

Deixaremos passar mais uma oportunidade histórica?

Ao debatermos internamente o assunto que iríamos tratar nesta primeira carta de 2018 acreditávamos ser oportuno oferecer aos nossos investidores mais um ponto de observação sobre a nossa abordagem de investimento através da apresentação detalhada de um *case* atual em nosso portfólio. Em função dos eventos recentes, entre eles a prisão do ex-presidente Lula, optamos por apresentar nossa visão sobre a conjuntura atual e seus possíveis impactos sobre o ambiente de investimentos revisitando alguns dos argumentos que utilizamos na carta que enviamos em janeiro de 2017 - “Sobre os Ciclos e a Equitas”.

Recapitulando

No início de 2017, enxergávamos um alinhamento raro entre os ciclos econômico e político criando um cenário potencialmente muito positivo para a renda variável. No lado da atividade, a economia dava sinais de ter se aproximado de um ponto de inflexão, a inflação se mostrava em queda e o Banco Central havia iniciado um movimento de relaxamento da política monetária. Descrevemos também nossa expectativa sobre um possível ciclo de forte crescimento do lucro das empresas, que seria impulsionado pela combinação de alavancagem operacional, consolidações setoriais e diminuição das despesas financeiras na esteira da queda dos juros.

No lado político, apontávamos o risco que a disputa eleitoral em 2018 representaria para o cenário de continuação de reformas. No entanto, fazíamos uma ponderação sobre este risco tendo em vista nossa avaliação sobre o ciclo político no qual nos encontrávamos. Após 13 anos de um ciclo populista, víamos uma grande chance de embarcarmos em um ciclo de políticas mais liberais. Essa percepção encontrava respaldo no resultado das eleições municipais de 2016, bem como nas manifestações de políticos, formadores de opinião e da imprensa. Apesar de, naquele momento, não ter sido possível identificar potenciais candidatos, nos parecia como mais provável um cenário em que a pauta econômica estaria no centro do debate entre os candidatos durante a campanha eleitoral, o que reduziria muito a chance de êxito de candidaturas contrárias à agenda de reformas.

O que mudou de lá para cá?

No lado econômico, o cenário que se materializou acabou mostrando forte aderência às nossas expectativas. A inflação acelerou o seu ritmo de queda abrindo ainda mais espaço para as reduções na

taxa básica de juros implementadas pelo Bacen e os índices de atividade econômica mostraram a consolidação de uma tendência de recuperação disseminada. Os lucros das empresas mostraram forte crescimento trimestre após trimestre na comparação anual, impulsionados precisamente pelas razões que esperávamos (alavancagem operacional, consolidação setorial e queda das despesas financeiras). No último trimestre do ano de 2017, por exemplo, os lucros das companhias que compõem o nosso portfólio cresceram 40% contra o mesmo período de 2016 de forma agregada. A consolidação desta tendência reforça expectativas dos empresários e abre espaço para o início de um novo ciclo de crescimento do crédito e de investimentos, potencialmente alimentando um círculo virtuoso de recuperação cíclica.

Apesar da tendência de recuperação econômica que estamos observando ter um elemento inercial, obviamente ela não será suficiente para nos tirar do buraco fiscal em que nos metemos. Para isso, a continuação da implementação de reformas, em particular a da previdência, se faz absolutamente necessária. Neste ponto, entra nossa visão sobre a evolução do ciclo político.

As tendências que mencionamos no início de 2017 continuaram a ganhar força ao longo do ano. Foi colocado em andamento um processo que pode levar à privatização da Eletrobrás. A conscientização sobre a necessidade da reforma da previdência dava sinais de estar se disseminando de A à Z entre formadores de opinião dos mais variados espectros políticos. Entramos em 2018 com a agenda econômica no topo da pauta. Logo em janeiro veio a confirmação da condenação em segunda instância do ex-presidente Lula, o que o torna inelegível pela Lei da Ficha Limpa. Este evento parecia contribuir ainda mais para a redução do risco de um candidato eventualmente hostil à agenda de reformas econômicas obter sucesso eleitoral. Parecia improvável que, após 5 anos de Dilma Rouseff no comando da economia, um candidato de esquerda sem contar com o carisma e popularidade do ex-presidente pudesse sair vencedor. Na sequência as coisas começaram a mudar de direção. A intervenção federal no Rio de Janeiro e o assassinato da Vereadora Marielle elevaram o tema “segurança”, mesmo que temporariamente, para um patamar acima da agenda econômica nas discussões políticas. Nas últimas semanas, a prisão do ex-presidente e a mobilização que a precedeu trouxe novamente para o topo da pauta um conjunto de temas de cunho moralista que se sobrepuseram às questões econômicas e de segurança, entre estes temas está o combate à corrupção e à impunidade, a aversão à classe política, a aversão ao Supremo Tribunal Federal em um Fla-Flu entre opositores e apoiadores de Lula. O ex-presidente acabou indo para a cadeia suportado por uma decisão precária do STF com possibilidades de ser revertida em algum momento até as eleições. Não parece haver alta probabilidade de reversão,

