

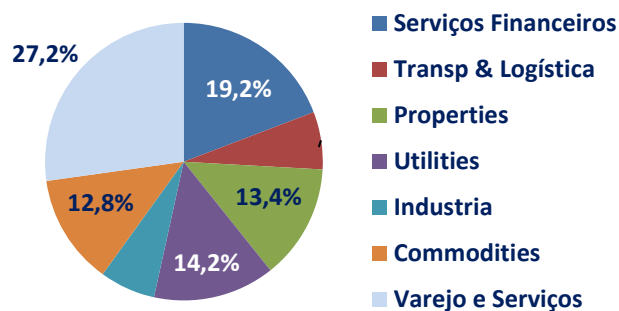
Prezados cotistas,

O mês de junho seguiu a mesma dinâmica de maio, com uma queda de 5,2% no IBOVESPA e desvalorização de 4,1% do Real. Nosso portfólio também teve desempenho negativo, com queda de 7,5%. O IBOVESPA, que chegou a estar com rentabilidade acumulada no ano superior a 15%, encerrou o semestre com queda de quase 5%. O fluxo de saída de investidores estrangeiros, recorde negativo na história, foi concentrado nos meses de maio e junho e na ausência de novos investidores domésticos, ajudou a explicar a magnitude dessa correção de 20% num intervalo de apenas 30 dias. E o fluxo seguiu, fundamentalmente, a busca dos investidores por segurança, com a rentabilidade dos títulos do tesouro americano atingindo 3% ao ano, o que afetou os mercados emergentes. A fuga de ativos brasileiros foi amplificada pela greve dos caminhoneiros e pelo “show de horrores” que se seguiu a ela, temperado pelo risco eleitoral.

Os indicadores econômicos divulgados ao longo do mês apontaram para uma ligeira deterioração das expectativas inflacionárias, mas que permanecem abaixo da meta para os próximos dois anos. O BC manteve a taxa Selic em 6,5%, decisão que consideramos acertada. O processo atual de deterioração do nosso ambiente macroeconômico nos parece pontual e transitório. O CMN definiu ainda a meta de inflação para 2021 em 3,75%, o que evidencia que a autoridade monetária não será leniente com a inflação.

Aqui vale abrir um parêntese. Parte do mercado esperava por uma alta significativa na taxa Selic (ou o início de um movimento altista mais gradual) para ajudar a segurar o câmbio e conter as expectativas de inflação. Acreditamos que à luz da grande capacidade ociosa que observamos, tanto no mercado de trabalho quanto na indústria, iniciar esse processo poderia abortar a lenta retomada da atividade, o que certamente reduziria ainda mais as expectativas de inflação, mas as custas de uma pio-

ra relevante na atividade e, conseqüentemente, no fiscal. Isso num momento em que a dinâmica da trajetória dívida/pib está perto de se tornar explosiva. O BC acertou! Por enquanto, seu mandato primário é preservar a inflação na meta, com tolerância de 1,5% para acomodar eventuais choques, como esse. A inflação, eventualmente promovida pelo desequilíbrio fiscal crescente, deverá ser combatida, primariamente, através da reforma da previdência, que ajustará a dinâmica fiscal. Já utilizamos no passado a analogia, mas nunca é demais repeti-la. Não se combate um câncer em metástase com analgésicos. Nossa dinâmica fiscal é um câncer na fase metastática. A taxa de juros seria, na melhor das hipóteses, a morfina.



Alocação setorial - GTI Dimona Brasil FIA

Voltando ao nosso universo de ações, novamente as picardias estudantis de Ministros do STF acenderam luzes amarelas e vermelhas em nossas já congestionadas estradas. Através de decisões monocráticas, os ilustres de toga tentam, a todo custo, interromper os processos de modernização da máquina pública. As Estatais, novamente, sofreram. Hoje temos pouco mais de 20% de exposição em 4 estatais: duas federais, uma paulista e outra paranaense. Dessas, apenas a Eletrobrás está em processo de venda de suas subsidiárias de distribuição e aumento de capital. A posição é pequena, de 3%, mas bastante volátil e não vemos no momento uma solução melhor do que aquela que a empresa está propondo, levando-se em conta as dificuldades políticas em que uma privatização clássica incorreria. Nossos Ministros insistem em tomar decisões

