

SUMÁRIO

MUNDO

Nunca esteve tão fora de sincronia, com os EUA puxando o trem do crescimento global. Europa patina.

MERCADO

Como se já não bastasse um mundo com menos liquidez e com juros em processo de alta, ainda temos muita indefinição na política econômica interna.

BRASIL

Mais quatro anos de Dilma.

Dilmécio ou Bolivadilha?

“Em muitos casos, a raiva contra o subdesenvolvimento é profissional. Uns morrem de fome, outros vivem dela, com generosa abundância.”

Nelson Rodrigues

Não iremos chover no molhado com análises batidas de que o bolsa família ganhou as eleições ou de que o Brasil sai dividido das urnas. É inegável que o bolsa família, com 14 milhões de famílias atendidas, teve um peso grande nos 54 milhões de votos obtidos pela presidente Dilma. No entanto, parece exagero dizer que isso definiu essa acirrada eleição. Fosse essa afirmação verdadeira, estaríamos condenados a uma eterna perpetuação do PT no poder e a democracia estaria assim cancelada em território nacional, pelo simples fim da alternância de poder. Pode-se sim dizer que o bolsa família provê um piso de eleitores ao PT (algo como 35-45 milhões). O resto dos votos veio de brasileiros bem longe de uma situação de emergência social. Também nos parece rasteiro afirmar que o Brasil saiu dividido das urnas. Na verdade o Brasil já vem passando por este processo de divisão, do nós contra eles, dos pobres contra ricos, dos brancos contra negros, dos heteros contras gays, já há alguns anos. O Brasil já está cindido faz algum tempo. Eliminados os lugares comuns, o que podemos inferir dessas eleições?

Um eleitorado mais conservador, o congresso que emergiu das urnas mostra uma bancada bem mais conservadora do que a anterior. O número de sindicalistas caiu pela metade, enquanto que a bancada de empresários, religiosos e de militares apresentou um crescimento bem consistente. Na medida em que as pessoas escalam a pirâmide social, elas tendem a ficar mais conservadoras, para defenderem o que conquistaram. Sociólogos enxergam uma sociedade mais “ao centro” no futuro próximo.

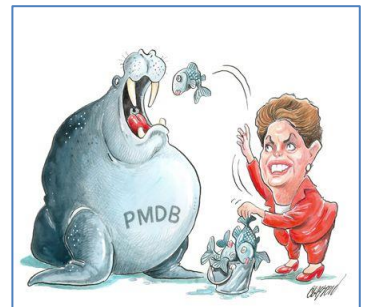
Crescimento da oposição, encolhimento do PT. O fato é que o PT nas últimas eleições perdeu algo como 10% do seu eleitorado e a oposição “achou” esses 10%. Escândalos repetidos de corrupção, uma economia anêmica ou simplesmente desgaste de material. O fato é que o voto situacionista não é mais tão consensual como nas primeiras eleições pós FHC. A rinha eleitoral tende a ser mais acirrada.

Um Brasil lento e fora de sincronismo. Muito se criticou o voto das regiões Norte e Nordeste nestas eleições. Ao olharmos o padrão de votos dessas regiões vemos que eles ainda votavam na Arena quando o sul-sudeste já estava abraçando o fim da ditadura e a campanha diretas já. Mais a frente, eles ainda votavam em FHC quando as classes médias urbanas flertavam com o discurso ético (naquele tempo) do PT do final dos anos 90. E agora, que estas mesmas pessoas das classes médias urbanas desejam a oposição, eles continuam com a situação. Enfim, nenhuma surpresa. O Brasil tem mesmo essa falta de sincronismo e uma certa lentidão migratória sul-norte nesses movimentos de mudança de opinião. O que não quer dizer que não ocorram, apenas são mais lentos.

As eleições já são o passado. Quando olhamos para frente, quais são desafios que Dilma enfrentará no segundo mandato?

Escândalo do “Petrolão”. Temos aí um caso de grandes proporções. Dezenas de implicados entre parlamentares, ministros, dirigentes de estatais e talvez até a própria presidente da república. Ao contrário do mensalão, temos nesse escândalo a delação premiada como principal peça de acusação, o que complica bem a vida dos delatados. O desenrolar do caso poderá alterar dramaticamente os atores da base de sustentação do governo e talvez o próprio governo. O governo Dilma II decerto começa bem mais fraco politicamente do que o governo Dilma I.

Encolhimento da base aliada. A dupla PT-PMDB veio de 167 congressistas para apenas 136. Uma queda de quase 20%. Em política, assim como na física, não existe espaço vazio. O vácuo é logo ocupado. Um exemplo disso foi a derrota do governo, logo na primeira semana após a reeleição, na votação do decreto 8243, que estabelece conselhos populares na administração pública. O próprio PMDB já fareja a fraqueza do seu aliado e já colocou o seu taxímetro na bandeira 2. Um outro complicador é a candidatura do Deputado Eduardo Cunha (PMDB-RJ) para o presidência da Câmara dos Deputados. Ele, como se sabe, no passado liderou o “blocão” (reunião de deputados da base aliada insatisfeita com o governo) e é um desafeto da Presidente Dilma.