mas caso ela aconteça, o debate a ser travado durante a campanha eleitoral será totalmente contaminado por este evento. Neste ambiente, a agenda de reformas econômicas corre o risco de ter a sua importância completamente ofuscada por pautas alternativas, algumas meritórias e outras nem tanto.

A importância da pauta de discussões na campanha eleitoral

A ex-presidente Dilma Rousseff deixou um legado muito positivo para o país na forma de exemplos eloquentes do que NÃO fazer. O experimento econômico conduzido por sua equipe teve o mérito de dirimir possíveis dúvidas quanto aos efeitos da interferência estatal sobre o funcionamento dos mecanismos de mercado. Seu receituário transformou problemas crônicos da nossa economia em uma crise fiscal aguda e, assim, criou o ambiente para que questões estruturais fossem tratadas. No campo político, deixou para os candidatos em 2018 um exemplo didático do resultado da prática de estelionato eleitoral, no qual as reais intenções sobre ações a serem implementadas são ocultadas do eleitorado. Obviamente, todo este legado foi obtido à um preço altíssimo. Como este preço, além de altíssimo, é inevitável, a dúvida passa a ser em qual medida ele será aproveitado.

A partir do legado deixado pela ex-presidente, mesmo não tendo conseguido completar sua agenda de reformas, o Governo Temer deu início à construção de um caminho na direção correta. Teve o mérito de apontar a direção, disseminar conceitos e elevar questões ligadas à economia quase que ao topo da pauta de discussões políticas. O impacto desta conscientização sobre o processo eleitoral fica evidente no posicionamento dos candidatos que jamais se identificaram com questões liberais do ponto de vista econômico. O deputado Jair Bolsonaro, por exemplo, que entrou na política como representante dos interesses de uma corporação, tendo se posicionado em temas econômicos consistentemente em favor de medidas protecionistas e intervencionistas, buscou aproximação com Paulo Guedes, um conhecido representante do pensamento econômico liberal da Universidade de Chicago. Em entrevistas e pronunciamentos públicos, Ciro Gomes, Marina Silva e Joaquim Barbosa tem reconhecido o problema da previdência e a necessidade de uma reforma. É claro que entre a disposição para atacar um problema e a convicção para aplicar as medidas corretas na dosimetria adequada há uma enorme diferença. Os três possíveis candidatos mencionados acima, parecem subscrever à tese de que há que se fazer uma reforma mais moderada. Ciro e Marina falam em mudança para um regime de capitalização, o que poderia ter sido até uma ótima solução caso tivesse sido implementada há trinta anos. Infelizmente, passamos da fase em que soluções com impactos somente no longo prazo poderiam

nos servir. Não enxergamos solução que possa nos levar ao equilíbrio fiscal necessário para um crescimento econômico mais significativo em ambiente de inflação baixa, sem que haja um efeito expressivo nas contas públicas no curto-médio prazo. Portanto, **é sobre a dosimetria da regra de transição, onde residem os maiores conflitos com percepções de direitos adquiridos, que está o foco central de um conflito inevitável com as nossas corporações. Temos convicção de que a força com que o próximo presidente encabeçará a disputa contra os interesses das corporações dependerá essencialmente de como o tema das reformas estiver inserido no contexto da campanha eleitoral.**

