



LOYALL

Carta Loyall 1

Setembro 2018

Sumário

Resumo	3
Bolsonaro ganharia no primeiro turno?.....	4
Eleição presidencial: retrato da situação atual.....	5
A bolsa brasileira está realmente muito descontada?	6
A influência do cenário externo	7
Como investir com essa incerteza toda?.....	8

Resumo

A eleição presidencial está chegando e as últimas pesquisas mostram total indefinição: Bolsonaro iria para o segundo turno contra Alckmin, Ciro, Haddad ou Marina, os quatro tecnicamente empatados no Ibope e no Datafolha. No segundo turno, Bolsonaro perderia para quase todos os outros candidatos devido sua alta rejeição.

Como os candidatos possuem perfis ideológicos para todos os gostos e o resultado é quase impossível de prever com o conjunto informacional disponível, cria-se uma sensação de insegurança no mercado. Se o candidato eleito conseguir aprovar as reformas, a bolsa brasileira vai subir e o dólar e os juros dos títulos vão cair. Caso não consiga, o resultado dos ativos será ruim.

No exterior, a redução da liquidez global tem penalizado os ativos dos países emergentes com setor externo mais frágil. Em agosto, o Dólar Americano subiu contra a Lira Turca e o Peso Argentino aproximadamente 25%, contaminando outros emergentes como o Rublo da Rússia (RUB/US\$ +7,3%) e o Real do Brasil (R\$/US\$ +7,3%), que têm um setor externo mais robusto.

Com a alta do dólar, as taxas dos títulos brasileiros também subiram, penalizando o retorno mensal desses ativos. Dentre os principais índices de ações, somente o S&P500 subiu em agosto (S&P500 +3%, Ibovespa -3,2%, Euro Stoxx50 -3,76%, Hong Kong Hang Seng -2,4%).

A parte boa desse ambiente de incerteza alta é que aumenta a chance de se encontrar alguns exageros e distorções nos preços do mercado, que devem ser apreciadas com moderação, ou seja, com posições pequenas.

Gostamos dos títulos que pagam juros nominais e juros reais, com vencimentos mais curtos, e que estão embutindo uma trajetória de altas de Selic que nos parece exagerada dado a grande ociosidade da economia (alto desemprego e alta capacidade ociosa da indústria).

Na linha das distorções, o real sofre mais que os pares nesse ano, apesar dos sólidos fundamentos do setor externo. Por outro lado, o Ibovespa está muito resiliente, mesmo com as bolsas da China/Hong Kong caindo bastante no ano. Assim, nos parece que existe uma distorção na relação entre os preços da bolsa (caiu menos do que deveria) e do dólar (subiu mais do que deveria).

A economia dos EUA continua mostrando sinais de força, sem pressão inflacionária, o que permite o Fed elevar os juros bem lentamente. Esse ambiente é favorável para nossa posição em ações americanas e avaliamos que o risco de altas mais fortes nos juros ainda é baixo.

“No exterior, a redução da liquidez global tem penalizado os ativos dos países emergentes com setor externo mais frágil.”

Bolsonaro ganharia no primeiro turno?

No dia 6 de agosto, Jair Bolsonaro levou uma facada durante um ato de campanha. Será que um possível efeito comoção, semelhante ao que aconteceu em 2014, após a morte de Eduardo Campos em um acidente aéreo, pode levar o líder das pesquisas à vitória no primeiro turno?

Marina, vice de Campos, ganhou 24 pontos percentuais na intenção de voto, em três semanas, segundo o Datafolha. Os indecisos saíram de 54% para 30%, queda de 24 pontos percentuais, o mesmo número que Marina ganhou. Brancos e nulos caíram de 8% para 6%. Os outros principais candidatos, Dilma e Aécio, também cresceram na intenção de voto. Hoje, indecisos são 7% contra 54% em 2014, brancos e nulos somam 17% (média Ibope e Datafolha) contra 8% em 2014.