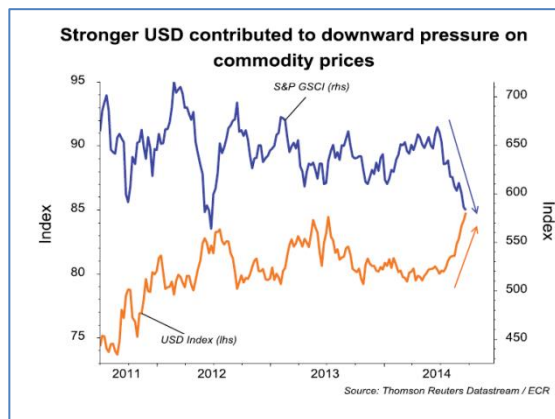
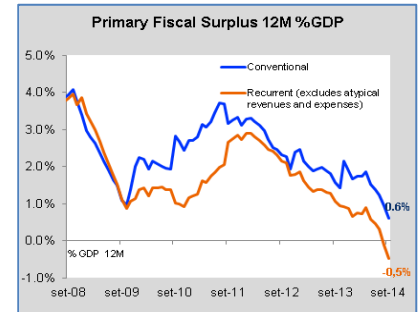


Um congresso fragmentado. Costurar apoio entre 513 deputados espalhados entre 28 partidos já seria uma tarefa complexa para um habilidoso articulador político. Para Dilma, que sabidamente não gosta e não leva jeito para a coisa, a tarefa será quase que impossível.



O risco de paralisa institucional não é desprezível. Um congresso fragmentado, uma base aliada menor, aliados que farejam a sua fraqueza e um governo que começa sob uma grande investigação são os ingredientes de um governo fraco e não de um governo forte. Costuma-se dizer que os presidentes em final de mandato são “patos mancos”, nem o copeiro lhes agracia com um café quente. Parece-nos que Dilma começa o seu segundo termo como uma “pata manca”.

Na economia doméstica temos uma grande coleção de erros a serem herdados por Dilma II de Dilma I. Até agora não se tem o reconhecimento por parte dela ou pelo “demitido-em-exercício” Guido Mantega de erros e sinalizações de correções de rumo. A inflação acima do teto de 6,5% ao ano, a atividade já rumando para três trimestres em recessão, as contas fiscais simplesmente destruídas e um grande rombo nas contas externas são o legado a ser enfrentado. Ao lado temos a trajetória assustadora das contas públicas (fonte: Itaú-BBA).



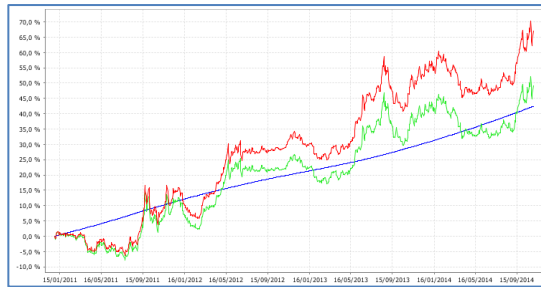
Um ambiente econômico mundial mais hostil é o que aguarda a equipe econômica que ainda nem foi escolhida. Se Dilma I teve a alegria de conviver com taxas de juros mundiais ao redor de zero e uma liquidez abundante sem precedente, Dilma II irá lidar justamente com a ressaca de toda essa festa. O afrouxamento quantitativo americano terminou em Outubro e o banco central americano, em sua última reunião, deixou claro que o processo de elevação dos juros talvez comece ‘mais cedo’ do que ‘mais tarde’. De fato a economia americana cresce no ritmo de 3,5% ao ano e o desemprego já está abaixo dos 6%. Enquanto isso, a Europa patina com crescimento anêmico e falta de

reformas. O Japão, sem grandes avanços na atividade, dobra a aposta no seu afrouxamento quantitativo (impressão de dinheiro) e com isso desvaloriza ainda mais a sua moeda. O resultado desse mundo completamente em falta de sincronia é um dólar mais forte e onde as commodities sofrem bastante (vide figura cuja fonte é ECR). Real fraco coloca pressões em uma inflação já acima da meta e commodities em queda significa exportações menores.

