

André Gordon há 1 hora 6 min de leitura

Carta do Gestor - Dezembro de 2024.

Prezados Cotistas,

Durante o mês de Dezembro, tivemos um novo corte de 0,25% na taxa básica de juros norte-americana, porém com redução de expectativas quanto aos futuros cortes. Os estimadores de inflação seguem apontando para o CPI na faixa entre 2,4% e 3%, acima da meta de 2% ao ano e com o mercado de trabalho aquecido e desemprego de 4,2%. A curva de juros precifica mais um corte de 0,25% até a reunião de março e eventualmente um segundo corte até o meio do ano, o que terminaria o ano em 4%. A remuneração dos Títulos de 10 anos do Tesouro Americano voltou para o patamar de 4,5% ao ano, levando o dólar a se apreciar 1,9% em relação a cesta de moedas.

O S&P 500 e o Nasdaq tiveram modestas altas, de 0,19% e 0,39% enquanto o Dow Jones caiu 5,2%. Nossos fundos **GTI DIMONA**, **GTI HAIFA** e **GTI NIMROD** tiveram quedas de 5,31%, 5,18% e 4,38%, respectivamente enquanto o IBOVESPA caiu 4,29%. O Real teve mais um mês complicado, perdendo 3,5% de seu valor em relação ao dólar.

Além deste cenário externo mais avesso ao risco, a digestão do "Pacote Fiscal", tão esperado ao longo desse último trimestre de 2024 e anunciado no final de Novembro, não fluiu com a devida tranquilidade. O sentimento que tomou o mercado foi de que o governo Lula já estaria levando em conta o cálculo político do rombo fiscal e consequente aceleração inflacionária. E ainda assim estaria considerando que os votos angariados através do populismo seriam suficientes para compensar os danos causados pelas finanças públicas. Apesar de não desconsiderarmos a possibilidade deste cálculo político, não compramos essa tese. Nos parece que o governo segue olhando mais para o retrovisor, cuja fotografia em termos de atividade e nível de emprego ainda parece reconfortante, ao mesmo tempo em que subestima a atual dinâmica de fluxos de capital na economia e o potencial efeito negativo que as expectativas frustradas possam trazer.

As coisas mudaram muito desde que Lula deixou a Presidência em 2010. Hoje temos uma mobilidade de capitais muito maior, com os brasileiros podendo acessar através da internet, com facilidade, os mercados acionários Europeus, Asiáticos e Norte-americanos, além do gigantesco universo das criptomoedas e até das casas de apostas. No passado recente, o desconforto com determinada situação macroeconômica doméstica tinha como resultante um determinado nível de preços. Hoje, ainda não encontramos qual seria esse novo patamar de equilíbrio, uma vez que novas possibilidades se abriram, ainda que o conhecimento dos investidores domésticos por esse novo universo seja bastante limitado.

O atual déficit operacional é elevado, se aproximando de 8% ao ano. Com a Dívida bruta em torno de 80% do PIB, ainda que a inflação estivesse rodando na meta de 3% ao ano, precisaríamos crescer em torno de 4% ao ano para manter estável a relação entre Dívida e PIB. Esperamos para 2025 uma desaceleração do crescimento para 2% ao ano, de forma que a relação entre Dívida e PIB se elevaria em mais de 3% ao ano. Obviamente não precisaria ser nenhum expert em crédito para ligar os pontos: juros cada vez maiores levam ao aumento do déficit operacional ao mesmo tempo em que desaceleram a

atividade, reduzindo a arrecadação e, portanto, aprofundando o atual desequilíbrio. Nesse caso, a ferramenta monetária estaria perdendo sua eficácia pois, haveria uma dominância do fator fiscal sobre o monetário em termos de tentativa de estabilização da moeda.