Obviamente, um cenário onde a pauta econômica está entre as prioridades dos eleitores no momento do pleito favorece um representante de centro que tenha clareza sobre o tamanho do desafio e algum grau de disposição para enfrentá-lo. Mesmo que o vencedor saia de algum extremo do espectro político ou que seja um “outsider”, acreditamos que a pauta de discussões durante a campanha será determinante para as aspirações liberais no embate com as corporações. Dando nome aos bois, diferentemente da percepção que parece majoritária entre participantes de mercado, acreditamos que uma vitória de Jair Bolsonaro, com Paulo Guedes no Ministério da Fazenda, pode representar risco diferente para o avanço de reformas econômicas caso esta vitória se dê com a agenda econômica no topo da pauta ou caso se dê em situação de baixa prioridade para estes temas. O economista Alexandre Schwartzman em artigo publicado pela Folha de São Paulo no dia 21/03/2018 aponta para a ingenuidade da “crença de que o domador é capaz de jantar o urso”. O ponto central é que, mesmo com Paulo Guedes ao seu lado, no caso de vitória a faixa presidencial recairá sobre os ombros de Bolsonaro e não de Paulo Guedes. O grau de deferência que o mandatário dará ao seu “domador” nos parece bastante dependente das circunstâncias da campanha. E se essa deferência não for grande, quais convicções tem o possível mandatário?? Bom, aí começa a complicar! No começo deste ano tivemos a oportunidade de assistir uma palestra do candidato para uma plateia de investidores. Quando perguntado sobre economia, o candidato se saiu bem ao dizer que, diferentemente de Dilma Rousseff, ele não sabe nada e dará carta branca à Paulo Guedes. Na sequência, se disse defensor do livre mercado e emendou em um discurso de 15 minutos sobre a necessidade de proteção dos produtores de bananas contra as importações do Equador e na imposição de restrições à importação de água de coco da Indonésia. Ou seja, Paulo Guedes tem que estar muito prestigiado pois terá bastante trabalho pela frente! Raciocínio análogo pode ser feito em relação a outros candidatos que podem se mostrar competitivos. Quais convicções tais candidatos têm sobre a condução da economia e sobre a necessidade do enfrentamento com as corporações? Em entrevista ao Valor Econômico no dia

Abril / 2017

01/09/2017 Joaquim Barbosa se limita a mencionar admiração por José Bonifácio, Getúlio Vargas e pelo governador Paulo Hartung, dando pouca pista de qual linha seguiria no enfrentamento das nossas questões mais iminentes no campo econômico. Caso o tema não esteja no topo da pauta durante a campanha, é possível que só venhamos a descobrir após o pleito.

O verdadeiro adversário

Apesar da disputa entre esquerda e direita dominar quase que a totalidade das discussões políticas atuais, acreditamos que estas discussões estão desfocadas, o que compromete a chance de termos uma campanha pautada pelo tema das reformas.

No momento, grande parte dos políticos, empresários e formadores de opinião parecem ainda enxergar na esquerda o grande adversário a ser vencido e o PT como o grande risco para o avanço de pautas liberais. Na nossa opinião, os defensores de pautas liberais superestimaram em muito o risco que o PT e seus satélites de esquerda poderiam representar neste momento. A evidência histórica que se tem é de que o eleitorado alinhado ideologicamente aos valores e princípios de esquerda é representativo, unido, mas é pequeno no Brasil. Até os líderes do PT sabiam disso. Em vídeo que circula há anos no YouTube, José Dirceu é gravado em reunião de líderes do partido dizendo que “não somos um bloco político-social majoritário no país”, “batemos nos 17%-16%”, “por isso temos que fazer alianças”. Somente uma conjunção de fatores improváveis e circunstâncias especiais permitiria que um grupo tão minoritário chegasse ao poder. A circunstância especial aconteceu em 2002 quando Lula, um líder carismático com uma intuição política aguçada, conseguiu capitalizar sobre um sentimento de frustração do segundo mandato de FHC angariando votos do eleitorado historicamente de centro. No momento atual, com Lula inelegível e o país ainda sofrendo os efeitos do Governo Dilma, este “bloco político-social” voltou ao seu isolamento minoritário com poucas chances de obter apoio de outros segmentos da sociedade para seu projeto de poder. A composição atual do Congresso Nacional ainda é reflexo dos 13 anos de Governo PT em que o partido pôde usar a força da máquina estatal para ampliar a sua bancada de deputados e senadores, o que pode ser revertido fortemente nas eleições deste ano. No entanto, mesmo contando com uma bancada de congressistas temporariamente inflada, o bloco de esquerda não é grande o suficiente para barrar qualquer proposta de emenda constitucional. Não foi por conta da oposição de esquerda que a reforma da previdência ainda não foi aprovada. Foi a pressão organizada de grupos de interesse, principalmente de funcionários públicos, sobre seus

representantes em partidos, tanto de centro-esquerda quanto de centro-direita, que inviabilizou o encaminhamento da reforma até o momento.

