

SUMÁRIO

MUNDO

Alívio para os emergentes

MERCADO

Antecipação do 2º turno.

BRASIL

Segurando as expectativas.

Depois da tempestade: Terra à vista!

*“O candidato atingiu uma das vitórias políticas mais improváveis na história moderna do país, apesar de uma série de controvérsias que têm causado, políticas extremas; críticas à ambos os lados do corredor, registros de comportamento racista e sexista e falta de experiência política”
(The Guardian, sobre a vitória do Trump)*



Fonte: José Cruz/Agência Brasil

Fim do 1º turno! Com 46% dos votos válidos, o candidato Jair Bolsonaro sai como o grande vencedor dessa eleição. Não só alavancou as chances de se sagrar o novo presidente do Brasil, como seu partido (o outrora nanico PSL) elegeu 52 deputados federais, se tornando, da noite para o dia, a 2ª maior bancada da câmara de deputados.

Aliás, a grande novidade dessa eleição foi a sinalização clara da população de que realmente anseia por mudanças. O índice de renovação no congresso federal foi o maior desde 1990, com 60% dos cargos sendo renovados. No senado a guinada foi ainda maior: Dos 54 assentos que estavam disponíveis (no total são 81) apenas 8 foram ocupados por candidatos reeleitos. Velhos e novos caciques da política foram quase todos afastados, dando lugar a um congresso majoritariamente novo e bem diversificado.

Quem mais sofreu nessa disputa foram os grandes partidos de centro que perderam espaço: MDB e PSDB. DEM, PR e tantos outros partidos, que também ocupavam o bloco do “meio-de-campo”, saíram prejudicados. O PT continua tendo o maior número de deputados eleitos na câmara, mas a esquerda como um todo também foi reduzida. O bloco formado por PT, PCdoB, PSOL, PDT e PSB ficou com 130 cadeiras, cerca de 25% da câmara.

O resultado desse 1º turno deixou o mercado eufórico, dado que a maioria no congresso aumenta muito a chance da aprovação das necessárias reformas que, sem dúvida nenhuma, serão o maior desafio do próximo presidente. Associado a isso, o primeiro discurso pós 1º turno do Bolsonaro, ao lado de Paulo Guedes, foi visto como um sinal claro de foco no lado econômico, aumentando as chances de um cenário de ajuste fiscal.

Sabemos que o jogo ainda não acabou, mas atribuímos uma probabilidade de cerca de 85% para que o 1º colocado saia vencedor dessa disputa. Vale mencionar que, pela análise puramente eleitoral, a chance de eleição de Jair Bolsonaro é de mais de 95%, em todos os cenários de migração de votos. Mas, como sabemos, no Brasil o número de cisnes negros (chance de eventos não esperados ocorrerem) é maior do que no resto do mundo e temos sempre que estar preparados para todos os cenários.

Em termos de possibilidades, ainda que os dois candidatos tenham sinalizado com discursos mais brandos na entrada do 2º turno, o posicionamento no teor de cenário econômico continua sendo diametralmente oposto. Para ambos os candidatos o desafio será gigante, com o limite do teto-dos-gastos funcionando como uma bomba relógio, o novo candidato deverá aprovar uma agenda de mudanças ainda nos primeiros seis meses. Mas, além de já ter se colocado contra o teto dos gastos e outras reformas, o candidato do PT, se eleito terá muita dificuldade em aprovar qualquer medida.

Para derrubar, ou alterar, a EC 95 (emenda constitucional do teto dos gastos), são precisos 2/3 dos votos da câmara e do Senado, e o PT não tem como conseguir isso, sem mudar sua estratégia. Ou seja, os dados definitivamente não estão jogando a favor desse candidato, que, caso eleito, corre o sério risco de passar por um processo de *impeachment*, ou jogar contra a sua própria agenda eleitoral. Nesse caso, o cenário ficou ainda mais difícil para Haddad. Mas vamos focar naquele que tem 85% de chance de ganhar.

O desafio de Jair Bolsonaro também não será pequeno (para detalhes dos desafios de cada candidato recomendamos a leitura do nosso editorial especial sobre a parte fiscal enviado semana passada), mas tendo conseguido eleger 52 deputados da sua bancada a situação política é outra. Para entender o que está sendo precificado pelos mercados nesse momento pós-eleitoral, precisamos fazer uma pequena retrospectiva do que vivemos até agora e, separar os ruídos e a euforia dos preços.

O ano de 2018 começou com um sentimento bastante otimista, tanto no cenário externo quanto no cenário local. No cenário externo tínhamos os países desenvolvidos como EUA e Europa com crescimento acelerado, acima do PIB potencial e da média histórica. Os temores de um estouro da bolha na China também foram afastados e as portas estavam abertas para um novo ciclo virtuoso de crescimento para a economia global. Esse cenário é sempre favorável para países exportadores de *commodities* como o Brasil, o que ajudava a sustentar nossa visão otimista.

