

**CARTA DEZEMBRO 2017**

26 dezembro 2017

***The future ain't what it used to be***<sup>1</sup>

Há como ficar igual ou até melhor?

Apesar das repetidas confusões e trapalhadas de Trump, riscos políticos sobre disputas comerciais, guerra potencial com a Coreia do Norte, e a repentina ruptura na Arábia Saudita, as bolsas globais estremeeceram apenas de forma momentânea. A volatilidade é a menor em meio século, os lucros têm aumentado significativamente nos países desenvolvidos graças ao crescimento econômico sincronizado, e as taxas de juros continuam baixas ao redor do mundo.

Pesquisa recente de uma grande casa global revelou que um pouco menos da metade dos gestores de fundo acham que ações estão sobrevalorizadas, um recorde, mas quase o mesmo percentual possui alocação acima do normal nas bolsas. A incoerência pode ser racionalizada pelo maior otimismo em relação à economia global – onde, exclusive choques externos, não se espera desaceleração - e, principalmente, porque as preocupações são muito maiores com o mercado de *bonds*, onde a grande maioria acredita estar sobrevalorizado.

A questão é se as condições atuais – taxas de juros, que têm estado em declínio por um período considerável de tempo, e inflação baixa – que neste ano, nos EUA, foi descrito por Janet Yellen um “mistério”, e no Japão e na Zona do Euro permanece inferior à meta - permanecerão. Entre os motivos de longo prazo ou seculares, podemos facilmente pensar no *savings glut* ou o baixo crescimento da produtividade.

Os juros baixos eventualmente subirão, mas provavelmente não de imediato. Adicionalmente, muitos não veem motivos para o aumento da inflação e, portanto, para as taxas dos *bonds* subirem. Por outro lado, com o FED em curso para aumentar as taxas de juros e reduzir seu balanço, investidores precisam considerar que o excesso de liquidez irá diminuir ao longo de 2018. Isso não necessariamente significa sair do mercado, mas sim esperar retornos abaixo da média.

---

<sup>1</sup> *Lawrence Peter “Yogi” Berra (1925-2015), norte-americano, foi jogador, e mais tarde treinador, de baseball. Jogou 19 temporadas na Major League Baseball (MLB), foi 18 vezes All-Star, e venceu 10 campeonatos World Series, mais que qualquer jogador na história da MLB. Ele ficou conhecido por suas declarações paradoxais e pelo uso de uma palavra errada no lugar de outra com som similar (e.g. humility/humidity, e depth/breath. Todas as citações desta carta são de Yogi Berra.*

O adiamento da votação da Reforma da Previdência para fevereiro de 2018, mas com chances para 2019, combinado às incertezas sobre a corrida presidencial na qual, embora de forma ainda bastante prematura, os dois candidatos favoritos têm apelos mais populistas, nos tornam mais vulneráveis às condições de liquidez dos mercados globais. O próximo ano será de grandes emoções.

### ***It ain't the heat, it's the humility***

A ata da última reunião do Copom revela que há espaço para pelo menos mais um corte de 25 bps em fevereiro de 2018. A trajetória de inflação tem sido favorável: (i) deflação dos preços dos alimentos, que causou alívio de 2,2 pontos percentuais na inflação e mais do que compensou os aumentos dos preços administrados; (ii) queda da taxa de câmbio; (iii) ociosidade elevada; e (iv) baixa inércia.

Há, no entanto, analistas que avaliam que a combinação recente dos fatores dificilmente será replicada, e que a taxa Selic poderá não permanecer baixa por muito tempo. Consideram que poderá haver: (i) maior apetite por alimentos, pois a renda das famílias continuará a subir; atenção para os preços de alimentação tanto dentro quanto fora de casa; (ii) rápida ocupação da ociosidade e, portanto aumento dos preços industriais, como consequência do bom desempenho da atividade no curto prazo; (iii) aumento da tarifa de energia elétrica se as condições hidrológicas se provarem desfavoráveis; (iv) diminuição do apetite dos estrangeiros por ativos brasileiros de renda fixa por causa da própria redução da taxa de juros; e (v) elevação dos preços das commodities, em função do crescimento global sincronizado, que embora positivo para o Brasil, tende a trazer riscos de aperto monetário (moderado mas contínuo), especialmente nos EUA, o que também significará menor liquidez e reflexo negativo sobre o câmbio; e (vi) redução do apetite dos estrangeiros

O adiamento da votação da Reforma da Previdência e as incertezas eleitorais, especialmente se os candidatos que, por ora lideram as pesquisas, não se mostrarem comprometidos com a agenda fiscal também tendem a dificultar as decisões do Banco Central.

### ***It's pretty far, but it doesn't seem like it***

Embora a pesquisas de intenção de voto não sejam relevantes nesta fase, têm ganhado muita atenção, pois a questão da sucessão presidencial foi antecipada. No momento, Lula e Bolsonaro, os polos que atraem e polarizam, lideram a disputa.

