

Não há que se tratar de outro assunto nesta carta que não a escalada desenfreada das notícias do contágio do COVID-19, para além das fronteiras da China. Não podemos deixar de lembrar que já em janeiro fizemos referência aos números de contaminados como mais um fator de incerteza para este início de 2020, mas que, como trouxe o economista Luiz Carlos Mendonça de Barros¹, “o pânico no mercado reflete um momento de incerteza”, mas talvez esteja exagerando nos efeitos e desconsiderando o antídoto que vem a seguir.

Fevereiro ficou marcado por um dos piores meses para os ativos de risco desde a crise financeira de 2008, diante da pergunta, ainda sem resposta, de qual será o efeito da epidemia sobre o PIB global ou cadeias específicas de produtos, setores ou regiões do mundo. Refraseando a nota especial divulgada em 27 de fevereiro p.p., não podemos atribuir a derrocada integralmente às notícias que davam cabo das ondas de contágio. O mundo contemporâneo vive a instantaneidade absoluta, de forma que a informação é cada vez mais plana e a assimetria rapidamente dissipada. Em tempos de tanta interconexão se desconstruiu a estrutura de atores protagonistas, coadjuvantes e figurantes e, agora, todos os agentes possuem voz similar, com potencial de alcance não desprezível. Discute-se diariamente quais serão os efeitos do coronavírus na economia chinesa, que já apontava para crescimento ligeiramente inferior a 6% e que poderá, a partir de agora, viver o primeiro semestre com fortes contrações de crescimento ou mesmo da atividade. E qual o potencial de contaminação das economias munda afora?

Engrossamos o coro daqueles que veem no momento atual um misto de desespero com o traço tão defendido pela economia comportamental de que evitar a perda traz conforto.

¹ *A situação está se normalizando na China*, OESP, 01 de março de 2020.

Cumprido, no entanto, a análise racional de que os preços estão 10, 20 ou 30% mais baixos do que há apenas alguns dias. Não que releguemos os efeitos que o choque terá nos lucros das empresas nos primeiros meses de 2020, mas que serão de perfil temporário. Concordamos com o ilustre economista que é chegado o momento para se avaliar quais serão as medidas de contrapeso aos efeitos da doença.

Já vimos chamando a atenção que 2020 talvez fosse o ano de se reviver os estímulos fiscais. O coronavírus talvez seja o aval desejado para que novos estímulos possam garantir mais impulso à economia global. As curvas de juros imediatamente precipitaram a retomada de cortes da taxa básica pelo FED já na próxima reunião de março. Outras autoridades monetárias e mesmo governos poderão lançar mão de instrumentos expansionistas sem que isso seja combatido na arena internacional, seja no âmbito das paridades cambiais ou com qualquer pecha de inconsequência fiscal.

Compartilhamos da opinião de que os últimos acontecimentos podem imprimir maior urgência às medidas de estímulo da atividade e que, caso específico do Brasil, retornar com a necessidade da agenda reformista para voltarmos ao crescimento. Entendemos que muitos países já não possuem mais o ferramental monetário na potência desejada para estimular a atividade. Isto, somado à crescente polarização entre as nações e movimentos geopolíticos com a finalidade de manter ou expandir zonas de influência, nos faz acreditar que os governos podem iniciar um ciclo fiscal expansionista.

Este ponto de nossa análise é fundamental para a tradução da carteira de investimentos, que apresentou importantes alterações em relação àquela vigente no mês anterior.

A perspectiva de que se lance mão de novas rodadas de juros para baixo internacionalmente e medidas fiscais de expansão trazem novamente ao interesse as empresas ligadas aos ciclos globais. Especificamente, destacamos Petrobras e Vale, cujas ações vislumbramos com boa

margem de segurança e retorno depois das quedas de fevereiro.

Tabela 1. Exposição Setorial da Carteira*

Setores	-	neutro	+
construção civil			●
consumo			●
educação			●
mineração e siderurgia			●
papel e celulose			●
petróleo e gás			●
tecnologia			●
alimentos	●		
bancos	●		
saúde	●		

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

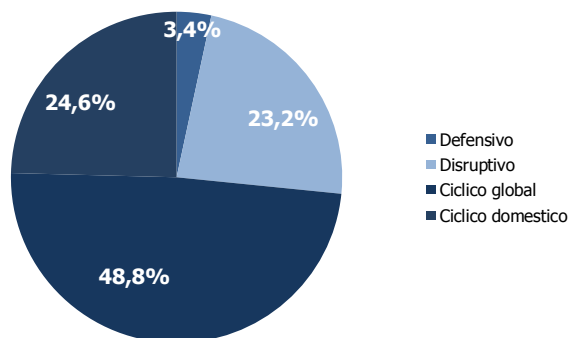
No caso da Petrobras, as diversas iniciativas tomadas desde a gestão Pedro Parente definiram uma nova relação da empresa com fornecedores e clientes, além de outros *stakeholders* e, inclusive com o controlador, o Estado, com a agenda de venda das refinarias, que, na prática, representavam o ponto de interferência do governo nos preços praticados.

Ainda em processo de desalavancagem, suportado pelos desinvestimentos, com redução da dívida líquida em mais de USD 30 bilhões, estima-se um *yield* para o fluxo de caixa livre para o acionista de 10%. Considerando-se o valor do barril a USD 63, a empresa está negociando a um múltiplo de EV/EBITDA para 2020 de 3,0x versus o histórico de 5,5x. Mesmo se ajustarmos o múltiplo para a queda do barril na semana passada para USD 45/b, o múltiplo EV/EBITDA ainda estaria em 4,2x. As projeções ainda apontam para um retorno sobre o patrimônio líquido – ROE para 2020 de 17%.

Após os últimos anos conturbados, a empresa vem desenhando novos rumos com avanços na disciplina

na alocação de capital e, neste contexto, vemos a venda das refinarias como mais um importante *milestone* no processo de *de-risking* da estatal.

Gráfico 1. Distribuição da Carteira por Ciclos de Negócios



A Vale vem sofrendo nos últimos meses com as perspectivas de queda do ritmo da atividade na China, assim como ainda carrega o peso reputacional após o evento de Brumadinho. Como produtora de matéria-prima básica, refletiu fortemente o *sell off* do mercado da última semana de fevereiro e, assim como a Petrobrás, começa a mostrar descontos excessivos ao se analisarem diferentes métricas e tendo em vista o nível de rentabilidade projetado.

A empresa está negociando com EV/EBITDA estimado para 2020 abaixo de 3,0x comparados aos 6,0x históricos e 5,0x dos pares australianos. Além disso, aos preços atuais o *yield* para o fluxo de caixa livre é de 13% para o biênio 2020-21. Os múltiplos de P/L para 2020 e 2021 estão abaixo de 5,0x, sugerindo um *yield* de 21%.

Neste sentido, mesmo que se tome uma visão mais pessimista sobre a atividade global, especificamente na China que é o maior mercado da Vale, a velocidade da deterioração teria que ser maior do que a esperada de forma a alterar materialmente a atratividade da empresa – tese que não parece tão próxima, uma vez que o governo chinês vem cada vez mais acenando com novos estímulos.