sem nenhum embasamento técnico, colocando em risco não apenas as finanças públicas, mas até a segurança energética do país. Seguimos otimistas quanto à venda das distribuidoras estaduais e, em seguida, do aumento de capital que permitirá que a empresa Eletrobrás renove as concessões das usinas que opera. No caso da Sabesp, nossa maior posição em estatal, ainda é prematuro falar em privatização, mesmo que o tema esteja na agenda do líder nas pesquisas de intenção de votos para governador do Estado. Mas a queda de 40% nos últimos 3 meses não encontra justificativas, nem com base na revisão tarifária abaixo das expectativas e nem da reavaliação dos ativos regulatórios, essa parcialmente compensada pela possibilidade de repasse às tarifas dos royalties do município de São Paulo.

E já que comentamos sobre a queda acentuada das ações da Sabesp, empresa que apresenta um fluxo de caixa estável e crescimento entre 1% e 2% ao ano nas ligações de água e esgoto, podemos aproveitar para enfatizar que apesar do IBOVESPA apresentar uma queda de 4,8% ao ano, se excluirmos apenas as exportadoras Vale e Suzano, que somam 14% do índice, o restante do índice apresentou queda de 10%, na média. As ações da nossa principal varejista, a Guararapes, dona da rede Riachuelo, também apresentaram queda acentuada, de 37% no ano, apesar dos excelentes resultados e melhores perspectivas para o futuro, tanto pela retomada de atividade quanto pela melhora na inadimplência. As ações da Hering caíram 43% no ano. Apesar da empresa ainda encontrar dificuldades para voltar a crescer, ela segue sem dívida e distribuindo quase todo o lucro. Nossos Shopping Centers, o Sonae Sierra e o BR Malls caíram 25% no semestre. Ambos melhoraram seus indicadores operacionais e o BR Malls ainda adequou sua estrutura de capital, desfazendo-se de shoppings que não eram foco dentre aqueles de seu portfólio. Outras empresas de nosso portfólio também tiveram quedas acentuadas nos preços de suas ações, apesar de terem tido poucas mudanças nas suas perspectivas operacionais. Dito de outra forma, perce-

bemos que a distância entre preço e valor ficou ainda maior. Vemos isso como uma boa oportunidade de investimento para longo prazo.

Hoje, a atenção dos brasileiros está muito voltada para a copa do mundo. Após o final da Copa e do recesso legislativo, entraremos, efetivamente, no curto período de campanha eleitoral, quando serão anunciadas, finalmente, as alianças partidárias. Acreditamos que o candidato pelo PSDB, Geraldo Alckmin, que ainda apresenta um desempenho pífio, tende a ser o maior beneficiário deste processo. Hoje há forte rejeição aos nomes tradicionais da política, o que tem o prejudicado bastante. O líder nas pesquisas, Jair Bolsonaro, deve anunciar seu plano de governo, provavelmente pro-mercado, o que deverá ajudar a reduzir a rejeição ao seu nome. A esquerda mais extrema estará dividida entre Ciro Gomes, do PDT e Fernando Haddad, do PT, apoiado pelo presidiário mais famoso do momento, o Lula. Marina Silva, da REDE, tem contribuído para fragmentar ainda mais o bloco esquerdista, diminuindo as chances de terem um representante no segundo turno. Esse ainda é nosso cenário base, o que nos deixa menos preocupados do que a média do mercado quanto ao futuro econômico do país. As eleições tendem a ser um divisor de águas, encerrando o longo período em que o Estado brasileiro aumentou a sua interferência na atividade econômica, sempre apoiado por grandes esquemas de corrupção envolvendo grupos vencedores, escolhidos a dedo, e agentes públicos, cujo objetivo era financiar a perpetuação de seus partidos no poder. O que seguirá ainda é nebuloso. Serão os bons ventos que levarão essas nuvens opacas adiante que deixarão nosso horizonte mais claro e ensolarado.

Atenciosamente,

André Gordon