

Prezados cotistas,

O Ibovespa teve em maio o seu pior desempenho em quase quatro anos, tendo caído 10,9%. Nosso portfólio acompanhou esse movimento acentuado, com queda de 12,4%, que se deu por uma reversão na confiança e que tomou o lugar de uma certa euforia que estava presente devido a retomada da atividade econômica. Tentaremos, ao longo desse curto espaço, separar os fundamentos das especulações à medida que nos aproximamos de uma importante encruzilhada.

O cenário externo continuou benigno, com alta nas principais bolsas e recuo na rentabilidade dos títulos do tesouro americano de 10 anos. O dólar norte-americano se valorizou contra a cesta de moedas, em 2,4%, com destaque para a apreciação de 3,4% contra o Euro e de 6,2% contra o Real. Essa alta do dólar em relação ao Real levou o Banco Central a ter mais cautela e a manter a taxa Selic inalterada em 6,5%, indo de encontro às expectativas do mercado que trabalhavam com um último corte de 0,25%.

Novamente nos deparamos com números comportados de inflação, inferiores ao piso de nossa meta, rodando a 2,76% ao ano. A atividade segue em retomada, com destaques tanto para a produção industrial, que cresceu 8,9% em abril quanto para as vendas no varejo amplo, com elevação de 7,8% (mar). Destacamos em abril a criação de 116 mil postos de trabalho formais, o melhor número em quase quatro anos, trazendo o desemprego para 12,9%. O PIB cresceu pelo quinto trimestre consecutivo, 0,4%, e 1,2% em relação ao 1Q17. A relação entre dívida líquida e PIB permanece estável na faixa de 51,9%.

Teria sido um mês absolutamente normal e apontando para a nossa tão esperada retomada de atividade, rumo ao crescimento anual esperado de até 3%. Mas sabemos que a realidade raramente se apresenta sem contratempos. Quando Temer as-

sumiu o governo, o produto caía mais de 5% frente ao ano anterior e a inflação ameaçava sair de controle. Estatais como a Petrobrás caminhavam para necessidade de grande aporte de capital. O saneamento da Petrobrás, sob o comando de Pedro Parente, foi uma das principais ações do governo. A adoção de preços de mercado para os combustíveis foi a principal ação, dentre diversas, e que levaram à recuperação do valor e da capacidade de investir da empresa. Infelizmente temos pouco capitalismo no Brasil e muito populismo. À alta internacional do preço do petróleo, se somou a depreciação do Real. O preço da gasolina e do diesel atingiram em maio uma alta de 12%, antes de encerrar o mês com 4,6%. E esse foi o estopim para a eclosão de uma greve dos caminhoneiros e que culminou com a paralisação no abastecimento do país por quase uma semana e seus efeitos deletérios.

Durante o governo Dilma Rousseff houve forte subsídio nas linhas de financiamento de crédito para a aquisição de caminhões - PSI, que chegaram a 2,5% ao ano. Infelizmente esse aumento de oferta se deparou com o PIB caindo quase 4% por dois anos seguidos. Esse desequilíbrio entre oferta e demanda de frete ajuda a explicar a difícil situação em que os transportadores se encontram. A alta no preço do diesel foi a gota d'água. Insatisfações gerais com o desemprego ainda alto e com os frequentes escândalos de corrupção se somaram às motivações da grande paralisação e que se seguiu mesmo depois do governo ceder em praticamente todos os pontos demandados por quase 40 sindicatos pouco articulados entre si. Após o governo declarar a GLO (Garantia da Lei e da Ordem) e pedir apoio às forças armadas, os caminhoneiros voltaram, lentamente, ao trabalho. Espera-se até um mês para a volta da normalidade em termos de abastecimento. Estima-se que os prejuízos oriundos desta paralisação devem comprometer o crescimento esperado para este ano em mais de 0,5%. As expectativas de mercado, que já vinham deixando há alguns meses o patamar de 3% de crescimento, hoje encontram-se mais próximas de 2%. Nós acreditamos

que mesmo 2% de crescimento será um nível difícil de ser atingido.

Como consequência deste atabalhoado movimento grevista, além da perda de produção e da frustração na criação de novas vagas de trabalho, voltamos a ser assombrados por políticas heterodoxas e que não faziam parte dos instrumentos de política econômica deste Governo. A Petrobrás reduziu o preço do diesel em 10%, inicialmente por 15 dias, mas que deve se dar por um prazo de até dois meses. Na sequência, o governo acuado cedeu também com redução de tributos, mas para não prejudicar a Petrobrás, resolveu assumir as eventuais perdas da empresa ao longo de 2018, num déficit potencial de R\$ 30 bi. Pedro Parente, um dos últimos nomes técnicos e de boa reputação no governo Temer, entregou sua carta de renúncia ao presidente e foi substituído por Ivan Monteiro, o então diretor financeiro. As ações da Petrobrás, que atingiram 19% de alta até meados de maio, caíram 38% até o final do mês levando a uma perda em seu valor de mercado de mais de R\$ 130 bi. Uma grave crise de confiança se instalou sobre o governo. Mesmo alguns aliados mais próximos, às vésperas das eleições, ao invés de defender um dos legados positivos deste governo, preferiram se juntar as vozes daquela oposição mais retrógrada e atacar a política de preços da Petrobrás e seu CEO. Ficou a impressão de que o governo Temer se arrastará até o final do ano. Quaisquer votações ou medidas relevantes serão uma surpresa positiva para os mercados.