O inimigo realmente poderoso, representante das forças do atraso, difícil de ser vencido no país é o excesso de corporativismo. O enraizamento deste sistema na nossa sociedade vem desde o início, muito antes da divisão entre girondinos e jacobinos que deu origem a definição de direita e esquerda no espectro político. Se tivermos que procurar a origem desta doença, talvez tenhamos que olhar para passagens tão distantes da história quanto a edição das Ordenações Manuelinas do século XVI que acabaram influenciando a formação do arcabouço legal e a manutenção de castas funcionais no país ao longo do tempo. Naquela série de livros, o rei português Don Manuel promoveu a edição de leis que se propunham a estabelecer um ordenamento jurídico adequado à configuração da sociedade portuguesa na época, garantindo a aplicação de leis distintas para pessoas funcionalmente diferentes. Tratava-se de uma sociedade calcada na hierarquia funcional formada por nobres, clérigos, cavaleiros, altos funcionários públicos, desembargadores, fidalgos e os estratos mais baixos da sociedade, representados por homens de negócios, empreendedores e os cidadãos comuns. Deste ordenamento surgiu quase que de forma automática a busca de grupos de interesse comum (“corporações”) pela manutenção de seus privilégios, ou “direitos adquiridos”, e a entrega de um enorme poder ao Judiciário, órgão responsável por analisar pleitos à luz de um código legal intrincado. Fazendo um *fast-forward* de 500 anos, algumas corporações mudaram de nome, a hierarquização da sociedade foi reduzida, mas a complexidade do arcabouço legal que amplia o poder do Judiciário, a briga pela preservação dos direitos adquiridos, e a manutenção de castas funcionais na nossa sociedade continuam presentes.

Obviamente, não se trata, neste momento, de nutrir esperança quanto a possibilidade de derrota completa ou extinção do corporativismo, algo impraticável sem uma ruptura institucional revolucionária - “refundação da República”, como alguns demagogos vêm pregando. De qualquer forma, o avanço de um sistema mais liberal e menos sufocante ao desenvolvimento econômico tem nas corporações o seu principal adversário. A disputa será travada com os membros destas corporações (juizes, desembargadores, procuradores, delegados, outras castas do funcionalismo público, donos de cartório, representantes de sindicatos de trabalhadores e patronais) sejam eles de esquerda ou direita, a favor ou contra o Lula.

E o combate a corrupção?

É, obviamente, do interesse do cidadão brasileiro que o combate a corrupção avance não somente por uma questão moral, mas por uma questão econômica também. Neste sentido, a Operação Lava Jato vem desempenhando um papel fundamental para a sanitização das relações entre o Estado e a iniciativa privada o que deve contribuir para a configuração de um ambiente de negócios mais dinâmico e eficiente. No entanto, nos parece ser do interesse do cidadão que este combate a corrupção avance seguindo rigorosamente os limites do ordenamento jurídico. O nosso conjunto de leis é o que garante o enorme poder das nossas corporações, mas é também o único instrumento do cidadão livre contra a ampliação destes poderes. Portanto, não deveria ser do interesse dos defensores de pautas liberais o apoio à ampliação de poderes de seus adversários (os representantes das corporações), mesmo no contexto de combate a corrupção. Tivemos um exemplo claríssimo deste custo em 2017.

Num ato carregado de heroísmo, apoiado por grande parte da imprensa nacional, o então Procurador Geral da República e líder da Operação Lava Jato na esfera federal, Rodrigo Janot, apresentou pela primeira vez na história uma denúncia por crime comum contra um presidente da República no cargo. Por "coincidência", o ato foi executado uma semana antes da votação da reforma da previdência, em um momento que parecia que sua aprovação era provável. Nos meses seguintes, ficou claro que este ato inusitado e de consequências tão graves e custosas havia sido preparado de forma bastante precária, através de conjunto probatório questionável, a partir de deduções e de um possível conluio entre membros da Procuradoria Geral da União e a principal testemunha de acusação. O diversionismo proporcionado pelo uso da bandeira do combate a corrupção foi forte o suficiente para que até mesmo os liberais fizessem vista grossa à manobra do procurador. O mais importante era limpar o país da corrupção!

Na ocasião, as discussões e especulações na imprensa sobre as reais motivações que levaram Rodrigo Janot a este ato de aparente "açodamento", foram em sua maioria focadas na possível imperícia, vaidade ou nas ambições políticas do procurador-geral da República. Qualquer combinação dessas motivações pode parecer plausível. No entanto, o fato concreto é que Rodrigo Janot foi nomeado Procurador-Geral da República por ter sido o candidato mais votado em uma eleição organizada pela Associação Nacional de Procuradores da República (ANPR), uma organização formada para representar os interesses de uma corporação. É fato também, que a ANPR, que elegeu Rodrigo Janot, vem fazendo forte campanha contra a aprovação da reforma da previdência conforme notas públicas

disponibilizadas pela entidade. Neste caso, há aqueles que não veem ligação entre uma coisa e outra e há os que escolheram fazer vista grossa por conveniência. Mas convenhamos, é muita "coincidência"!

