

O mês de julho foi o primeiro em 2020 quando não fomos sacudidos com fatos inesperados e truculentos. Em rápida retrospectiva, tivemos em janeiro o incidente entre os Estados Unidos e o Irã e já, a partir de fevereiro, a escalada da pandemia do coronavírus. Instala-se então a incerteza generalizada. No cenário global, concomitante às tentativas da contenção dos efeitos da parada da economia, a disputa geopolítica entre os Estados Unidos e a China. Internamente, foi o teste de fogo da sustentação do *status* do governo de Jair Bolsonaro. Em junho, o *I can't breathe* ensaiou mais uma vez por à prova as lideranças mundiais, o que poderia escalar para movimentos sociais como a primavera árabe no início da década passada ou as manifestações que eclodiram no Brasil em 2013. Respiramos em julho, com o descanso do Presidente e dos outros poderes. O mês coroou o quarto de alta das ações: se tomarmos o Ibovespa, + 8,3%.

Os dados que dão conta dos efeitos da pandemia na atividade mostraram a queda esperada quando comparados aos de 2019, mas surpreenderam pela recuperação acima do previsto para os meses de maio e junho. A tendência vale de forma generalizada e pode ser vista tanto na China, nos Estados Unidos e também aqui no Brasil. Os dados da produção industrial, de confiança, do comércio, da construção civil refletem os mecanismos de ajuda financeira, corte das taxas de juros, programas de renda aos desvalidos, capital de giro às empresas. E é difícil contrariar que mais não esteja no forno para os meses à frente: (i) o avanço dos protocolos médicos para cuidar dos infectados tem diminuído as fatalidades; (ii) as aberturas administradas têm permitido a volta parcial das atividades e à vida; (iii) parte importante do consumo nos últimos meses foi sustentado pelo consumo de estoques das cadeias, de forma que serão recompostos a seguir. Este período com maior previsibilidade e as primeiras prévias dos resultados já com alguma recuperação permitiu que adotássemos postura mais assertiva

aumentando a concentração em algumas posições, que fecharam o mês em 18, contra as 26 de junho.

Fica a pergunta se ainda há uma demanda reprimida generalizada por famílias que ficaram confinadas por meses e deixaram de consumir. Mais impulso.

Nossa crença é de que a agenda da pandemia parece já ter ficado para trás no dia-a-dia do mercado. Nas próximas semanas dará espaço para a volta do governo Bolsonaro à sua agenda própria, que reluzia aos olhos do mercado, com pautas liberais de enxugamento do Estado, privatizações e investimentos privados. Mas, inspirando-nos no poeta, no meio do caminho vai ter uma pedra.

As medidas de apoio financeiro do governo levarão o endividamento público ao histórico patamar de 100% sobre o PIB. Veremos os efeitos das despesas geradas corroerem os fluxos deficitários, numa base de geração de riqueza retraída pela recessão e, finalmente, estamos com a taxa de juros mais baixa já experimentada. Estes três vértices podem deixar o mercado em estado de alerta permanente nas próximas semanas. Referimo-nos aqui ao espaço que deve ocupar a agenda do financiamento das benesses dos últimos meses, a reforma fiscal, o endereçamento da dívida pública e a disciplina fiscal.

Teremos a oportunidade de tornar realidade a retórica que vem sendo usada de que o Brasil está mudando na condução das contas públicas – é o que tem dito o Ministro Guedes, afagando as casas legislativas no caso da exitosa reforma da previdência. Podem tomar corpo as pautas da diminuição do tamanho do Estado, da racionalização das despesas, do avanço das privatizações e mesmo dos primeiros avanços para a reformulação do sistema tributário brasileiro, incontestemente obstáculo à atratividade do Brasil como destino para investimentos.

O mundo pós-pandemia será mais polarizado entre as potências econômicas e as cadeias produtivas do mundo serão repensadas. Executar essas oportunidades poderá liberar o mercado de capitais para novas altas rumo ao topo que já fora alcançado no início deste ano.

Por outro lado, a lupa estará nas atitudes do governo em

direção à cooptação de eleitores, sem a disciplina esperada. A discussão do orçamento para 2021 será uma prova de fogo ao comprometimento do Presidente com a equipe econômica. Subterfúgios para aumentos de gastos não vão convencer o mercado, que não dará o benefício da dúvida para uma reedição do que fez o governo Dilma, principalmente quando se considera que hoje a taxa de juros que o governo paga para se financiar não deixa espaço para traquinagens.

Tabela 1. Exposição Setorial da Carteira*

Setores	-	neutro	+
construção civil			●
saúde			●
tecnologia			●
serviços financeiros			●
consumo		●	
petróleo e gas		●	
mineração e siderurgia	●		
energia elétrica e saneamento	●		
bancos	●		

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

O vaivém estará entre o canto da sereia pela aprovação popular do Presidente, continuação dos auxílios, com o figurino que se queira, investimentos que possam extravasar na base do “veja bem” as amarras do orçamento ou da responsabilidade fiscal, e a ortodoxia da equipe ministerial, que tem os instrumentos para medir a tolerância do mercado.

Teremos momentos de ótimas oportunidades para novas alocações de recursos em ações.

Mantivemos nossa visão positiva para as empresas que se beneficiam com os impulsos cíclicos domésticos, como as de construção civil. Depois da desvalorização dos meses passados e da perspectiva de protagonismo num movimento pioneiro de meios de pagamento além do sistema bancário tradicional,

o fundo passou a deter uma pequena participação em ações da Cielo, em detrimento dos bancos, cujos resultados do 2T20 começam a mostrar a cara dura da pandemia nas tarifas, nos *spreads* e na necessidade de novas provisões.

Destaque ainda para a nova posição em ações do laboratório mineiro Hermes Pardini. Após uma sucessão de eventos que drenaram a atenção dos investidores, um efeito de segunda ordem do coronavírus pode representar uma nova oportunidade. Em uma breve retrospectiva, as ações da Pardini se desvalorizaram ao longo de 2018 em face da concorrência e com o surgimento das empresas verticalizadas que passaram a atrair as alocações no setor de saúde em *portfolios* de ações. Com base em projeções própria e de *sell side*, oferece boa margem de segurança relativamente aos outros casos, sendo negociada com P/L21 de 15x, com 40% de desconto em relação ao seu par mais próximo na bolsa. Se tomarmos as empresas percebidas como de maior qualidade no setor, como as verticalizadas e a principal varejista farmacêutica, este desconto está próximo de 60%. Destacamos ainda o investimento na expansão da capacidade de processamento de RT-PCR, o exame para detectar o coronavírus, para 20 mil por dia dado que, com os 10 mil por dia anteriores, atendia apenas a 10% da base de clientes. O exame tem um preço mais de 10x superior ao ticket médio da Pardini com margem bruta 20 pontos percentuais maior.

Gráfico 1. Distribuição da Carteira por Ciclos de Negócios