Também deste processo, acreditamos que os principais candidatos ditos mais de centro perderam a chance de se sobressair maiores do que no início da crise. Quem acabou garimpando mais alguns votos foi Jair Bolsonaro, que segue líder absoluto nas pesquisas de intenção de voto, na faixa de 25%, seguido de longe por Ciro Gomes, do PDT, com 12%. Ainda acreditamos que os candidatos mais ao centro devam acabar se movimentando no sentido de apresentar uma candidatura que seja viável para chegar ao segundo turno. Temer já de-

sistiu. Rodrigo Maia e Henrique Meirelles insistem com suas candidaturas. Já se cogitou uma aliança entre o PRB de Flavio Rocha e o PSDB de Alckmin. Alckmin tem a posição confortável de presidente do PSDB, mas com seu baixo carisma ainda não conseguiu deslanchar nas pesquisas.

A retomada da atividade no Brasil, apesar do governo, deve continuar. Os ajustes nas contas públicas, em particular com a reforma da previdência, deverá ser a principal e primeira medida do próximo presidente eleito. Não há como se furta a resolver este grande desequilíbrio. O movimento no câmbio teve origem externa e atingiu, em maior ou menor grau, todas as principais economias do planeta. Hoje temos um nível muito confortável de reservas e um confortável financiamento em nosso reduzido déficit de transações correntes. Não acreditamos que a trajetória da taxa de câmbio permanecerá com essa tendência. A possível elevação nos indicadores de inflação deve perder força com a normalização no abastecimento. As metas de 2018 e 2019 ainda não estão em risco. A capacidade ociosa dos fatores de produção é elevada. A inflação só passará a ser um problema se insistirmos em déficits fiscais crescentes.

Na área econômica, esses são os fundamentos. O resto, são ruídos. Na política, essa miríade de candidatos medíocres são um grande ruído. O risco maior residia na volta do Lula, que se encontra preso ou na eleição de Ciro Gomes, muito improvável. Ambos se comprometeram a desfazer as reformas promovidas durante o governo Temer e ambos defendem a centralização política e econômica em governos como o de Nicolas Maduro, da Venezuela, apesar dos seus resultados catastróficos. Esses dois nomes significam risco. O resto, são apenas ruídos. Jair Bolsonaro, que não convence o mercado financeiro de seu compromisso com uma agenda econômica ortodoxa, apresenta o economista Paulo Guedes como seu futuro ministro da Fazenda. Paulo Guedes, economista e PhD por Chicago com visão liberal, já apresentou, em algumas oportunidades, a sua visão. Se ele conseguir pô-las em prática, o

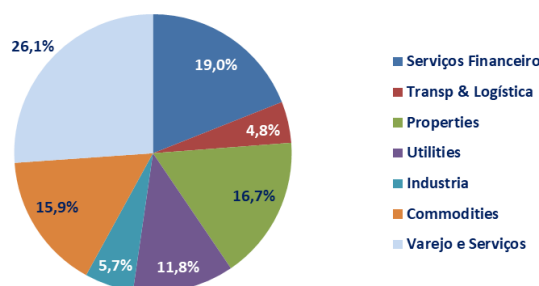
Brasil viverá seus melhores anos em décadas. Geraldo Alckmin apresentou o economista e um dos pais do Plano Real, Pêrsio Arida, como seu formulador de política econômica. Pêrsio também se mostra comprometido com as principais reformas e ajuste fiscal.

Essa correção de preços nos trouxe a expectativa de retornos ainda maiores, caso estejamos de fato numa tendência de retomada da atividade econômica dentro de um longo ciclo de crescimento. Diversas empresas perderam mais de 15% de seu valor de mercado ao longo do mês. Aproveitamos para aumentar essas posições, desde algumas mais defensivas como no setor de saneamento até as mais sensíveis a atividade nos setores de varejo, financeiro e de siderurgia.

Para muitos novos investidores de bolsa e que nos conheceram, assim como a outros gestores, através das plataformas, esse movimento pode ser original e assustador. Para nós, é apenas mais um, diferente dos anteriores, mas oferecendo, como sempre, melhores oportunidades de investimento e de retorno. A viagem é longa. Navegar é preciso. A trajetória, nem sempre.

Atenciosamente,

André Gordon



Alocação setorial - GTI Dimona Brasil FIA

Nos últimos 15 anos, desde que iniciamos a gestão seguindo uma constante disciplina de investimentos com foco no valor, já nos deparamos com mais de uma dezena de eventos que provocaram quedas de igual ou maior magnitude. Nosso comportamento costuma divergir do comportamento de manada. Enquanto a maioria foge em desespero pela porta estreita, acreditando que desta vez será de fato o Armagedom, nós aproveitamos para procurar as barganhas abandonadas pelo caminho. Compramos ativos que já gostávamos com uma margem de segurança ainda maiores ou ainda ativos que nos pareciam bem precificados, mas que em questão de dias perderam parte relevante de seu valor de mercado e se tornaram atrativos.