O Fla-Flu entre “defensores da moral” e “defensores dos corruptos”

O ambiente conflagrado em torno da prisão do ex-presidente Lula se assemelha ao de uma partida de futebol. O foco de grande parte dos comentários e análises veiculados na imprensa e nas redes sociais está na identificação de qual lado cada ator está. Tentativas de argumentação que possam levar à conclusão contrária ao interesse do interlocutor são prontamente seguidas de desqualificação não do argumento, mas da pessoa que o emitiu, criando um ambiente quase que impermeável ao argumento racional. Algo parecido havia ocorrido em torno do impeachment da ex-presidente Dilma Rousseff na disputa entre “coxinhas” e “mortadelas”. Naquele momento, a grande pressão da opinião pública foi exercida sobre o Congresso Nacional.

Desta vez, a divisão parece ainda mais intensa entre os que se veem como “cidadãos de bem” e os “defensores dos corruptos”. A pressão popular se voltou, não aos seus representantes no parlamento, mas sobre a atuação do Supremo Tribunal Federal. Ministros que deveriam ser cobrados por uma atuação imparcial e técnica na apreciação de matérias constitucionais passaram a ser pressionados para adoção de posições políticas. Neste clima, o ministro Celso de Mello, o decano do STF que sempre foi visto como técnico, imparcial e de perfil liberal, vem sendo chamado de “discípulo do Sarney”. O ministro Marco Aurélio Mello, de votos muitas vezes imprevisíveis, mas que até então era tido como técnico, garantista e sem identificação ideológica, vem sendo lembrado como o “primo do Collor” interessado na manutenção da impunidade. O ministro Gilmar Mendes, que impediu que o ex-presidente Lula assumisse a posição de ministro da Casa Civil de Dilma Rousseff, o que poderia ter alterado significativamente a sequência de eventos que levou ao impeachment, é retratado como o líder da “operação salva-bandido”.

A Suprema Corte passou a ser caracterizada como campo de batalha na guerra entre o “bem” e o “mal”. As atuações de ministros cujas posições levaram ao encurtamento do caminho para a prisão de Lula vêm sendo percebidas como atos de heroísmo em defesa dos interesses da sociedade. Entre eles está o ministro Edson Fachin, que até recentemente era visto como alguém nomeado pelo PT em função de sua ligação histórica com o MST, bem como a presidente do STF, ministra Carmen Lúcia, que havia sido lembrada como possível postulante ao cargo de presidente da República na ocasião da

primeira denúncia contra o presidente Temer. A percepção de heroísmo foi claramente absorvida por alguns dos ministros ao ponto do ministro Luis Roberto Barroso, que afirma ser um iluminista e que o papel do STF é o de “empurrar a história”, ter se sentido à vontade para dizer que: “É preciso interpretar a constituição em sintonia com o “sentimento social”! Ou seja, garantir a aplicação da Constituição é pouco para o ministro. Mesmo tendo, na prática, um enorme poder suportado pelo nosso complexo arcabouço legal, o ministro parece defender a ampliação do poder do Judiciário ao ponto de tornar o STF um órgão com poderes quase que divinos para a tradução do que vem a ser o “sentimento social”.

Desta vez, coube ao ministro Luiz Fux nos brindar com uma pequena amostra de quem tende a se beneficiar de toda essa confusão. O ilustre ministro, que não é tido como alinhado ideologicamente nem com esquerda nem com direita, aproveitou a cortina de fumaça proporcionada pelo início do julgamento do Habeas Corpus do ex-presidente Lula para engavetar uma ação que poderia extinguir o auxílio-moradia garantido aos juizes, algo que estava agendado para ser julgado naquela data. O ministro Gilmar Mendes denunciou a manobra corporativista do colega ao vivo no plenário em sessão televisionada, mas sua denúncia acabou não tendo qualquer repercussão, afinal não vale a pena dar ouvidos a qualquer manifestação de alguém visto como adversário. **Neste circo armado, as piruetas das nossas corporações é que realmente brilham!**

