, com posterior onda de revisão das previsões de inflação, juros básicos e crescimento do PIB, para 2021 e 2022. Todos na contramão do cenário positivo para os ativos de risco.

Mas não somente os dados de pressão dos preços contaminaram as curvas de juros. A corrida eleitoral de 2022 está se antecipando e não se pode relegar as diversas análises e o que são os ciclos expansionistas fiscais que precedem o pleito. Ou seja, ao se avizinharem as eleições, aumentam os gastos públicos, que desta vez já vêm montados nas despesas extraordinárias das boias da pandemia. Mas a desarticulação na condução do

orçamento para 2022, as necessidades inerentes de auxílio-renda e dificuldade dos freios fiscais inerentes ao contexto eleitoral trouxeram muito risco fiscal no longo prazo e assim precificaram nas curvas de juros. A consequência de primeira hora é sentida nos ativos mais sensíveis aos juros, seja pelas alavancagens operacional ou financeira, ou ainda pelo efeito na percepção de valor daqueles casos cujo longo prazo representa fração majoritária dos modelos de *valuation*. São exemplos das primeiras abordagens os setores ligados à construção civil ou propriedades. No segundo, as empresas com precificações que se justificavam pelo crescimento composto por anos a fio de crescimento e baixa taxa de desconto, sem o perdão às novatas e estreates em bolsa, que vêm sofrendo processo forte de correção.

Os vaivéns da contaminação da nova cepa delta do Covid-19 traz incertezas no cenário global, mas temos traçado análogo caminho ao de outras crises, em que as ondas de receio vão se dissipando e perdendo importância no cenário de avaliação de risco.

Mas cresceu em agosto a pauta da escassez energética e hídrica que assola o Brasil. Se é desvio estatístico ou se mostra nova tendência fruto das exaustivamente divulgadas mudanças climáticas, o futuro poderá responder. No presente, falta energia: os reservatórios das usinas hidrelétricas estão em níveis que não garantem a eficiência do sistema frente a um período chuvoso que se vislumbra abaixo da média. Há os que defendem que a diversificação do parque gerador, depois da crise de 2001 ou mesmo o alerta dos anos 2015 e 2016, suportarão o fornecimento. Mas com custo, econômico. O disparo das termogeradoras e as bandeiras tarifárias para frear o consumo já trazem seus efeitos aos índices de inflação e perdurarão até 2022.

De lições passadas, o Real não passa incólume a crises. Com a incerteza fiscal e o PIB do setor agrícola sob escrutínio depois do resultado fraco do 2T21 e do cenário de seca, pesamos o cenário de o dólar voltar a se fortalecer contra o Real, e aumentamos para quase 1/3 a participação na carteira das empresas com exposição

positiva ao câmbio. A proteção para cenário ainda a precificar os efeitos de queda da atividade e aumento dos custos se a crise energética se instalar adiante foi complementada com aumento das posições defensivas na carteira, com as entradas do Carrefour e Eneva.

Setores	-	neutro	+
petróleo e gás	●		
serviços financeiros	●		
mineração e siderurgia	●		
bens de capital		●	
alimentos		●	
construção civil			●
consumo			●
energia elétrica e saneamento			●
exploração de imóveis			●
bancos			●
papel e celulose			●

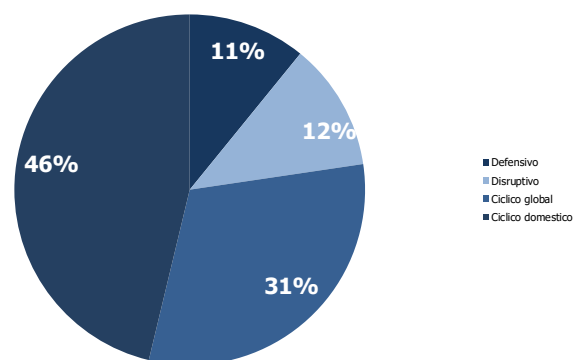
*a tabela mostra as posições de menor (-), maior (+) ou igual concentração da carteira em relação às respectivas concentrações do benchmark – IBRX

A posição em bancos ultrapassa os 25%, considerando-se, além dos 3 grandes privados Bradesco, Itaú e Santander, as duas opções que buscam capturar o crescimento digital: Inter e BTG. Ainda que escalem os ganhos dos entrantes digitais, os bancos podem representar opções de proteção em cenário adverso.

Os receios com os efeitos das ondas da cepa Delta sobre as perspectivas de crescimento globalmente podem ser parte da explicação da visão mais acomodaticia do FED norte-americano, que segue sem ser assertivo para o

início do *tapering*. Os últimos dados divulgados para os Estados Unidos corroboram a perda de ímpetus e surpresas de crescimento e tiraram o nervosismo da retirada da liquidez. As bolsas por lá renovam máximas recordes diárias. Por aqui, as ações seguem a tendência de queda inaugurada na primeira quinzena de junho.

Gráfico 1. Distribuição da Carteira por Ciclos de Negócios



No diagrama acima fica novamente explícito a troca cerca de 10% da alocação total dos cíclicos domésticos para o globais, com aumento na posição de Vale, depois da grande correção de 30% dos preços do minério de ferro. As ações da Eneva e da Weg entraram no *portfolio* como proteção ao cenário da crise hídrica, da mesma forma que houve também migração de empresas ligadas ao consumo discricionário para outras na ponta menos elástica.