

SUMÁRIO

MUNDO

O dólar começa a se fortalecer perante as moedas relevantes

MERCADO

Mais bipolar impossível, fomos da euforia à depressão em algumas semanas

BRASIL

Uma eleição eletrizante e de resultado imprevisível.

Quem tem João Santana, não come grama.

'Nós não falamos para dizer alguma coisa, mas para obter um certo efeito'
Joseph Goebbels

Vertiginosa, essa é a palavra que melhor define essa campanha eleitoral. Em trinta dias a candidata Marina saiu de favorita à presidência para disputar com o Aécio Neves quem vai para o segundo turno com a presidente Dilma Rousseff. Isso tudo ainda correndo o risco da corrida eleitoral ser definida ainda no primeiro turno, caso Dilma cresça algo como uns 7 pontos. **Pode-se dizer que o responsável pela desconstrução de Marina foi o excelente trabalho de seu marqueteiro, o baiano João Santana.**

Ao longo do intenso bombardeio que sofreu no horário político, Marina emagreceu de 34 para 25 pontos e pode-se dizer que Dilma acabou engordando mais ou menos esse número de eleitores. **Quem disse que campanha negativa não funciona?** Marina, segundo o Datafolha viu a sua taxa e rejeição subir de 10% para 25%. A oposição tratou de desqualificar o trabalho de João Santana comparando-o com Joseph Goebbels, ministro da propaganda alemão nos anos 30 e 40. O fato é que, a despeito das escolhas morais de Goebbels, ele é considerado um dos patronos do marketing moderno. Assim como João Santana, com a eleição de seis presidentes (Lula (reeleição, 2006), Mauricio Funes (El Salvador, 2009), Dilma Rousseff (2010), Danilo Medina (República Dominicana, 2012), José Eduardo dos Santos (Angola, 2012) e Hugo Chavez/Nicolás Maduro (Venezuela, 2012), pode ser considerado o maior nome do marketing político latino americano.

Isso quer dizer que Dilma está reeleita? Não. Assim como falamos em nossa última carta que os preços dos ativos já embutiam (erradamente) uma certeza muito grande na eleição de Marina, afirmamos que também agora o mercado financeiro já considera (também erradamente) o pleito já que bem definido em favor de Dilma. **Essa eleição é marcada pelo sentimento mudancista, pelo imponderável, pela intensa campanha negativa e principalmente por um eleitor mais volátil do que o habitual.**

O Estado de São Paulo e o Ibope fizeram uma pesquisa qualitativa onde os entrevistados responderam a 5 perguntas, onde estratifica-se em 'anti-pt', 'pró-pt' e 'volátil'. O modelo foi testado em algumas rodadas de pesquisa eleitoral com excelente estabilidade. Ou seja, os candidatos até oscilaram, porém os grupos ficaram estáveis. **O grupo refratário ao PT representa 33% da amostra, os eleitores que apoiam o PT são 39% e os eleitores indefinidos são 28%.** Dentro do grupo pró-PT temos que 82% votam em Dilma e 8% em Marina. No grupo anti-PT temos os eleitores bem divididos entre Marina e Aécio (45% x 34%). No grupo dos voláteis, Marina leva vantagem sobre Aécio (38% x 19%).

Qual nossa leitura? Primeiro que temos uma campanha com recursos e altamente profissional enfrentado uma campanha mediana e outra campanha de poucos recursos e alianças. Escutamos recentemente que a equipe de João Santana realiza 30 pesquisas qualitativas por dia (isto é, observam eleitores de vários segmentos conversando sobre temas e candidatos), a equipe do PSDB faz algo como 15 e a equipe de Marina não faz nenhuma. Para quem não tem estrutura profissional e começou a campanha no susto e no improviso (após a trágica morte de Eduardo Campos) até que o patamar atual de Marina com 25% é razoável. Em segundo vemos um componente grande de eleitores voláteis, mudando de opinião com bastante velocidade. E, por último, achamos que no segundo turno o jogo pode ser outro, caso o candidato da oposição faça um marketing agressivo e certeiro (afinal, o tempo de TV será igual para todos). O nosso *call* é que as surpresas dessa eleição ainda não terminaram. Aécio no segundo turno não é algo impossível e muito menos uma oposição ganhando terreno no segundo turno, afinal hoje Dilma tem algo como 40% e Aécio/Marina tem 45%. E mesmo nesses números o índice de cristalização de votos (pessoas que tem 100% de certeza da escolha) oscila entre 65% e 70%. Uma outra informação importante é que, desde as eleições de 1994, as pesquisas acabam dando em média +3,8% para o líder do que as urnas, e o desafiante acaba tendo nas pesquisas em média em média -1,2% do que as urnas. **Isso tudo somado não deixa outra conclusão que não aponte para uma corrida muito apertada e indefinida.**