A primeira pergunta é se Lula será candidato. Embora Lula conte com o eleitor cativo do PT, a resiliência de sua popularidade e a máquina unida do partido, sua candidatura é incerta pois não se sabe se será impedido pela Justiça. Com isso, partidos tradicionalmente aliados ao PT já lançaram candidatos próprios, e.g. Ciro Gomes (PDT) e Manuela D'Avila (PCD do B)

Mas talvez a pergunta mais importante é saber o que prevalecerá: a frustração do eleitor com os partidos e políticos tradicionais ou a máquina partidária corroída pelas denúncias de corrupção?

A rejeição ao trabalho do Congresso atingiu recentemente desaprovação recorde de 60%, de acordo com o Datafolha, que realiza essa pesquisa desde 1993. Marina Silva (Rede) e João Amoedo (Novo) são candidatos que apostam que a desilusão do eleitor e que o poder e abrangência das redes sociais podem fazer a diferença.

Ao mesmo tempo, há analistas que consideram que candidatos com apelos mais populistas se beneficiem com a desilusão da sociedade com a atual classe política. Associam esse sentimento à disputa presidencial de 1989 quando, eleitores cansados dos sucessivos fracassos dos planos econômicos e quadro de hiperinflação, elegeram um *outsider* - Collor, O Caçador de Marajás.

Há quem, por outro lado, corretamente chame a atenção para o fato de que aquela eleição foi “solteira”, i.e. apenas para Presidência, enquanto que a de 2018 será “casada”, i.e. Presidente, Governadores, Senadores, Deputados Federais e Estaduais, o que tende a favorecer as alianças e as máquinas partidárias. Caso esta análise prevaleça, os candidatos, governo ou oposição, terão como objetivo buscar estrutura partidária e coligações, mesmo as que não fazem sentido.

As eleições de 2002 por um lado conta com alguns aspectos similares aos de 1989. As pesadas críticas ao modelo econômico e ao legado na área social, que Lula fez durante a campanha presidencial, surtiram efeitos sobre a sociedade que buscava mudança porque estava cansada de esperar pelo crescimento após oito anos de Plano Real.

Por outro, o petista chegou ao cargo conservador. O discurso de conciliação e de negociação conquistou apoios importantes, como a de parte do PMDB. Com a escolha do empresário José Alencar para ser vice na chapa deu à Lula aproximação com setores conservadores e a classe empresarial.

### ***We made too many wrong mistakes***

Houve uma sucessão de erros em relação à votação da Reforma da Previdência ainda para o final deste ano. O primeiro foi Temer acreditar que, após derrubar as duas denúncias da PGR na Câmara, achar que seria capaz de aprovar qualquer pauta no Congresso. Os eventos são distintos: há quem apoiou Temer mas é contra a reforma e vice-versa. O segundo, confiar na base aliada, com os instrumentos já esgotados após as denúncias. E, por fim, reconhecer que não havia quórum e tempo hábil para submeter à plenária da Câmara. O adiamento da votação da reforma aumenta o preço da aprovação em 2018 e pode se esperar mais alguma desidratação da proposta original.

Entretanto, a postergação permite que a discussão continue viva junto ao mercado financeiro e às agências de classificação de risco. Adicionalmente, o esforço do governo ao conseguir o comprometimento do PMDB, DEM, PTB e PPS e, conseqüentemente, constranger o PSDB, pode resultar numa coalizão de centro, reunir os partidos aliados em torno de um candidato que pode ter 40% do tempo de televisão e amplo apoio pelo País.

### ***When you come to a fork in the road, take it***

Alckmin (PSDB), se candidato, pode ser o grande beneficiário, tanto do medo da polarização entre Lula e Bolsonaro, quanto se Lula não se candidatar, pois com isso acaba o discurso anti-Lula. Para conseguir o apoio do PMDB, Alckmin precisa casar com o PMDB. Entretanto, por ora, busca distância, pois o apoio de Temer e de seu governo, e do partido pode desgastá-lo. No entanto, ter o melhor dos dois mundos – casamento onde cada cônjuge mora em uma casa – nem sempre dá certo.

E o caminho do PSDB não é fácil, a não ser que a máquina tucana se una em torno (provavelmente) de Alckmin. Se por um lado o atual Governador de São Paulo cresceu nas últimas eleições municipais. Aumentou a capilaridade do partido e a dominância em São Paulo (que pode ser reforçada se o Prefeito Dória for o candidato ao governo do estado), por outro, a formação de coligações não segue de forma natural – o próprio PSB de seu vice Marcio França parece preferir apoio o PT.

Enquanto as pesquisas dão vantagem ao Bolsonaro e não se sabe se Lula será candidato, o caminho do centro tem muito espaço. Ainda, as chances maiores sejam do candidato que conseguir máquina partidária, apoio político e tempo de TV.



rua hungria 1240 5º andar  
tel +5511 3010.3234 cep 01455-00  
são paulo sp brasil  
[www.garinvestimentos.com.br](http://www.garinvestimentos.com.br)