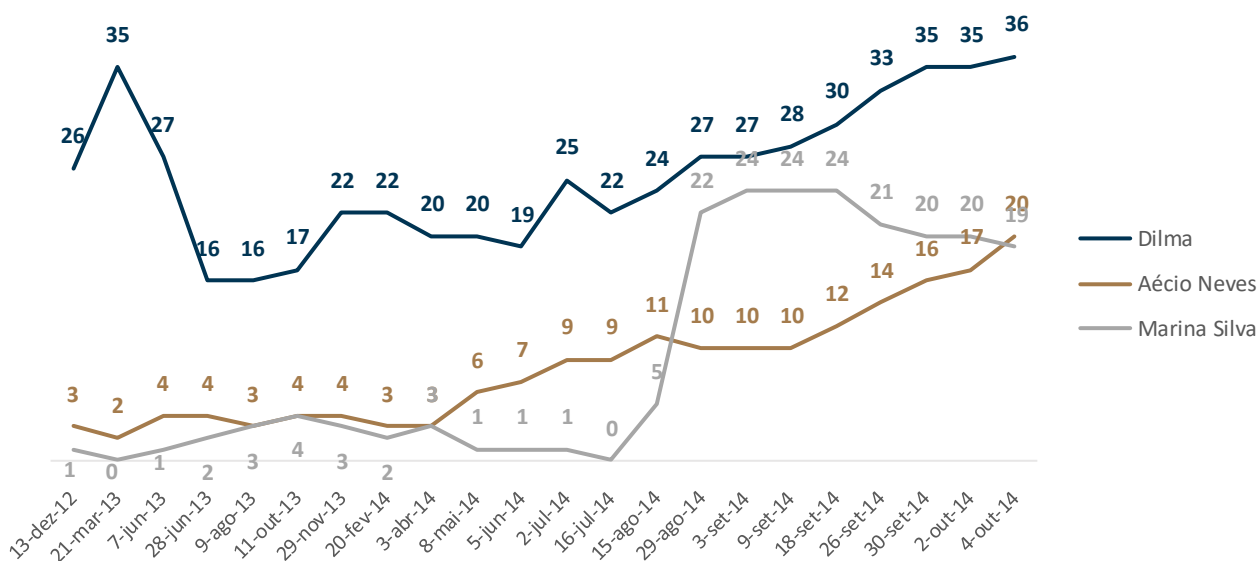


Gráfico 1 – intenção de voto Datafolha 2014 .

O que precisaria acontecer para Bolsonaro ganhar no primeiro turno? Angariar 100% dos indecisos, brancos e nulos, que somaria 49% dos votos válidos na média entre Ibope e Datafolha, mais alguma migração de votos de outros candidatos, o que hoje parece difícil de acontecer.

Como agravante, alguns analistas políticos já começam a aventar a possibilidade de a hospitalização ser negativa para Bolsonaro, pois ele não está fazendo campanha. As próximas pesquisas serão importantes para avaliar a evolução do cenário eleitoral.

Pesquisa	Bolsonaro	Ciro	Marina	Alckmin	Haddad	Outros	Brancos e Nulos	Indecisos
Intenção de Voto Estimada								
Datafolha 10/set/18	24	13	11	10	9	11	15	7
Ibope 8-10/set/18	26	11	9	9	8	11	19	7
Média	25	12	10	9,5	8,5	11	17	7
% Votos Válidos	30%	14%	12%	11%	10%	13%		8%
Simulação: Bolsonaro + Indecisos + Brancos e Nulos								
Intenção de voto	49	12	10	9,5	8,5	11	0	0
% Votos Válidos	49%	12%	10%	10%	9%	11%		0%

Eleição presidencial: retrato da situação atual

As pesquisas mais recentes mostram uma grande chance do Bolsonaro ir para o 2º turno contra Alckmin, Ciro, Haddad ou Marina – estatisticamente, a chance de cada um dos quatro ir para o 2º turno é muito próxima. Nas próximas semanas conseguiremos avaliar os impactos das campanhas no rádio e TV, da formalização de Haddad como candidato, e da hospitalização de Bolsonaro.

Bolsonaro é o líder das pesquisas pois é visto como uma pessoa fora do establishment, como a esperança de uma nova política, como voto de protesto e por seu discurso acessível sobre assuntos de interesse da população. Porém, possui alto índice de rejeição por seu estilo truculento e é pouco competitivo nas simulações de 2º turno. Seu time econômico ortodoxo agrada o mercado, mas há dúvidas em relação à sua capacidade política para implementar as reformas.

“Acertar o resultado das eleições hoje é quase impossível. Isso cria uma sensação de insegurança no mercado e mantém os preços dos ativos com alta volatilidade.”

Alckmin é o nome que o mercado mais gosta pois é político testado, mais moderado. Com uma equipe econômica ortodoxa, teria mais facilidade para aprovar as reformas. Assim, o mercado entende que o Brasil retomaria o crescimento econômico, com inflação controlada, queda do desemprego e melhora das contas públicas. É o cenário em que os ativos brasileiros teriam o maior potencial de ganhos, principalmente as ações. No entanto, ele ainda não deslanchou nas pesquisas.

Ciro, que está ganhando pontos nas intenções de voto, tem grande capacidade de articulação e reconhece o problema fiscal do Brasil. Apesar disso, põe medo em diversos participantes do mercado pelo discurso mais radical. Como o país está vulnerável e ainda não se recuperou da última crise, não possui “gordura” para queimar com experimentos de política econômica. Portanto, esse seria um cenário ruim para os ativos brasileiros.