Isto posto, vamos ao que interessa. O mês de setembro foi bastante negativo para os ativos de risco. O Ibovespa perdeu 11,70% no mês, enquanto o dólar ganhou 9,44% diante do real. A renda fixa apresentou perdas também, com o índice que mede os títulos atrelados à inflação sofrendo 3,5% e o índice dos papéis pré-fixados perdendo 0,74%. O mercado colocou, em agosto, não só que Marina iria vencer, mas também que teria um bom começo de governo. **A reação de Dilma trouxe um choque de realidade aos mercados que agora precisam algo como uma probabilidade de 60% para um segundo mandato de Dilma.** O consenso de mercado é termos o índice Bovespa entre 45 mil e 65 mil pontos, de acordo com o resultado. Para Petrobras os números mais escutados são entre R\$ 12 e R\$ 27. No dólar a faixa está entre 2,30 e 2,80. Portanto, quando olhamos os preços atuais vemos algo como uma precificação de 60% para mais um mandato do PT.

Se em nossa última carta mensal nos dedicamos a examinar o que poderia ser um governo Marina, agora parece prudente revisitarmos o tema de Dilma reeleita. O que podemos esperar? Em nossa visão, não muito diferente do que temos tido até agora. **As declarações da candidata não mostram reconhecimento de erros na política econômica, muito pelo contrário, o que dá errado é sempre**

culpa de uma persistente crise mundial. Dilma sinalizou que Mantega agora não passa de um ex-ministro em exercício e o mais cotado para sucedê-lo é o empresário mineiro Josué Alencar, herdeiro da Coteminas. Não é um nome que anime ao mercado financeiro e sim um nome mais identificado com as velhas políticas industriais e desenvolvimentistas. E já aprendemos que para Dilma a condução da economia é com rédea curta, seja na Fazenda ou no Banco Central. Um bom nome para um cargo ou outro decreto pediria carta branca (ou um certo grau de liberdade) para Dilma. Não achamos essa hipótese provável.

Com Dilma o nosso cenário base é da continuidade do processo de 'mediocrização' da economia. Os exemplos estão aí e são repetitivos, mas vamos lá. Vocês se lembram do superávit primário? Agora em sua última leitura mensal virou déficit primário. Isso mesmo, o governo gastou mais do que arrecadou antes do pagamento dos juros da dívida interna. Dilma pegou o superávit primário rodando em 3% do PIB e esse ano se fecharmos perto de 1% será muito. Ela mesma já disse que temos que ter 'metas realistas' e acena com uma meta de superávit primário de 1,4% para 2015.

Nas contas externas estamos rodando um déficit em conta corrente de USD 79 bilhões, que não é coberto pelos investimentos diretos de USD 64 bilhões nos últimos 12 meses. O governo já gastou USD 98 bilhões em swaps cambiais para (não) segurar o dólar. A atividade patina e o PIB já se encontra tecnicamente em recessão. A inflação, a despeito de um mundo desinflacionário, está lá alta nos seus 6,6% e com uma série de aumentos de preços administrados nos espreitando após dobrarmos a esquina de 2015.