Não afirmo que seja exatamente esta percepção de “Dominância Fiscal” que esteja por trás do comportamento dos preços dos ativos ao longo do mês de Dezembro. Certamente o imobilismo do Poder Executivo em ao menos reconhecer que existe um grave problema fiscal e que deveria ser adequadamente endereçado através de um relevante corte de despesas vem alimentando essa percepção. O pacote fiscal anunciado foi insuficiente. Junto com ele veio o anúncio de uma Reforma Tributária, por ora afastada e que reduziria, de forma significativa, a arrecadação, aprofundando ainda mais o problema fiscal.

O Poder Executivo, numa espécie de “parceria” com o Poder Judiciário, aparentemente provocou a ira do Poder Legislativo, que após negociação de Emendas Parlamentares aprovou o Pacote apresentado pelo Executivo com relativamente poucas alterações. Esse comportamento de prometer por um lado, mas travar pelo outro, pode levar a maiores dificuldades nas futuras negociações com o Congresso Nacional.

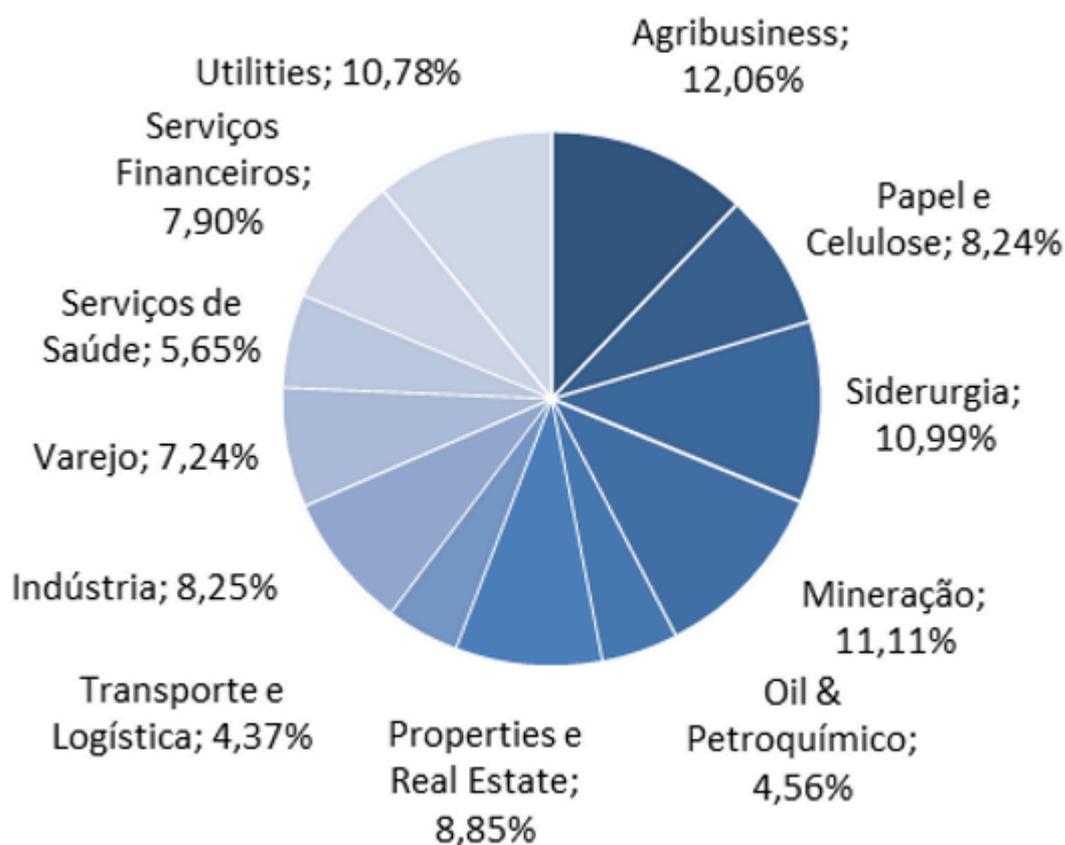
A mudança na presidência do Banco Central do Brasil, outrora percebida como o grande fator de risco, por ora se mostra tranquila. Na última reunião antes de que Gabriel Galípolo assumisse a Presidência do BCB, o COPOM mostrou que a condução da política monetária seguirá seguindo critérios técnicos e buscando cumprir a meta escolhida pelo CMN. A decisão do Comitê foi unânime elevando a SELIC em 1% para 12,25% ao ano e já indicando que movimentos de igual magnitude ocorrerão nas duas próximas reuniões. O que deveria ter ajudado a realinhar as expectativas de inflação na direção das metas e provocado o recuo das taxas de juros na parte longa da curva, apenas deslocou-a ainda mais para cima, concomitantemente a depreciação do Real, que bateu novos recordes. Após alguns dias de pânico nos mercados, o BCB interveio no mercado de câmbio, sinalizando que havia muita demanda por divisas por questões sazonais. As reservas internacionais encolheram 8,46% em Dezembro, maior queda mensal da série histórica e fecharam o ano em US\$ 332,306, menor nível desde fev/23, refletindo a injeção de US\$ 21,575 bi por meio de leilões à vista. Foram realizados também leilões de recompra de títulos prefixados, buscando ajustar a oferta dos papéis à menor demanda no presente.