Haddad, que tem ganhado votos não agrada o mercado pelo histórico do PT que, com sua política econômica heterodoxa, colocou o país na pior recessão da história e fez a dívida/PIB crescer para níveis alarmantes. Apesar de reconhecer a necessidade de reformas, também tem viés heterodoxo. Na comparação com Ciro, pesa a seu favor o fato de o próprio PT ter tentado implementar reformas com caráter ortodoxo no início do segundo governo Dilma (Joaquim Levy foi o ministro da Fazenda), o que não se concretizou devido à acusação de estelionato eleitoral.

Marina acena com um time econômico ortodoxo, que conforta o mercado, mas tem viés ideológico de esquerda. Além disso, existe a dúvida sobre sua capacidade de articulação política. Nas recentes simulações de 2º turno é competitiva, mas tem perdido intenção de voto no 1º turno.

Acertar o resultado das eleições hoje é quase impossível. Isso cria uma sensação de insegurança no mercado e mantém os preços dos ativos com alta volatilidade.

A bolsa brasileira está realmente muito descontada?

Em 2018, as ações brasileiras negociadas em dólar na bolsa de NY (ETF iShares MSCI Brazil) caem 21,5% no ano versus 11,5% de queda das ações de mercados emergentes (ETF MSCI Emerging Markets). Esse desempenho pior do mercado nacional pode fazer o investidor crer que existe um grande pessimismo eleitoral embutido nos preços das ações brasileiras.

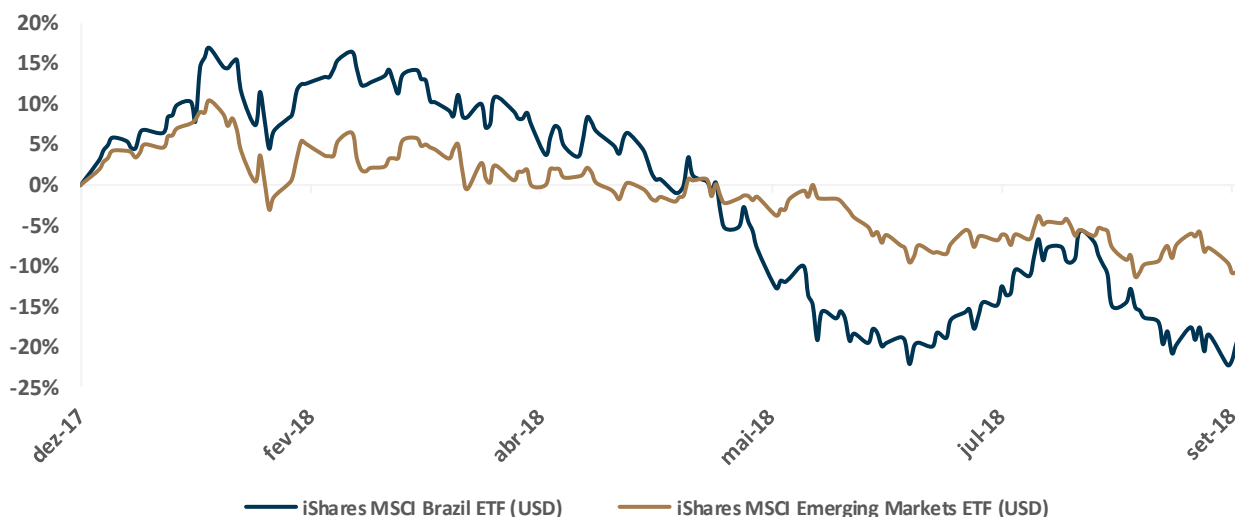


Gráfico 2 – desempenho acumulado no ano das ações brasileiras e de emergentes em NY

Discordamos dessa conclusão. Ao fazer uma análise mais detalhada e quebrar o desempenho do ETF em variação das ações em moeda local e variação cambial, o resultado aponta para uma performance das ações brasileiras em linha com os outros países emergentes – o que destoia é a variação do dólar contra o real, conforme tabela abaixo.

País	Bolsa em Moeda Local ¹	2018	Moeda vs Dólar ¹	2018
Brasil	Ibovespa	-1,67%	Real	-20,26%
China	CSI 300	-19,71%	Renminbi	-4,95%
México	S&P BMV	-0,20%	Peso	3,69%
Coréia	KOSPI	-7,35%	Won	-4,62%
África do Sul	FTSE/JSE	-5,39%	Rand	-16,04%
Índia	S&P BSE	10,75%	Rupia	-11,51%
Taiwan	TAIEX	0,79%	Dólar Taiwan	-3,26%

“O mercado não parece embutir nenhuma euforia nem pessimismo exagerado no preço das ações brasileiras – o que parece mais fora do lugar é o dólar. Mas nada acontece por acaso.”