E teremos no cenário internacional dois ventos contrários em 2015. Primeiro, o fim do processo de afrouxamento monetário nos Estados Unidos e consequente começo do processo de elevação das taxas de juros, que no médio prazo, fortalece o dólar diante de todas as moedas relevantes no mundo. E em segundo, mas não menos importante, a fraqueza nas commodities, que tem impacto considerável para um país que depende tanto deste mercado em sua pauta de exportação. Esse ano, temos queda em agrícolas (-18,7%), metais (-22,4%) e energia (-10,0%). A menos que tenhamos uma reversão no processo de acomodação chinesa ou de uma melhoria na Europa não vemos essa classe de ativos com bons olhos para 2015.

Em resumo, o legado que Dilma II herdará de Dilma I não é positivo por nenhum ângulo que se olhe, enquanto o cenário internacional será mais negativo do que positivo, sem falar na falta de uma equipe crível capaz de inspirar confiança em reformas e ajustes necessários.

O que seria uma boa carteira para um cenário Dilma II? Cremos que nesse ambiente de Brasil problemático e EUA de volta a normalidade faz todo sentido uma alocação em dólar. Para isso não recomendamos os tradicionais fundos cambiais e sim os 'fundos globais' que além da moeda forte, oferecem uma diversificação de ativos pelo mundo. Um produto que busque retorno de dólar mais um 'plus' funciona bem nesse ambiente adverso. (Já começamos alocações nessa linha no final do ano passado e deveremos aumentá-las no caso deste cenário se concretizar).

Na renda fixa, não nós assustaríamos com uma Selic continuando em patamares elevados e uma curva de juros bem 'empinada' refletindo um cenário ruim de inflação e péssimo no lado fiscal. **Posições em LTN's ou NTNBr's possivelmente poderão ser feitas com preços bem atraentes.** Achamos cedo para entrar agora, a menos que você tenha certeza da vitória da oposição.

Na bolsa também vemos um período complicado para as estatais, vide o comportamento de Petrobrás que veio de R\$ 24 para R\$ 17 com a perspectiva de continuidade. E o desempenho de Banco do Brasil, que veio de R\$ 37 para R\$ 25 com a ameaça do governo de sacar recursos do Fundo Soberano (e com isso vender um lote enorme de ações do BB) para cobrir o rombo fiscal. Isso tudo mostra um cenário menos favorável para se ficar comprado em fundos de ações tradicionais e indexados. **Nesse cenário, vemos mais valor em fundos do tipo 'long bias' ou 'equity hedge' onde o gestor consegue trabalhar comprado no que gosta e trabalhar vendido naquilo que não gosta.** Além dos fundos que classificamos como 'value investing', que fazem um profundo trabalho de análise para separar o joio do trigo. Definitivamente não é um cenário de comprar de tudo um pouco, pois a 'maré alta' vai elevar todos os barcos.

Na categoria de isentos (LCA's-LCI's-CRI's-CRA's-Debêntures de Infraestrutura), vemos ainda uma janela de oportunidade, que talvez não dure muito tempo. Afinal todos esses produtos implicam em uma renúncia fiscal e estamos falando de um governo contando as moedas para fechar as contas. Esperamos que em algum momento a isenção dos títulos de mais curto prazo (LCA-LCI) diminua sua oferta ou sua taxa oferecida. Já os títulos mais longos devem continuar a gozar de isenção fiscal, porém sem os prêmios gordos de outrora. Afinal o investidor descobriu e tem demandado muito essa classe de ativos. **Em resumo, o alocador que aproveitou esse prêmio nos últimos tempos terá que começar a colocar os neurônios em marcha para continuar a rentabilizar a carteira de seu cliente.**

Os bons fundos multimercados, nesse cenário, tendem a andar melhor, pois deveremos trabalhar com uma volatilidade e prêmios maiores nesse ambiente adverso. Gestores pragmáticos (e não o pessoal comprador de Kit Brasil) terão um playground em 2015.

De um modo geral, economias desarrumadas provocam muitos desarranjos nos preços relativos e isso dá margem para arbitragens e oportunidades. Tanto nos ativos financeiros quanto nos ativos reais. Por isso, trabalhar com um percentual de liquidez mais elevado do que o normal faz sentido. Afinal só aproveita as oportunidades quem tem caixa.