No Brasil tínhamos ainda um contexto de inflação controlada, retomada do crescimento e do crédito. As empresas já haviam feito a sua lição de casa, reduzindo custos, melhorando a eficiência e aumentando suas margens. Os dois pilares acima, mundo em crescimento acelerado e a economia brasileira se recuperando, ainda que lentamente, desenhavam o cenário perfeito para um posicionamento de longo prazo em bolsa.

No mês de fevereiro, porém, tivemos eventos que mudaram um pouco a visão do cenário externo. Um único dado mais forte de inflação salarial nos Estados Unidos mudou um pouco o humor internacional, o qual começou a precificar um risco de superaquecimento da economia americana, que levaria a uma fuga de capitais dos países emergentes. Ao mesmo tempo, os dados de crescimento da Europa enfraqueceram um pouco. Logo em seguida, vieram as medidas de protecionismo (guerra comercial) levadas a cabo pelo presidente Donald Trump que bagunçaram as perspectivas do cenário internacional.

No decorrer do ano, a política de "poucos-amigos" do presidente Donald Trump ficou ainda mais clara e um desacordo com Irã, seguido de um estresse cambial na Argentina, deram gatilho a uma crise das moedas nos países emergentes. Isso acabou levando a alta do preço do petróleo, disparada do dólar x real e culminou na greve dos caminhoneiros no Brasil, o que trouxe um forte stress ao mercado local. Em agosto, ainda tivemos a crise da Turquia, que levou a uma forte desvalorização da lira turca e a uma aversão generalizada às moedas emergentes.

No meio disso tudo, ainda tínhamos a disputa eleitoral. Fazendo o *re-cap* do nosso cenário, acreditávamos que os candidatos de centro direita e pró-reformas deveriam crescer nas pesquisas ao longo do ano, uma vez que contariam com mais exposição na TV. E, os eleitores, como estavam machucados pela crise financeira, ficaram ansiosos por mudanças. Adicionalmente, a não decolagem do candidato Geraldo Alckmin deixou o mercado bastante apreensivo com o resultado das pesquisas.

Todos os fatores acima contribuíram para que os meses de maio e junho desse ano fossem os piores da série histórica para muitos ativos brasileiros. Curiosamente, muitas carteiras tiveram resultados piores do que os da crise de 2008, ou ainda da fase pré-*impeachment*. Batemos o pé de que mesmo que as coisas estivessem ruins, não fazia sentido o nível de *stress* que estávamos observando no mercado. Mantivemos o nosso posicionamento: as coisas estavam ruins, mas já estivemos

piores e os preços nos pareciam atrativos.

Em 4 de setembro, às vésperas da facada no candidato Bolsonaro, o CDS brasileiro de 5 anos (principal índice de risco país) subia cerca de 90% no ano. No mesmo período, a bolsa brasileira batia as mínimas do ano e o dólar superava o teto de R\$4,20. Em menos de 1 mês tudo isso mudou!

O dólar foi o primeiro ativo a ceder. O Banco Central da Turquia agiu, subindo para 24% a sua taxa de juros (anteriormente em 17,75%). O FMI (Fundo Monetário Internacional) veio em socorro da Argentina, antecipando parte do pacote de ajuda, o que conteve a forte desvalorização do peso.

O mundo acordou para o forte impacto no preço dos ativos de países emergentes e, o dinheiro do investidor estrangeiro começou a voltar para essa classe de ativos, inclusive para o Brasil. Com a desvalorização de 25% em dólar, o EWZ (ETF da Bovespa negociado em NY) era o ativo com pior performance do ano (entre os mais líquidos). De meados de Setembro para cá esse ativo já recuperou quase toda essa perda.

A guerra comercial também passou pelos seus piores momentos ao longo dessas últimas semanas. Uma delegação chinesa de 9 pessoas esteve em Washington por uma semana, sem que a equipe de Trump desse nenhuma sinalização positiva para a negociação com os mesmos. Pelo contrário, logo após a volta da comitiva, aumentou a taxa de importação sobre mais de 200 bilhões de dólares de produtos chineses. A China respondeu logo em seguida, endurecendo o discurso, o que levou a um pessimismo acentuado do mercado em relação ao crescimento global.

Novamente, os ventos mudaram e o início de outubro trouxe a boa notícia de um novo acordo entre os países da América do Norte. Depois de tentar, sem sucesso, fechar uma renegociação do acordo do NAFTA (tratado dos países norte-americanos), o Canadá deu uma sinalização positiva e um novo acordo foi fechado (menos duro do que o inicialmente proposto). Diferente do anterior, a sigla deste novo acordo em inglês, traz a inicial de cada país, nessa ordem: USMCA. De forma resumida, não está sendo fácil negociar com a maior potência do mundo.