¹ Dados atualizados em 12/09/2018

A influência do cenário externo

“Se o novo governo conseguir aprovar as reformas necessárias, o Brasil deverá acompanhar o crescimento global mais robusto”

O crescimento econômico global está robusto. Os EUA estão liderando a melhora nos países desenvolvidos, o que deve continuar favorecendo o crescimento de lucros das empresas e a alta do S&P500, enquanto a inflação continua sob controle do Banco Central (BC) dos EUA (Fed).

Essa melhor atividade econômica pede uma redução de estímulos econômicos. O Fed deve continuar subindo os juros gradualmente e reduzindo seu balanço de ativos. Os BCs da Europa e do Japão também devem caminhar nesse sentido. Assim, os *bonds* dos países desenvolvidos estão mais vulneráveis pois os juros dos títulos não refletem todas as altas de juros futuras.

Os países emergentes dependentes da liquidez externa estão sendo penalizados com a alta dos juros e a redução da liquidez global. Aqueles com alto déficit de conta corrente (Argentina, Turquia e África do Sul), dependentes de recursos externos, estão sendo obrigados a pagar juros mais caros no mercado internacional e suas moedas estão depreciando.

Já os países com setor externo mais ajustado e dívida baixa, como México e Rússia, devem se beneficiar do ambiente de maior crescimento global nos próximos anos. Como o mundo é interconectado, quando a maioria dos países cresce, é criado um círculo virtuoso, no qual o crescimento de um país puxa o do outro através da corrente de comércio. A guerra comercial em curso é um fator negativo, mas não deve mudar a tendência positiva.

Já o Brasil tem um setor externo forte (reduziu para próximo de zero o déficit de conta corrente, tem dívida externa muito pequena e US\$380bi de reservas internacionais), mas uma dívida/PIB alta. A luz no fim do túnel é que os principais candidatos reconhecem a necessidade de reforma da previdência e ajuste fiscal — o que muda nas propostas é a intensidade dos ajustes. Um governo de extrema direita ou extrema esquerda deve ter mais dificuldades de aprovar seus planos do que um governo de centro pois o Congresso é mais moderado.

Se o novo governo conseguir aprovar as reformas necessárias, o Brasil voltará a crescer, com inflação e juro real abaixo das médias históricas. Isso devido à grande ociosidade da indústria e do alto desemprego. Esse cenário é muito bom para os ativos brasileiros.

No caso de dificuldades para aprovar reformas, o mercado reagirá aos efeitos negativos advindos da redução da liquidez global. Nesse caso, o tamanho da dívida pública vai novamente chamar a atenção, mesmo o Brasil já tendo feito o ajuste nas contas externas. Com isso, os ativos brasileiros mais arriscados (moeda, bolsa e juros nominais longos) irão sofrer.

Como investir com essa incerteza toda?

Posicionar o portfólio nesse cenário de grande incerteza é um desafio que pode ser muito recompensador. Afinal, são nesses momentos que as distorções acontecem e as oportunidades aparecem. Porém, as posições precisam ser pequenas para não correr riscos exagerados, pois as oscilações nos preços dos ativos ficam acima do normal.

Recentemente, a bolsa caiu, o real desvalorizou e os juros dos títulos brasileiros subiram devido à um movimento global de fuga de ativos emergentes, e também à incerteza com as eleições.

Na parcela local dos portfólios, estamos buscando exageros em ativos que possuem menor influência eleitoral e estão mais atrelados aos fundamentos da economia.

Gostamos de aplicar em juros nominais e juros reais (NTN-B) com vencimentos mais curtos, cujas taxas refletem altas na Selic que não são condizentes com a grande ociosidade da economia (alto desemprego e alta capacidade ociosa da indústria). O cenário que justificaria essa quantidade de altas é uma crise cambial, que é pouco provável devido aos bons fundamentos do setor externo. Mesmo no cenário de política econômica heterodoxa, é possível que o Banco Central seja leniente com a inflação e não suba os juros.

Buscando assimetrias entre os diversos mercados, entendemos que a alta do dólar reflete muita incerteza eleitoral, pois foi muito mais intensa contra o real do que contra as moedas dos países com fundamentos semelhantes. Já a bolsa, que está com um desempenho alinhado com os pares, reflete pouca incerteza eleitoral. Se estivermos corretos, essa distorção deve sumir com o tempo.

Na parcela internacional, enquanto a inflação continuar sob controle do Fed, as ações americanas devem continuar surfando um momento positivo, mesmo com a guerra comercial em curso. O risco é de uma inesperada aceleração da inflação, que obrigue o BC americano a subir os juros mais do que o previsto, o que levaria a economia para uma recessão. Temos monitorado o cenário atentamente e, até agora, tudo corre como esperado.

Agradecemos sua atenção e até a próxima!



Av. Horácio Lafer, 160 Conj. 61

Itaim Bibi. São Paulo-SP Brasil

CEP: 04538 080

Tel: 55 11 3074 3540

E-mail: contato@loyall.com.br

www.loyall.com.br