O liberalismo brasileiro desfocado

Nos episódios recentes, o que talvez tenha nos causado maior apreensão tenha sido o posicionamento dos grupos e líderes que se dizem liberais. Desde o impeachment, alguns partidos políticos, grupos organizados, formadores de opinião e empresários vinham encabeçando um movimento de conscientização sobre pautas liberais. Os efeitos desastrosos do voluntarismo de Dilma Rousseff na condução da economia, criou o ambiente ideal para que a racionalidade do discurso liberal encontrasse eco fora dos círculos do Leblon e da Faria Lima. No entanto, grande parte destes grupos acabaram se lançando de cabeça no movimento “resista Carmen Lúcia!”. O pano de fundo foi a percepção disseminada de que políticos corruptos em conluio com membros da Suprema Corte haviam colocado em andamento a “operação salva-bandido”, que em uma primeira etapa conseguiria livrar o ex-presidente Lula da cadeia, abrindo espaço para que na sequência políticos corruptos de outros partidos também fossem salvos das garras da justiça. Neste sentido, o movimento “resista Carmen Lúcia!” visava empoderar a presidente do STF para que ela usasse uma manobra regimental cujo resultado

imediatamente seria garantir a prisão, mesmo que de forma precária, do ex-presidente Lula. Na nossa visão, o sucesso do movimento tem, pelo menos, três consequências potencialmente negativas para o avanço de pautas liberais no curto-prazo.

A primeira consequência imediata é o empoderamento de representantes de corporações, cujos interesses são frontalmente contrários ao avanço de pautas liberais. Janot já nos mostrou o enorme custo desse empoderamento. Como mencionamos acima, não é o PT e a esquerda que irá barrar o avanço de uma agenda liberal. São os juízes, promotores, desembargadores, delegados e outras castas do funcionalismo público, que exercem pressão organizada sobre o Congresso Nacional, que tem maior poder para barrar este avanço e preservar os “direitos adquiridos” de suas corporações. A sensação que parece motivar o apoio ao movimento “resista Carmen Lúcia!” é a de que a Constituição e o nosso arcabouço legal se tornaram empecilhos para o combate a corrupção. Neste sentido, valeria a pena apoiar alguns ministros do STF, juízes e procuradores “bem intencionados” e em sintonia com o “sentimento social” para que tivessem um grau de liberdade maior para “empurrar a história” eventualmente encurtando algumas etapas. No entanto, o que se observa nos exemplos históricos é que quando alguém é apoiado e empoderado com grau de flexibilidade maior para interpretar e aplicar leis, este alguém acaba usando este poder ampliado em benefício dos seus interesses próprios. São raríssimos os exemplos de virtude, moderação e desapego de um General Washington. Raramente isso acaba bem para as causas liberais.

A atuação da ministra tem sido comemorada pelos grupos liberais como tendo sido resultado da mobilização da sociedade. No entanto, a convicção de que a sua pressão sobre o STF teve êxito também é compartilhada pelos militares, que viram nas declarações do General Villas Boas uma importante “contribuição” para o movimento. Nos parece ingênua a possível crença de que, no caso atual, a “sociedade” através de seus movimentos de rua poderá controlar ou evitar este empoderamento por parte de representantes de corporações.

A segunda consequência é a redução da racionalidade do ambiente de debate, o que não favorece a disseminação de conceitos e valores liberais. A ideia de que uma sociedade mais justa e próspera tem maiores chances de se desenvolver em um sistema que privilegie a iniciativa de cidadãos livres, que garanta o direito à propriedade e que limite o poder do Estado, precisa ser debatida em um ambiente de um mínimo de racionalidade. Não é fácil encontrar uma oportunidade para que estas ideias sejam disseminadas de forma mais ampla na sociedade. Desta vez, o conjunto de

contraexemplos deixado por Dilma Rousseff criou uma oportunidade para que a racionalidade ganhe peso no debate. No entanto, os episódios recentes foram marcados pelo forte apoio a uma pauta de cunho moralista. Neste terreno, os oportunistas, demagogos e grupos de viés autoritário transitam muito melhor do que os nossos liberais. É escolher jogar no campo do adversário.

A terceira consequência do êxito do movimento “resista Carmen Lúcia!” em prender o ex-presidente Lula é o eventual fortalecimento das pautas de esquerda. A busca pela aniquilação e humilhação, não permitindo ao adversário uma rota de fuga, pode ter efeito contrário ao esperado e levar à uma situação impensável até pouco tempo atrás. Diferentemente de uma batalha campal, neste caso os adversários não foram mortos. Eles irão às urnas em outubro. É possível que como resultado da prisão de Lula, os líderes do PT não consigam mais vislumbrar a chance de viabilizar um candidato próprio e optem, pela primeira vez, por apoiar algum candidato de outro partido com maiores chances de poder. Neste caso, Ciro Gomes que vem adotando um tom de discurso ponderado e conciliador para ampliar sua base de eleitores no centro, poderia receber o importante impulso dos 16%-17% identificados pelo Zé Dirceu e, com isso, se tornar um candidato fortíssimo.