Apesar da calma, de todos os fatores de risco inicialmente apontados, o mais difícil de prever as consequências é justamente a guerra comercial. Depois do USMCA, os mercados passaram a precificar um entendimento futuro entre EUA e China, provavelmente após as eleições americanas, que ocorrerão em novembro.

Ainda nos riscos globais, a aceleração dos Estados Unidos que era considerado um fator já controlado, voltou a chamar a atenção neste início de mês. Os novos dados de inflação ao consumidor (CPI) e desemprego levaram o presidente do Banco Central americano (FED), Jerome Powell, a fazer uma declaração afirmando que existe a possibilidade de um aumento adicional da taxa de juros americana no futuro para conter a inflação. Já estão previstas mais uma alta ainda esse ano e três no ano que vem, o que levou a *treasury* americana de 10 anos a ser negociada nas máximas dos últimos 7 anos (acima de 3,20%).

Para a nossa sorte, esses dados vieram na semana pré-eleitoral onde as pesquisas começaram a precificar a possibilidade de Jair Bolsonaro ganhar no 1º turno. Após a frustração inicial com Geraldo Alckmin, o mercado colou no candidato viável mais alinhado com a possibilidade de reformas e, a bolsa viu um verdadeiro rali nos últimos dias pré 1º turno, testando o patamar de 85mil pontos na quinta-feira do dia 4 de outubro. Exatamente 1 mês depois do pico de stress, o CDS de 5 anos passou a ser negociado com alta de 50%, ao invés dos 90% do mês passado.

Passado o 1º turno e com o cenário eleitoral praticamente definido, o mercado assume um novo patamar. A bolsa brasileira chegou a subir 6,50% na manhã da segunda-feira (08/10/2018) e fechou o dia acima dos 86 mil pontos (com valorização de 4,5%). Não

por acaso, logo abaixo da máxima do ano atingida em Fevereiro (87.652 pontos).

Essa é exatamente a nossa visão, voltamos ao mesmo cenário que estávamos no começo do ano, antes da greve dos caminhoneiros. A bolsa oscilando entre 85mil e 87mil pontos, os juros precificando uma Selic de 8,50%a.a. no final de 2019 e, as NTN-Bs (títulos públicos indexados à inflação) entre 5,50%a.a. e 5,75%a.a.

Os desafios para o país ainda são grandes, mas voltamos a ter perspectivas de votação de reformas estruturais para o país, mantendo a inflação controlada e uma taxa de juros abaixo de dois dígitos por um período prolongado. Essas variáveis por si só podem levar o país a um novo patamar. O mercado deve observar com atenção nas próximas semanas a montagem das equipes, as negociações ao lado das reformas e a evolução das pesquisas eleitorais. Confirmado o cenário atual, podemos ter uma nova onda de melhora no preço dos ativos.

Entre as previsões do início do ano, a única variável que de fato se descolou do seu patamar inicial foi o dólar. As mudanças no cenário internacional não devem ser revertidas no curto prazo e, com isso, as perspectivas para as moedas dos países emergentes, não são tão positivas quanto para as outras classes de ativos.

Nosso cenário é de um dólar oscilando entre R\$3,70 e R\$4,00 dependendo das notícias do exterior. Mas, nada impede que, com a melhora das perspectivas locais, o Real volte a se valorizar e opere mais próximo de R\$3,50. Com isso, estamos reduzindo nossa recomendação de hedge cambial, ainda que o cenário não esteja definido e a exposição de parte da carteira seja saudável.

Para o restante, mantemos nosso posicionalmente de todo o ano. Otimista com cautela para a maior parte das classes de ativos. Manteremos as proteções até a definição de 2º turno, a qual deve trazer uma diminuição da atual volatilidade e, um cenário mais claro para o longo prazo.

Estratégia em Destaque

Voltaremos com a estratégia em destaque na próxima carta.

BRASIL	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
CRÉDITO HIGH YIELD				●	
CRÉDITO HIGH GRADE				●	
RENDA FIXA PÓS		●			
RENDA FIXA PRÉ				●	
RENDA FIXA IPCA			●		
MULTIMERCADO				●	
AÇÕES				●	
MERCADO IMOBILIÁRIO			●		

GLOBAL	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
AÇÕES EUA			●		
AÇÕES EUROPA				●	
AÇÕES JAPÃO			●		
AÇÕES EMERGENTES		●			
CRÉDITO INVESTMENT GRADE		●			
CRÉDITO HIGH YIELD			●		
CRÉDITO EMERGENTES				●	
TÍTULOS SOBERANOS	●				
RENDA FIXA (LIVRE)			●		
COMMODITIES			●		
HEDGE FUNDS					●
REAL ESTATE			●		

MOEDAS	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
USD (Dólar x Cesta)				●	
EUR (Euro x Dólar)			●		
JPY (Iene x Dólar)			●		
BRL (Real x Dólar)			●		

PROTEÇÃO	SEM	COM
HEDGE		●