Como podemos perceber pelo exposto acima, o momento é de alerta. Um esforço combinado na direção correta pode rapidamente trazer a locomotiva de volta aos trilhos, porém ignorar estes sinais de desequilíbrio terá como provável consequência a aceleração da inflação. Em um ambiente inflacionário, são os ativos reais aqueles que tem maior probabilidade de preservar o seu valor. A classe das ações, muitas vezes, não responde a este risco num primeiro momento, quando o mercado ainda percebe as pressões sobre custos antes da reação das receitas. O importante é buscar empresas cuja capacidade de repassar os custos seja maior assim como empresas cujos preços sejam internacionais e os custos em reais. Nosso portfólio tem essa característica, com forte exposição em commodities e empresas voltadas para a atividade doméstica em setores mais defensivos, menos discricionários.

Por fim, encerramos esse difícil ano de 2024 com nossos fundos **GTI DIMONA**, **GTI HAIFA** e **GTI NIMROD** caindo 9,58%, 8,69% e 6,57%, respectivamente, enquanto o IBOVESPA caiu 10,36%. O índice de *Small Caps*, que reflete melhor os segmentos internos da atividade, caiu ainda mais, perto de 25%.

O ano de 2025 se inicia sem que tenhamos quaisquer perspectivas de que essa dinâmica fiscal será modificada. A única coisa que reafirmamos, diferentemente de muitas personalidades de nossa

indústria, é que não estamos surpresos diante dos erros recorrentes desta equipe na condução das questões fiscais. Apenas está sendo reproduzido na prática aquilo que fora prometido ao longo da campanha eleitoral. Não sabemos se a perda de popularidade do Presidente Lula ou a maior dificuldade que encontrará para financiar os gastos públicos o levará a uma mudança de postura em favor de maior disciplina fiscal. Não contamos com isso. Buscamos o investimento em empresas que tenham significativa vantagem competitiva e de liderança nos segmentos em que atuam de forma que, ao passar essa tormenta, estarão ainda mais bem posicionadas do que anteriormente. Essas empresas estão muito baratas, sendo negociadas em mercado a frações de seus valores intrínsecos. Também acreditamos que no caso de inação do Poder Executivo, caberá ao legislativo tomar a dianteira, para evitar uma perda ainda maior de credibilidade ao Brasil e que nos custaria ainda mais caro para reverter num momento subsequente. Na paralisia dos dois principais poderes, restará para a inflação, a busca pelo ajuste à revelia dos agentes de Estado. Sofrerão mais aqueles com menor capacidade de se defender dela. Desejamos aos nossos Clientes e Parceiros um ano de bastante perseverança, tranquilidade e paciência. A prosperidade está logo ali, depois da curva.



Alocação setorial - GTI Dimona Brasil FIA

Atenciosamente,
André Gordon.