

Em novembro, depois de bastante volatilidade do mercado e de um mergulho na primeira quinzena do mês, tivemos os principais índices do mercado brasileiro, IBrX e Ibovespa, com quase 1% de alta, que foram acompanhados de perto pelo Queluz Valor FIA. Este resultado do mês não foi senão depois de os investidores e gestores digerirem contrapontos ao pano de fundo de mercado de alta por aqui.

Primeiramente, há que se perguntar qual o ritmo que o Governo Federal conseguirá ainda imprimir nas agendas reformadoras para o Brasil, depois de promulgada a espinha da reforma da previdência. Alguns analistas dão com dificuldades os novos avanços, seja na pauta de modernização do Estado brasileiro, com a reforma administrativa, ou da tributária, as próximas na fila. Se a reforma da previdência pôde conjugar um denominador comum entre os entes da federação, setores privados e até o convencimento da população, as próximas que vêm por aí não contam com este alinhamento, pelas perdas que devem impor a segmentos específicos, privados ou públicos.

Essa hesitação do mercado foi ainda reforçada pela saída do ex-Presidente Lula da prisão. Fica a questão de qual será a capacidade da oposição ao Governo Federal com maior articulação dos partidos, sem perder de vista que o executivo não trabalhou nesses primeiros meses para consolidar uma base estável no Congresso, ficando na dependência de trazer à negociação cada pauta em apreciação.

Resultado: novos avanços em reformas ficarão para 2020 e esvaziarão os próximos pregões.

Entrou na pauta do investidor estrangeiro, ainda, a onda de agitação que se propaga pelos países da América Latina. Eleições na Argentina, protestos no Chile e Colômbia, alternância de poder na Bolívia, afora a já claudicante situação venezuelana. De nossa parte, para além das manifestações pouco contributivas ao cenário mais incerto e ruidoso, não

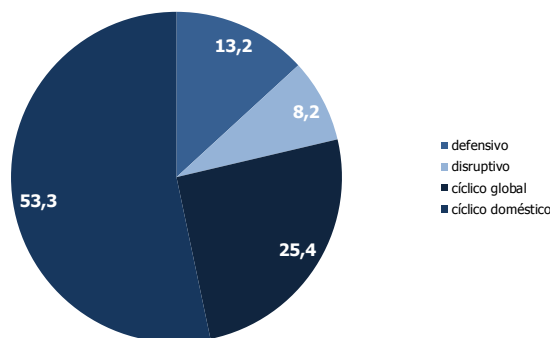
acreditamos em contaminação do Brasil, ainda que a popularidade do Governo Federal venha em trajetória decrescente ininterrupta.

No aspecto econômico, o mercado passou a rever o grau de otimismo com a curva de juros e como o Banco Central vai reagir a dois principais vetores inesperados para a trajetória de cortes, que pudessem levar a taxa básica abaixo dos atuais 5% a.a.. Primeiramente, o Real galgou taxas nominais recordes de conversão para a moeda norte-americana, que incita o questionamento acerca dos repasses, sem que isso gere pressões inflacionárias mais duradouras ou disseminadas. Além disso, as coletas de preços ao longo do mês revelam finalmente o efeito que o aumento das exportações do setor de proteínas – carne bovina - para a China está provocando. As coletas de preços de inflação ao longo do mês não revelam efeitos materiais desses focos de pressão, mas podem ser postos como fragilidades do discurso contra o governo.

Os principais índices de atividade, tanto no Brasil como no exterior, estão num padrão que não incitam entusiasmo, tampouco alimentam o pessimismo. Os cortes do FED americano não deixam a economia esfriar a ponto de suscitar maiores reações negativas do mercado. Dados divulgados dos PMI's, inclusive na China, mostram reversão da tendência de queda, e alento.

No Brasil, dados recentes apontam para os efeitos dos cortes de juros e da aprovação da reforma da previdência, com dados setoriais mostrando desempenho bastante empolgantes. Medições apontam para o dinamismo da retomada do setor de incorporação e construção civil, que trará impactos encomendados adiante aos de materiais e aço, assim como na contratação de mão-de-obra. Os dados da produção industrial de outubro dão conta da recuperação de diversos setores, com foco para bens de consumo, também favorecidos pela liberação do FGTS.

Dados preliminares das vendas na *Black Friday* na última semana de novembro mostram grande avanço das vendas online. Citamos isso porque a nossa carteira tem forte peso no setor doméstico de consumo discricionário, com marcada atuação no segmento online.

**Gráfico 1. Distribuição da Carteira por Ciclos de Negócios**


Acreditamos que os efeitos positivos dos cortes de juros pelo COPOM e pelo FED, com dados de recuperação da atividade no Brasil e melhora dos ânimos de atividade global, devam prevalecer. Relegamos a segundo plano, por ora, o noticiário ruidoso político no Brasil, e mesmo os vaivéns entre China e Estados Unidos. Neste sentido, temos mantido a alocação do Queluz Valor FIA em níveis máximos.

**Tabela 1. Exposição Setorial da Carteira\***

Setores	-	neutro	+
exploração de imóveis			●
consumo			●
construção civil			●
concessões e logística			●
saúde			●
mineração e siderurgia			●
serviços financeiros	●		
bancos	●		
alimentos	●		
petróleo e gás	●		

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

Segue o destaque para as ações que classificamos dentre os setores cíclicos domésticos, que respondem com maior alavancagem e beta em início e consolidação de ciclo econômico: a tabela 1

evidencia as maiores participações da carteira.

Apesar de o fundo ter desempenhado em linha com os principais índices, queremos evidenciar que houve um forte detrator de rentabilidade no mês passado, que foram as ações da CVC. A posição nessas ações tinha como fundamentos a retomada do consumo na segunda metade do ano, com um produto com ainda bastante potencial de penetração. Além disso, as ações estavam com desempenho fraco frente à média do mercado, com -15% vis-à-vis +25% do Ibovespa. Ainda que o ambiente estivesse difícil, a empresa tinha histórico de execução superior, navegou bem durante os anos de crise e, inclusive, aproveitou-se para iniciar uma fase de expansão via aquisições. Contava com prêmio junto aos investidores, que acabam por conceder o benefício da dúvida à Administração em momentos de cenário adverso. Embora a natureza da maioria dos desafios enfrentados seja mais de caráter temporário que estrutural, o resultado do 3T19, aquém do esperado, acabou por trazer os desafios à tona: (i) concorrência crescente das agências de viagem online; (ii) falência da Avianca que, em um mercado concentrado, gera um choque de oferta de magnitude relevante; (iii) suspensão dos voos dos *Boeings 737 NG* da Gol após inspeções de segurança, amplificando o efeito de choque de oferta mencionado no item anterior; e (iv) vazamento de óleo no Nordeste, destino que representa em torno de 60% da divisão de lazer.

Portanto, embora tenhamos um cenário base com a CVC endereçando as questões de ordem estrutural, por ora, entendemos que os choques de curto prazo atrapalham a visibilidade que, por sua vez, piora o custo de oportunidade ou carrego na carteira do fundo em relação a outras empresas do varejo, com melhor *momentum*. Com essa visão relativa, a posição foi desfeita mas seguimos atentos à evolução da empresa para quando se abrir uma nova janela de oportunidade.

Com um Conselho de Administração com forte perfil tecnológico, a companhia se mostra consciente das transformações necessárias para fazer frente à concorrência.