

A queda de quase 4% da Bolsa aqui no Brasil, medida pelo desempenho do Ibovespa, fornece boa silhueta das incertezas que se instalaram nos mercados de ativos, não só por aqui, mas também em mercados de ações, títulos e *commodities* no mundo todo. Digladiam o receio da inflexão do crescimento das economias com o fim do 1S21 e o período de divulgação de resultados do 2T21, com fracas bases de comparação do poço da pandemia há um ano e os efeitos da reabertura das atividades presenciais mundo afora.

O avanço da vacinação nos países centrais e também a escalada das taxas de imunização no Brasil, que começa a figurar no primeiro pelotão dentre as grandes nações, produzem os efeitos de queda de letalidade dentre os contaminados e permite o ganho de confiança da população para a retomada dos hábitos pré-pandemia. Os levantamentos divulgados por shopping centers já dão cabo de alto fluxo nas últimas semanas, sem que isso signifique que a retomada seja de forma homogênea em todos os segmentos. A prestação de serviços e retomada do consumo já foi mostrada nos volumes de venda da Ambev para o 2T21 e devem seguir fortes para a segunda metade do ano.

Não observamos a mesma convicção do mercado para as companhias aéreas e a CVC, que tiveram uma forte realização no mês de julho, depois dos três meses antecedentes de alta. A cepa Delta do COVID-19 tem feito recrudescer as taxas de contaminação nos países em que avançou a abertura, coincidente com o período de verão, após mais de 1 ano de confinamento. Nossa leitura é que a cada passo na reabertura veremos os casos de contaminação aumentar, mas sem letalidade com aumento dos efeitos da pré-imunização. Aos mais antigos, cremos que vivemos a curva de arrefecimento e sobressalto quando do 11 de setembro em 2001 e as idas e vindas posteriores, mas desta vez atingindo a todos e com os efeitos multiplicadores da superindústria, em termo emprestado do jornalista e professor Eugênio Bucci, que nos une instantaneamente. Com este vetor, seguem com participação na carteira, ao lado das ações de BR

Malls e Cogna.

Na reunião do FED dos Estados Unidos do mês de julho foi reiterada a premissa de que os preços em alta são temporários e que o pico vai amainar para uma curva condizente com a expectativa da retomada da economia com aumento da taxa de emprego. Mas com alguns indícios de que neste segundo semestre já veremos o afunilamento dos instrumentos de liquidez que auxiliam a política monetária clássica no fomento ao crescimento econômico.

Neste sentido, assombam as perspectivas a diminuição do ímpeto de crescimento, com protagonismo da vociferação da China para o controle de algumas cadeias exportadoras como forma de controle das pressões internas inflacionárias. É o que traz volatilidade às matérias-primas, com dias de susto nos preços transoceânicos de minérios e, por que não, das *commodities* energéticas, que já desfrutam de suas próprias idiosincrasias. Por isso, em nosso *portfolio*, temos diminuído empresas ligadas ao ciclo global, sem posição em Vale, que reportou bom resultado, mas sem mover os anseios para os resultados futuros.

Os recessos do Congresso Nacional e do poder judiciário e o afastamento temporário do Presidente por questões médicas prometia águas calmas no planalto. Não foi o caso. Nas palavras de ilustre analista político, o processo eleitoral de 2022 foi precocemente disparado em julho com claro incentivo para o tripé: a retomada do PIB no segundo semestre já dada, a controversa vacinação da população avança e formas de reconquistar a parcela do eleitorado mais permeável à assistência. Ganham força o aumento do programa Bolsa-Família, com testagem para atingir até R\$ 400,00, a tributação dos dividendos das grandes empresas, com a ainda nebulosa expectativa de que não haja aumento da carga tributária.

Os resultados de 2T21 das empresas brasileiras mostram a recuperação em andamento e situação financeira confortável para fomentar a segunda metade do ano: a maior participação da carteira está dedicada aos cíclicos domésticos, distribuída nos grandes bancos e empresas

cujas cadeias se relacionam com o crescimento do PIB doméstico, como é o caso das participações em Ultra e Duratex, cujos resultados divulgados recentemente alcançaram o melhor segundo trimestre da história da companhia, com forte geração de caixa, da ordem de R\$ 500 milhões (EBITDA) e crescimento de +320% em relação ao mesmo período de 2020 e mesmo de +135% quando comparado ao 2T19. Além disso, a companhia opera em plena capacidade o que, em nossa visão, conservará as margens para repassar o geral aumento de preços de insumos.

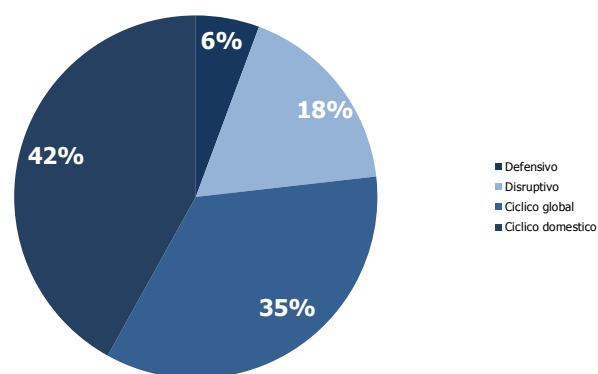
| Setores | - | neutro | + |
|------------------------|---|--------|---|
| saúde | ● | | |
| serviços financeiros | ● | | |
| mineração e siderurgia | ● | | |
| alimentos | | ● | |
| petróleo e gás | | ● | |
| bancos | | | ● |
| construção civil | | | ● |
| consumo | | | ● |
| educação | | | ● |
| exploração de imóveis | | | ● |
| papel e celulose | | | ● |

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

Por outro lado, os humores domésticos estão ariscos ao modelo que fisga o bolso do eleitor ao custo da desancoragem do controle fiscal. O aumento do auxílio permanente às famílias na saída da pandemia coincide com resultados fortes de arrecadação fiscal que podem embaçar a necessidade da reforma fiscal, os rigores da discussão de uma reforma administrativa e a dificuldade do avanço da reforma tributária. Renascem propostas que

poderão, em análise maliciosa, comprometer o horizonte pós-eleições de crescimento, mas que podem trazer efeitos atuais, como a necessidade de o Banco Central buscar, de forma mais contundente, controlar as expectativas dos agentes e o risco fiscal futuro da nação. Não fazem parte do rol atual de preferências os setores cujas curvas ascendentes de juros de curto ou longo prazo tracionarão o valor descontado de seus fluxos ou a disponibilidade e confiança do consumidor.

Gráfico 1. Distribuição da Carteira por Ciclos de Negócios



Depois de forte realização nos últimos meses e já com preços similares aos dos IPOs, identificamos alguns casos que podem fornecer horizontes de crescimento além do orgânico, por aquisições ou combinações de seus negócios, e aproveitando-se da disponibilidade de recursos, que classificamos acima como setores disruptivos: BIDI11, ENJU3 E PETZ3 são posições que compõem os 18% do segmento em nosso *portfolio*.