O outro efeito possível é o próprio fortalecimento do PT no processo eleitoral através da apresentação de Lula como um mártir injustiçado. A esquerda que não parecia mais ter uma pauta com alguma chance de obter ressonância fora do seu círculo de seguidores ideologicamente alinhados ganha algo para explorar. Pesquisa divulgada pelo instituto Ipsos no último fim de semana indica que apenas 32% dos entrevistados acredita na inocência do ex-presidente e apenas 23% acha que ele não teve envolvimento com os esquemas de corrupção investigados pela Lava Jato, mas 44% acham que a sua prisão foi injusta e 46% acham que ele não deveria ter sido preso. Por mais ridícula que a estratégia de martirização do ex-presidente possa parecer, os dados parecem mostrar que há espaço para que ela seja trabalhada em favor das causas da esquerda.

Sobre as reformas, deveria caber aos liberais, como defensores naturais desta agenda, levantar a bandeira e garantir que o tema não saia do topo da pauta de discussões. No entanto, nossos liberais parecem ocupados na sua batalha contra o PT (com alguns fazendo uma pausa apenas para aplaudir as políticas do presidente Trump - O "liberal" das barreiras tributárias), acreditando que poderão ter chances contra populistas demagogos em um debate com cunho moralista. Nesse cenário, nossas reformas ficam a deriva entregues à sua própria sorte.

O que esperar?

Parece-nos evidente que os eventos dos últimos meses levaram a um desvio de uma rota que vinha favorecendo as chances de continuidade da agenda de reformas liberais colocadas em andamento pelo presidente Temer. A pauta econômica saiu do foco de atenção do público e formadores de opinião. Isso não quer dizer que não possa voltar. Faltam mais de 6 meses para as eleições e muitas coisas podem acontecer até lá. Na ocasião do impeachment, após um período de disputas acirradas entre “coxinhas” e “mortadelas”, a pauta econômica se impôs, o que pode acontecer novamente. Os efeitos da intervenção federal no Rio de Janeiro, o avanço da economia, eventos internacionais, uma possível mudança abrupta da percepção de risco de participantes de mercado, são alguns exemplos de eventos que podem reconduzir a pauta econômica ao topo da lista de tópicos a serem debatidos durante a campanha eleitoral. Por outro lado, o avanço da Lava Jato sobre políticos e uma eventual reversão do entendimento do STF sobre prisões em segunda instância, são exemplos de eventos que podem contribuir para que a prioridade do debate não esteja voltada aos temas econômicos num momento importante de definições na campanha. De qualquer forma, os eventos recentes favorecem candidatos com discurso moralista ou populista em detrimento daqueles que poderiam ter vantagem em ambiente mais permeável ao argumento racional.

Como investir num ambiente com tantos cenários em aberto?

Nas últimas décadas o Brasil tem se comportado como um estudante de alto potencial que faz o mínimo esforço para passar de ano. De vez em quando ele tira notas muito ruins. Nessas ocasiões, não é uma boa opção apostar que ele irá repetir de ano. Pode até ficar de recuperação, mas acaba passando. O poder de reação é grande em função do potencial mal explorado. Mas também não é uma boa se entusiasmar demais com eventuais lampejos de brilhantismo, afinal o esforço é só para passar de ano.

Não atribuímos grande probabilidade para cenários em que nada seja feito no lado fiscal e em que nenhuma reforma da previdência seja aprovada. Por outro lado, também atribuímos pouca probabilidade para um pacote de reformas que nos permita dar um grande salto de desenvolvimento através de uma aceleração expressiva do crescimento econômico. Na nossa visão, o mais provável é que, mais uma vez, deixemos de aproveitar em sua totalidade a oportunidade criada por um momento histórico favorável, mas consigamos implementar reformas incrementais na dosimetria suficiente para

evitarmos cenários de ruptura. Tendo este pano de fundo em nossa abordagem de investimentos, torcemos para sermos surpreendidos positivamente.