Que Dilma enfrentará essa herança complicada? A Dilma Bolivariana (Bolivadilma) ou a Dilma Pragmática (Dilmécio)? Os sinais, por hora, estão confusos. Duas grandes forças duelam pelo coração de Dilma. Uma é oriunda do ex-presidente Lula que sabe que uma economia em frangalhos irá impedir o seu projeto de candidatura em 2018. Essa força luta por uma equipe econômica ortodoxa e com respeito do mercado. Henrique Meirelles é o sonho de consumo de Lula para o Ministério da Fazenda. A outra força vem do petismo de raiz, com forte ranço bolivariano e autoritário. É o grupo que clama pelo controle da mídia e que tentou emplacar os conselhos populares (*soviets*) na administração pública. Ambas estas forças também cobram a fatura pela ajuda eleitoral em uma disputa bem apertada. Como se vê, Dilma não tem problemas somente com seus aliados. Ela tem problemas dentro de casa, para acomodar interesses diversos. O nosso “*educated guess*” é por um começo mais positivo, com discurso mais pragmático e um dia a dia mais bolivariano, onde aos poucos a heterodoxia vai prevalecendo. Assim como foi no primeiro termo. Sabemos o quanto é complicado negarmos a nossa própria natureza. **Dentre os três cenários possíveis para a economia (100% ortodoxia, 100% heterodoxia ou um “puxadinho”) apostamos no cenário puxadinho, onde não teremos a volta do tripé macroeconômico e nem grandes reformas. Apenas um puxadinho aqui e outro ali para impedir que as paredes desabem..**

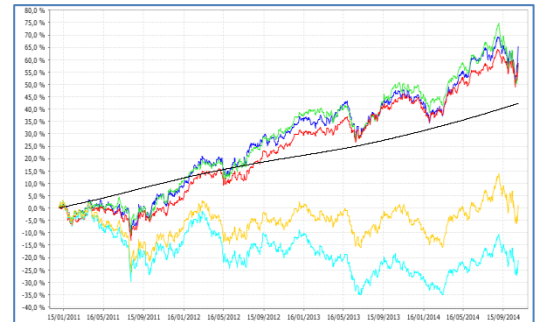
Qual o impacto disso tudo nos seus investimentos? A seguir comentaremos sobre as diversas classes de ativos e como devem se comportar em um ambiente tão adverso.

O dólar é realmente o porto seguro? Talvez essa não seja a melhor definição, afinal o dólar tem bastante volatilidade frente ao real e sabemos que a taxa de juros ao redor de 11% é sempre um enorme custo de carregamento. É sempre mais fácil apostar no dólar contra o euro ou contra o yen, que tem juros zero, do que contra o real. Porém, cremos que o dólar entra definitivamente em um período altista no mundo e isso pega a economia brasileira com fundamentos frágeis. Não cremos que um



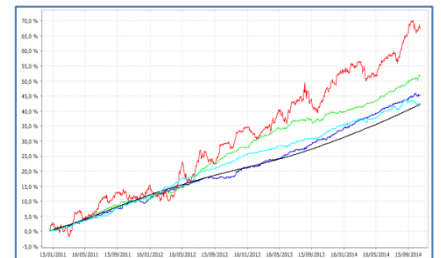
vermelho vemos uma carteira conservadora que busca USD + 3% ao ano, com ganho expressivo sobre o CDI no mesmo período. Após enorme volatilidade, o **Dólar** encerrou o mês com **-0,28%**, cotado em **R\$ 2,44**.

Como ficam as ações? Não é um cenário róseo para essa classe de ativos, mas assim como no primeiro mandato Dilma, teremos gestores que não só baterão os índices de bolsa, mas também entregarão mais do que o CDI. Ao lado temos em amarelo e azul o IBX e o IBOVESPA, e acima do CDI três gestores de fundos de ações que usamos habitualmente. A chave aqui reside na calibragem do tamanho dessa classe de ativos e na expertise para busca e seleção de gestores. Em um mês de altas e baixas, o **Ibovespa** rendeu **0,95%**.



acima de 12,00%. Apesar da volatilidade, acreditamos que os títulos atrelados a inflação tem espaço em uma carteira defensiva. Na figura ao lado vemos o comportamento do IMAB (índice composto por NTN-Bs) no primeiro mandato de Dilma. O **IMAB** rendeu **2,08%** no mês, enquanto o **CDI** foi **0,94%**.

Os investimentos alternativos também são uma categoria que podem se beneficiar de uma maior volatilidade no preço dos ativos. Ao lado vemos o comportamento da indústria (linha azul clara) no governo Dilma. Desempenho medíocre e bem perto do CDI. No entanto, os melhores gestores conseguiram entregar resultados consistentes em um ambiente adverso. Aqui também se faz necessária uma seleção criteriosa dos melhores gestores de multimercados. Em azul, verde e vermelho temos três gestores que usamos habitualmente.



Também gostamos dos ativos isentos de IR (LCAs, LCIs, CRIs, Debêntures Isentas) e ativos de crédito mais estruturados (Fundos de Crédito, FIDCs) na composição da carteira. Porém, lembramos que não é saudável um portfólio composto somente de risco de crédito. Os títulos isentos são normalmente carregados na curva e podem não ter um bom preço de saída na hora que o cliente deseja, e como o nome já diz, o cliente não tem risco de mercado, mas tem risco de principal (crédito). Cremos que um portfólio bem balanceado entre diversas classes de ativos, com o correto *mix* entre risco soberano, risco de crédito e risco de mercado, e no atual momento privilegiando-se a liquidez e o conservadorismo, é o mais adequado para mais quatro anos que prometem ser bem difíceis.