Desde o início da nossa operação, não tivemos vida fácil. O fundo Equitas Selection foi lançado nas vésperas da eleição de Dilma Rousseff em 2010. Neste período de muitas incertezas e volatilidade, alguns erros foram amplificados. Passamos por um processo de revisão interna profundo com o objetivo de alinhar interesses para uma jornada de longo prazo, preservar o núcleo da nossa equipe de análise e gestão e aprimorar nosso processo de investimento. Com tudo isso por trás, acreditamos que conseguimos nos sair relativamente bem. O Equitas Selection obteve retorno de 21% ao ano contra 4% do Ibovespa e 11% do CDI nesse período. Olhando para frente, nos sentimos muito melhor preparados para encarar eventuais desafios. O que cabe a nós é manter a humildade para reconhecer que lidamos com incertezas e não temos todas as respostas, a determinação para continuar buscando respostas, o foco no que fazemos bem, que é identificar oportunidades de investimento através da análise de fundamentos de empresas, a disposição para aprimorar continuamente o nosso processo de investimento procurando aprender com os erros, e a clareza de que em uma jornada de longo prazo a condição básica para ganhar dinheiro é não perder.

Do lado das companhias, segue a tendência de forte recuperação dos lucros...

Equitas Selection FIC FIA vs Ibovespa vs IBX vs CDI

	Retorno Absoluto				Retorno Anualizado			
	Equitas Selection	Ibovespa	IBX	CDI	Equitas Selection	Ibovespa	IBX	CDI
Desde Início (06/07/2010)	329,2%	37,5%	80,8%	119,5%	20,8%	4,2%	8,0%	10,7%
36 meses	92,2%	66,9%	66,0%	40,2%	24,6%	18,8%	18,6%	12,0%
24 meses	82,4%	70,5%	70,3%	23,3%	35,4%	30,9%	30,8%	11,1%
12 meses	31,6%	31,4%	31,3%	8,4%				
Ano (2018)	11,8%	11,7%	11,3%	1,6%				

Data Base: 29/03/2018

PL Médio - Últimos 12 meses - Equitas Selection FIC FIA (R\$ mil): 171.389

PL Atual - 29/03/2018 - Equitas Selection FIC FIA (R\$ mil): 280.261

PL Atual - 29/03/2018 - Fundos geridos pela Equitas (R\$ mil): 413.232



EQUITAS SELECTION FIA: ESTE FUNDO DE COTAS APLICA EM FUNDO DE INVESTIMENTO QUE UTILIZA ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUA POLÍTICA DE INVESTIMENTO. TAIS ESTRATÉGIAS, DA FORMA COMO SÃO ADOTADAS, PODEM RESULTAR EM PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS, PODENDO INCLUSIVE ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO E A CONSEQÜENTE OBRIGAÇÃO DO COTISTA DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS. ESTE FUNDO APLICA EM FUNDO DE INVESTIMENTO QUE ESTÁ AUTORIZADO A REALIZAR APLICAÇÕES EM ATIVOS FINANCEIROS NO EXTERIOR. OS FUNDOS DE AÇÕES PODEM ESTAR EXPOSTOS A SIGNIFICATIVA CONCENTRAÇÃO EM ATIVOS DE POUCOS EMISSORES, COM OS RISCOS DAÍ DECORRENTES. ESTE FUNDO ESTÁ SUJEITO AO RISCO DE CONCENTRAÇÃO DE MAIS DE 30% (TRINTA POR CENTO) DE SEU PATRIMÔNIO LÍQUIDO, AINDA QUE DE FORMA INDIRETA, EM ATIVOS DE “CRÉDITO PRIVADO”. AO INVESTIDOR É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO PROSPECTO E O REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO AO APLICAR SEUS RECURSOS. A UTILIZAÇÃO DO IBOVESPA COMO INDICADOR É MERA REFERÊNCIA ECONÔMICA, E NÃO PARÂMETRO OBJETIVO DO FUNDO. EM ATENDIMENTO À INSTRUÇÃO CVM Nº 465, DESDE 02/05/2008, OS FUNDOS DE RENDA VARIÁVEL DEIXARAM DE APURAR SUA RENTABILIDADE COM BASE NA COTAÇÃO MÉDIA DAS AÇÕES E PASSOU A FAZÊ-LO COM BASE NA COTAÇÃO DE FECHAMENTO. ASSIM COMPARAÇÕES DE RENTABILIDADE DEVEM UTILIZAR, PARA PERÍODOS ANTERIORES A 02/05/2008, A COTAÇÃO MÉDIA DOS ÍNDICES DE AÇÕES E, PARA PERÍODOS POSTERIORES A ESTA DATA, A COTAÇÃO DE FECHAMENTO. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DO FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL UMA ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES.