

O Vista Multiestratégia registrou rentabilidade de 0,0% no mês de dezembro e 5,6% no ano.

Dezembro de 2017 marcou o terceiro aniversário da Vista Capital e, no final de janeiro, completaremos 3 anos de gestão do fundo Vista Multiestratégia.

Esse mês a carta está um pouco mais extensa. Aproveitamos o momento para agradecer a confiança dos nossos clientes, avaliar os primeiros anos e compartilhar o que enxergamos para o futuro.

## O fundo

O Vista Multiestratégia nasceu em janeiro de 2015 para ser o único veículo macro dos sócios da Vista Capital e, junto com os demais fundos da casa, abriga parcela relevante de seus patrimônios. O fundo busca retornos absolutos e a principal estratégia consiste em assumir posições direcionais, fundamentadas em teses macroeconômicas de médio e longo prazo.

Não acreditamos na existência de uma estratégia “correta” ou isenta de custos e entendemos que para cada uma (investimentos de curto prazo, arbitragens etc.) há vantagens e desvantagens inerentes. Nossa escolha, ou preferência, é um reflexo das experiências e habilidades do nosso time de gestão.

O custo associado aos investimentos de médio e longo prazo é uma volatilidade maior, especialmente derivada das incertezas de curto prazo. A volatilidade não é um determinante de gestão, sendo mera

consequência do grau de convicção dos investimentos.

A seguir, reapresentamos as 4 principais alocações do fundo ao longo dos 3 anos, as quais refletem nossa estratégia. Na média, cada posição durou 15 meses.

## Os primeiros anos

### Pessimismo com o Brasil

No início do segundo mandato de Dilma em 2015, a tentativa de choque ortodoxo com a liberação dos preços administrados e as iniciativas do ministro Joaquim Levy foram bem recebidas pelos agentes econômicos.

Não obstante as boas intenções, naquele momento, parecia-nos improvável o cumprimento da meta fiscal estabelecida (1,2% de superávit primário). Nossa conta só fecharia com uma recuperação da atividade econômica, além da execução de algumas medidas ambiciosas que precisavam da ajuda do Congresso. O claro final de ciclo econômico, a queda de confiança, o câmbio artificialmente valorizado e um Banco Central sem credibilidade tornavam a tarefa improvável.

Diante do cenário e da preocupação com proteção patrimonial, alocamos boa parte do patrimônio em dólares logo no início do ano.

O primeiro semestre do ano testou nossa convicção e o fundo chegou a sofrer perdas relevantes, ao

passo que os agentes demonstravam confiança no ajuste de Levy. Com a revisão da meta de superávit, ficou clara a derrocada econômica e o real sofreu forte depreciação. Essa posição foi encerrada com os primeiros sinais de instabilidade no cargo da presidente no final de 2015. O fundo terminou o ano com 35,7% de rentabilidade, sendo a posição cambial responsável por boa parte.

#### Otimismo com o Brasil

O cenário se inverteu. Com o afinamento do governo Dilma no início de 2016, os preços dos ativos brasileiros estavam muito desvalorizados e apresentavam retorno esperado muito positivo diante de um (cada vez mais) possível *impeachment*.

Nesse momento, procuramos ativos expostos à mudança de trajetória que se avizinhava. Compramos opções de compra de empresas estatais e aplicamos a curva longa de juros, com foco na queda do prêmio de risco do país.

Novamente nossa tese foi testada no curto prazo por uma queda das *commodities* e a falta de convicção dos agentes no *impeachment* nos primeiros meses do ano.

A troca de governo e de roteiro político e econômico se confirmou e o fundo terminou 2016 com rentabilidade de 41,3%.

#### Argentina

Em paralelo aos acontecimentos domésticos, a vitória de Mauricio Macri marcou o início de um novo período para Argentina. Ao contrário do Brasil, a composição dos ministérios não exigiu fisiologia partidária e a indicação de bons nomes apontou o caminho ortodoxo.

Depois de muitos anos de políticas equivocadas, que levaram a desvalorização dos ativos locais, o novo caminho demonstrava ser uma oportunidade única e adquirimos ações argentinas, especialmente bancos e *utilities*, que negociavam com grande desconto.

Essa foi a posição mais longa do fundo, sendo encerrada apenas no final de 2017 com alfa de 16,6% após 24 meses.

A normalização econômica continua, as reformas foram aprovadas, e ainda nos parece que existem oportunidades. No entanto, Macri começa a encontrar as primeiras grandes dificuldades econômicas.

O grande déficit de conta corrente, decorrente principalmente da recuperação econômica, deixa o país mais sensível a fluxos de capital externo. Ao mesmo tempo, a desvalorização do câmbio esbarra na tentativa de acalmar a inflação. Vamos aguardar a equação ser resolvida, especialmente após a alteração da meta inflacionária sem a devida vigilância e firmeza.

Recuperação econômica do Brasil

Em dezembro de 2016, após mais uma sequência de dados econômicos ruins, o fundo se posicionou em ações domésticas expostas à atividade econômica. Naquela época, a expectativa geral de que o Brasil teria sérias dificuldades de voltar a crescer nos parecia incorreta, diante do corte dos juros e da retomada da confiança.

A posição em ações domésticas expostas à atividade foi encerrada em novembro de 2017, com retorno de -1,2% e se mostrou o pior investimento até o momento. Nosso grande erro foi não perceber que, ao longo do ano, o crescimento mais forte em 2018 se tornou consenso, tornando a tese mais suscetível a ruídos políticos e preocupações com mercado externo.

\* \* \* \*

O ano de 2017 se mostrou desafiador para nós. O crescimento brasileiro efetivamente surpreendeu e a Argentina continua no seu rumo de reformas, no entanto, o áudio de Joesley e Michel Temer, o escândalo com o presidente do Banco Macro na Argentina e a queda das ações de consumo brasileiras no final do ano nos testaram nos momentos de maior confiança.

Apesar da frustração com a dificuldade de monetizar o cenário em 2017, o novo ano nos traz perspectivas positivas e novamente desafiadoras.

**2018**

Desde a redemocratização no Brasil, somente no governo Lula vivemos estabilidade política e ciclo econômico positivo, razão que possivelmente explica sua força.

A despeito da agenda de reformas e da estabilidade política, FHC foi atingido por crises globais enquanto o país ainda não contava com os “colchões financeiros” necessários para enfrentá-las. Dilma pagou o preço político da nova matriz econômica. Collor, assim como Temer, guiou reformas econômicas, mas foi atingido por escândalos de corrupção e pela baixa popularidade.

Em 2018/2019, é possível que economia e política se alinhem novamente. Estamos possivelmente no início de um longo e positivo ciclo econômico e, após quatro anos de incerteza, o novo presidente eleito terá novamente a legitimidade política ora questionada.

É desse raro momento que surge nossa elevada convicção de um ciclo virtuoso no Brasil.

Os preços dos ativos frente o processo eleitoral, contudo, não antecipam esse contexto, especialmente quando comparados a outros países. A bolsa brasileira negocia em linhas com múltiplos históricos e a curva de juros apresenta elevado prêmio de risco.

Adiante, iremos separar temas econômicos e políticos (tanto quanto possível) para detalhar nossas visões. Lembramos que o importante aqui não é o nível, mas a variação. Infelizmente, o Brasil continuará a ser um país pobre, com graves problemas e desafios a serem enfrentados por muitos anos. Todavia, como em outros países emergentes, os impulsos econômicos podem gerar taxas de crescimento bastante elevadas.

## **Economia**

Após um longo período recessivo, a economia brasileira mostra sinais de recuperação consistente e disseminada. O que sustentará essa retomada?

### Crédito e inflação

As condições para a volta de um novo ciclo de crédito estão postas.

O setor privado se desalavancou nos últimos anos, a inadimplência e os atrasos estão em retração e a intensa desinflação permitiu que o Banco Central cortasse a taxa SELIC pela metade. Com o câmbio controlado e o hiato do produto ainda alto, esperamos que a inflação permita que o ciclo de juros baixos seja duradouro.

Dada as características brasileiras, a queda da taxa referencial de juros não garante o aumento das concessões de crédito e, embora surjam alguns sinais, o processo ainda é tímido.

A confirmação das perspectivas positivas, a redução do prêmio de risco e o retorno da confiança por parte da demanda e da oferta devem estimular a volta do crédito. O Banco Central comprometido com a agenda de redução dos *spreads* bancários e a recente desalavancagem da economia também colaboram.

### Exposição externa

No setor externo, o Brasil hoje se destaca pela sua balança de pagamentos básica superavitária. A balança comercial acumula 67 bilhões de dólares de superávit em doze meses e o déficit em conta corrente hoje é muito pequeno (0,50% do PIB). Na conta de capital, temos ingresso de quase 4% do PIB em investimento direto no país e hoje não dependemos de fluxo de portfólio para financiar a conta corrente.

Olhando à frente, também parecem haver poucos motivos para preocupação.

Apenas a Petrobrás pretende aumentar em 1 milhão de barris a sua produção nos próximos anos. Nos preços atuais, são mais de US\$ 20 bilhões a mais de balança comercial. O aumento da produção nacional será ainda maior. Outras grandes empresas estiveram ativas nos últimos leilões e em *farm-outs*, como a Statoil no gigante campo de Carcará. Na esteira do pré-sal, que possui a maior vazão do mundo, imagina-se que nos próximos anos o Brasil se consolide como um dos maiores produtores globais de petróleo.

Nossa safra agrícola bateu mais um recorde este ano, uma produção para qual nossa vocação é perene. Os projetos de expansão da produção de minério de ferro devem acrescentar mais de 10% de produção no ano que vem.

Apesar de uma piora natural da conta corrente pelo efeito de transbordamento da volta do crescimento, a balança comercial deve se manter resiliente.

### Reformas

A aprovação da necessária reforma da previdência ainda não aconteceu, mas muito foi feito nos últimos 24 meses.

O PEC do Teto não apenas controla a despesa da União, mas provoca o necessário conflito distributivo e a priorização dos gastos públicos.

A TLP e as novas diretrizes do BNDES mudam a forma de alocar capital. Os efeitos da redução do tamanho do Estado começam a ser vistos e o *crowding-in* fica explícito nos primeiros dados. Na comparação anual utilizando o período de 12 meses findos em outubro de 2017, os desembolsos do BNDES caíram 25%, enquanto as captações nos mercados de capitais nacional e internacional subiram 75% e 29%, respectivamente. Dado o crescimento do BNDES na última década, é de se esperar que esse processo continue por um longo período. O Ministério da Fazenda estima que a reforma da TLP reduza em 1,7% a taxa SELIC em dez anos.

A reforma trabalhista e a lei de terceirização darão a flexibilidade e o dinamismo necessários à recuperação de empregos. O governo espera que em 10 anos essas medidas permitam a criação de seis milhões de empregos e redução de metade da cunha trabalhista.

Ao lado das maiores reformas, a assessoria de reformas microeconômicas, comandada por João Manoel Pinho de Mello, e outros órgãos de governo desenvolvem diversos outros projetos com implicações importantes: Cadastro Positivo, RedeSim, Portal Único do Comércio Exterior, distrato imobiliário, entre outros.

### **Desafio fiscal**

Se política monetária, contas externas, crédito, consumo e o tamanho do hiato nos fazem otimistas, a política fiscal é onde hoje reside o desafio e a dúvida.

Confiamos na possibilidade de solução por dois motivos.

### O crescimento tem papel relevante

Hoje previsões catastróficas são comuns, mas elas não apareceram de verdade antes de 2013/2014. Até esse momento, a previdência era um problema, mas não estava na linha de frente das discussões econômicas. Vale lembrar a confiança dos agentes na capacidade de Joaquim Levy de entregar superávit primário de 1,2% do PIB, mesmo com a patente deterioração fiscal no início de 2015.

O fiscal é um transatlântico. Os dados de despesa não mudam tão rápido para surpreender os economistas. Então, onde teria errado o mercado? Na atividade e no desemprego. A queda de arrecadação fiscal e previdenciária exacerbou nossas mazelas orçamentárias. A pesquisa do relatório FOCUS do Banco Central em janeiro de 2014 apontava resultado primário para 2015 em +2%, um erro de 4% do PIB *versus* o realizado. O mesmo relatório também indicava um crescimento de PIB de 2,5% para 2015, uma diferença de 6% para o realizado de -3,5% que expõe a dificuldade de projetar a atividade no Brasil, bem como sua correlação com o fiscal.

Temos confiança que a recuperação da atividade acima do esperado entregará um resultado fiscal menos assustador e complicado no curto prazo. Os primeiros sinais já começaram a aparecer, o que pode dar tempo e fôlego necessários até a reforma.

#### *A solução, ao menos, é conhecida e consensual*

Na década de 90, vivemos um problema monetário e grande parte das inúmeras tentativas de estabilização foram direcionadas por grandes economistas, com visões modernas da teoria econômica. O plano Cruzado e tantos outros se seguiram até o Plano Real, formatado de teorias inusitadas, com uma moeda conversível provisória e cercado de dúvidas.

O atual problema é fiscal e, ao contrário da miscelânea monetária, não gera dúvidas técnicas, não requer estudos tão profundos e não impulsiona grandes discussões acadêmicas. “Basta” gastar menos do que arrecada.

Ao contrário da inflação, dessa vez, a solução econômica é simples e a dificuldade será política. A discussão previdenciária está inserida na sociedade e com o debate eleitoral é possível que esse tema chegue maduro em 2019, facilitando sua solução.

#### **O desafio da produtividade**

Entendemos que elevar a produtividade é o real desafio de médio e longo prazo do país e a solução não é tão simples.

Com o desafio fiscal ocupando posição de destaque absoluto nas atenções do governo, o enfrentamento dos obstáculos à produtividade, essenciais ao crescimento sustentável, são renegados ao segundo lugar das prioridades. O trabalho da equipe econômica e os ganhos conquistados com as reformas são valorosos, mas o caminho a percorrer ainda é longo.

As mudanças necessárias não são objeto de consenso entre formadores de opinião, envolvem interesses de grupos específicos e atingem entes federativos de forma desigual. Felizmente, o hiato do produto ainda oferece tempo antes que a discussão se torne inadiável.

O tema produtividade invariavelmente nos remete à Regis Bonelli. Fazemos aqui nossa homenagem. Regis fará falta não só aos familiares e inúmeros amigos que cultivou durante a vida. A perda desse profissional fantástico, que ao longo dos anos se dedicou incansavelmente a identificar e propor soluções aos nossos tão graves problemas de produtividade, é grande e de todo o Brasil.

\* \* \* \*

Em resumo, observamos o início de um ciclo econômico bastante positivo, com impulso positivo de crédito, resiliência nas contas externas e impacto de reformas. Em contrapartida, temos um déficit fiscal de solução econômica conhecida e dependente de execução política.

### **A política**

*A supporter once called out, "Governor Stevenson, all thinking people are for you!" And Adlai Stevenson answered, "That's not enough. I need a majority."*

Se no campo econômico o caminho parece claro, no campo político, incerteza é o nome do jogo. Quando sequer os principais candidatos estão definidos, qualquer expectativa sobre o resultado eleitoral é inevitavelmente inconstante e vaga.

O que há de firme e determinado sobre as eleições é a preocupação com a candidatura de Lula. Nesse campo, as perguntas são muitas e hoje giram em torno dos problemas judiciais do ex-presidente.

No processo envolvendo o tríplex do Guarujá, o mais avançado, houve condenação pelo juiz Sergio Moro em meados de 2017 e, atualmente, o recurso está pendente de julgamento em segunda instância, no Tribunal Regional Federal da 4ª Região (TRF-4).

*A condenação de Lula será mantida pelo TRF-4? O STF permitirá sua prisão? Se não for preso, poderá ser candidato? O PT correrá o risco de registrar a candidatura de Lula?*

A decisão do trio de desembargadores da 8ª turma do Tribunal é determinante tanto para a situação criminal, quanto eleitoral, mas o caminho e a probabilidade de ocorrência de cada efeito são diferentes e merecem uma avaliação segregada.

Não há qualquer sinal de concordância sobre as consequências criminais e a eventual prisão do ex-presidente. No entanto, um certo consenso se forma em torno da opinião de que haverá condenação pelo TRF-4 e a situação eleitoral ficará comprometida, ainda que o ex-presidente tenha sua fotografia na urna.

### Recurso no TRF-4

O trâmite do recurso está acelerado. O desembargador relator e o desembargador revisor liberaram o processo com evidente celeridade e o julgamento está na pauta da primeira sessão após a volta do recesso, no dia 24 de janeiro de 2018.

A velocidade não gera nenhuma implicação formal, mas os otimistas com a condenação do ex-presidente se animaram com a boa vontade dos desembargadores em julgá-lo o quanto antes.

Sobre a unanimidade da sentença, vale notar que essa é apurada considerando a integralidade do voto, o que inclui a existência e classificação do crime, a pena aplicável e outras questões que venham a ser mencionadas. Desse modo, a configuração de votos de 2 a 1 pode refletir a divergência em um ou mais pontos variados da decisão.

Caso a decisão do trio seja (i) unânime ou (ii) haja um voto divergente e vencido que não favoreça de nenhuma maneira o réu em relação aos votos vencedores, restará à defesa em segunda instância apenas o recurso de *embargos de declaração*, de julgamento rápido e sem o condão de alterar substancialmente a sentença.

Caso a decisão não seja unânime e o voto divergente e vencido favoreça de alguma maneira o réu em relação aos votos vencedores, a defesa poderá apresentar o recurso de *embargos infringentes*. O processo será novamente julgado no TRF-4. Dessa vez, pela 4ª Seção, composta por desembargadores da 8ª turma - responsável pelo primeiro julgamento - e da 7ª turma. Serão sorteados novos relator e revisor e o recurso será pautado em sessão de julgamento, tal como na *primeira etapa*. Espera-se

que esse trâmite, caso ocorra, acrescente 4 meses ao término da discussão em segunda instância.

De acordo com essa estimativa, a decisão definitiva de segunda instância ocorreria até maio ou junho. O registro de candidaturas ocorre no início de agosto.

Da decisão do TRF-4, o ex-presidente poderá recorrer ao STJ e ao STF, mas só poderá discutir questões de direito (correta aplicação da lei ao caso concreto e qualificação jurídica dos fatos), não sendo mais possível discutir questões fáticas (fatos ocorridos). Eventualmente, também terá que impetrar um *habeas corpus* no STJ e/ou requerer uma liminar em seus recursos às cortes superiores para evitar a prisão.

### Prisão

Segundo o entendimento vigente do STF, Lula poderia ter sua prisão requisitada pelos desembargadores após o julgamento de todos os embargos no TRF-4.

A possibilidade de prisão após decisão definitiva em segunda instância é recente e acredita-se que será revisitada no primeiro semestre de 2018, seja para confirmação ou alteração. A primeira decisão sobre o tema foi tomada pelo plenário da corte por 6 a 5 votos, ainda com a participação de Teori Zavascki<sup>1</sup>. Desde então alguns ministros vêm decidindo de forma monocrática em sentido contrário, libertando

<sup>1</sup> <http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=326754>

réus presos antes do trânsito em julgado dos processos<sup>2</sup>.

Há quem diga que os desembargadores se aproveitam dessa situação para deixar nas mãos dos ministros uma eventual decisão de libertar Lula e assim pressionar a suprema corte. Como o julgamento ocorrerá durante o recesso do STF, caso Lula venha a ser condenado no TRF-4, qualquer alteração do entendimento sobre a prisão em segunda instância será posterior e inevitavelmente associada à “soltura de Lula”.

#### Situação eleitoral

Em paralelo à discussão sobre a possibilidade de prisão, também se debate a aplicação da Lei de Ficha Limpa após decisão definitiva em segunda instância, e antes do trânsito em julgado.

A lei diz que são inelegíveis os condenados por “*decisão colegiada*”<sup>3</sup>, o que, em tese, engloba a decisão tomada pelo *colégio* de desembargadores em segunda instância. O intuito da redação, inclusive, é exatamente evitar que o número quase infindável de recursos torne a norma inócua. Há jurisprudência e certo consenso entre especialistas nesse sentido, tratando como inelegíveis os condenados após o

julgamento de todos os recursos em segunda instância (e.g. caso de José Roberto Arruda em 2014<sup>4</sup>).

O TSE precisará se manifestar no caso concreto de Lula, julgando as impugnações que certamente serão apresentadas ao registro<sup>5</sup>.

Vale lembrar: qualquer que seja o caso, o TSE só irá se manifestar após o registro de candidaturas, cujo prazo se encerra em 15 de agosto. Essa data torna menos imprescindível um julgamento unânime pela 8ª turma do TRF-4 e a consequente inadmissibilidade de embargos infringentes, que postergariam o encerramento da segunda instância. É preciso apenas que a segunda instância esteja finalizada até julho.

A preocupação com prazos e postergações é natural, especialmente quando se trata de um processo no Brasil e do envolvimento de um ex-presidente favorito nas pesquisas de intenção de voto.

Embora a legislação preveja um trâmite acelerado para processos relacionados ao registro de candidaturas, o tempo entre o início do processo de impugnação e o pleito é curto. É improvável que o processo esteja transitado em julgado, após todos os recursos, incluindo o STF, antes das eleições. Isso

<sup>2</sup> <https://www.conjur.com.br/2017-ago-23/gilmar-concede-primeiro-hc-prisao-segunda-instancia>

<sup>3</sup> Lei Complementar nº 64/1990, art. 1º, inciso I, alínea “e”.

<sup>4</sup> <http://g1.globo.com/distrito-federal/eleicoes/2014/noticia/2014/09/tse-rejeita-recurso-e-mantem-decisao-de-negar-candidatura-de-arruda.html>

<sup>5</sup> A lei supostamente permite que o TSE negue o registro de candidatura *de ofício*. Contudo, de acordo com especialistas, é incomum e improvável que isso aconteça. De todo modo, o trâmite e a duração dos recursos seria similar, período durante o qual o registro estaria suspenso, mas seria permitido ao candidato manter a campanha e a participação no pleito.

permitiria à Lula concorrer, sob o risco de posteriormente ter a candidatura indeferida e os votos anulados.

Sem dúvida anular milhões de votos será uma decisão complicada ao TSE e ao STF. No final do dia, o trâmite processual e o julgamento terão uma elevada carga política e parece razoável imaginar que o TSE se esforçará para evitar que a decisão venha somente após o pleito, quando a pressão será maior<sup>6</sup>.

Ainda que a proibição legal e definitiva para concorrer esteja comprometida, é incontestável que o número de acontecimentos necessários para que Lula se eleja está cada vez maior.

Para não se tornar inelegível caso seja condenado pelo TRF, Lula terá que contar com uma mudança importante na jurisprudência da corte eleitoral. Parece muito imaginar que a pressão pública tornará possível uma *Emenda Lula* na decisão sobre prisão em segunda instância e também uma *Emenda Lula* na decisão sobre a aplicação da Ficha Limpa.

No campo político, a situação de Lula também não é nada confortável.

Alguns expoentes do PT manifestaram publicamente a intenção de registrar a candidatura de Lula e jogar o ônus da impugnação para o TSE. Essa tática incomoda o mercado, aumenta a incerteza e

certamente será a discussão do dia 25 de janeiro, caso o TRF-4 confirme a condenação. Entretanto, não é isenta de custos eleitorais.

A eleição municipal do Rio de Janeiro é utilizada por todos como o exemplo negativo da pulverização e seguidamente mencionada como risco à vitória da centro direita. Mas, e a esquerda? *Ciro Gomes recentemente declarou que "a candidatura de Lula é um desserviço ao país".* Marcelo Freixo, na virada do ano, irritou a militância ao declarar que *não sabe se é o momento de unificar a esquerda.*

Por que motivo os outros atores da esquerda recentemente resolveram fazer tais declarações?

Parece-nos que carregar a candidatura de Lula até o final definitivamente não é uma opção de graça ao PT. *Quem fará coligação com um candidato com grandes chances de ser impugnado? Quem doará para a campanha? Quanto tempo haverá para construir um substituto às portas da eleição?*

E a dúvida não é apenas sobre a eleição majoritária. *Quantos santinhos ao lado do candidato Lula um deputado federal irá imprimir com o risco de, às vésperas da eleição, o TSE proibir sua distribuição?*

Quanto maior for a insistência de usar a candidatura para brigar com a justiça, maior a probabilidade de

---

<sup>6</sup> Até o final de agosto, o Tribunal será presidido pelo ministro Luiz Fux, defensor público da aplicação rigorosa da Lei de Ficha Limpa.

uma esquerda pulverizada e enfraquecida no Congresso.

### E os vencedores?

Eleição por definição é uma escolha entre os candidatos postos e não a escolha do nome ideal. Uma realidade contumaz aos brasileiros, que hoje têm Alckmin, Bolsonaro e Marina. Outras opções seriam Meirelles, Doria, Huck, Joaquim Barbosa e Ciro.

Nessa disputa em que sequer os postulantes estão definidos, a máquina partidária terá papel fundamental e, invertendo a lógica de pleitos anteriores, os candidatos da centro-direita parecem largar na frente dessa vez. O enfraquecimento político e financeiro após a eleição de 2016 e a sombra da recessão recente, cujo pai e mãe estão cada vez mais confirmados, serão grandes pedras no sapato da esquerda.

Alckmin é subvalorizado por sua falta de carisma. Sem considerar coligações, a máquina partidária do PSDB é a segunda mais forte e São Paulo tem números de votos similar ao do Nordeste. Em tempos de insegurança e desemprego, o ex-governador terá sobre seu governo bons indicadores de violência e economia para mostrar.

Bolsonaro e Marina tem seus conhecidos problemas, especialmente a falta de tempo de TV. Ambos têm buscado caminhar para um viés mais ortodoxo em termos econômicos e, ao menos *a priori*, não devem

ser vistos como muito negativos pelo mercado. No final do dia, sofrem do mesmo mal que Alckmin: um bom candidato os vencerá com certa facilidade.

Na esquerda, as opções alternativas à Lula seriam construir uma coligação ao redor de Ciro ou desenhar uma candidatura de Haddad ou Jacques Wagner. Nenhuma delas é trivial.

Também é interessante notar que os candidatos menos expressivos trarão o debate para o campo positivo. Em 2014, nos intervalos entre os principais candidatos, via-se embates entre Luciana Genro e Levy Fidelix. Em 2018, podemos ter João Amoedo discutindo com Paulo Rabello de Castro, quando a pauta certamente incluirá reformas e privatizações.

A sociedade civil também mudou após 16 anos de PT e quase 4 anos de Lava-Jato. Temas como privilégios, tamanho do governo e papel do Congresso entraram na vida de uma parte da população recentemente. É sintomático para quem acompanhou batalhas campais na privatização que a Petrobrás esteja vendendo ativos em sequência com as ruas desertas.

Vários movimentos e iniciativas sociais de viés liberal surgiram nesse período e agora pretendem impulsionar uma renovação entre os políticos. Partido Novo, Livres, MBL, Vem Pra Rua<sup>[6]</sup>, RenovaBR e outros. Se a "*nova bancada*" não for relevante, o número de políticos trocados terá sido um bom primeiro passo.

Do outro lado da régua política, nenhum grupo se organiza. Na verdade, os tradicionais atores de esquerda não conseguem pacificar seus próprios partidos e tem dificuldade de financiamento dos movimentos sociais com o fim do imposto sindical e perda da máquina de governo.

Em resumo, tratando a questão em termos relativos, observamos um cenário positivo tanto para o Planalto, quanto para o Congresso. Para fins de gestão, ainda pendem dúvidas. *Quando teremos maior clareza? Em que momento o mercado irá precificar esse cenário?*

\* \* \* \*

Ao contrário de ciclos tradicionais, o brasileiro combina recuperação econômica e queda das taxas de desconto. Uma situação rara e encontrada somente em países com elevado prêmio de risco. Diante desse cenário incomum já mencionado em cartas anteriores em 2017, mantemos nossa posição comprada em bolsa brasileira, porém sem o foco em ações expostas à atividades.

Atualmente, nossa maior posição individual é Petrobrás, investimento cujos detalhes estão expostos em carta específica<sup>7</sup>. A empresa negocia a múltiplos descontados em relação aos seus pares internacionais, algo que, em grande parte, é explicado pelo controle estatal, a memória recente das políticas heterodoxas da qual foi alvo e a

exposição às eleições desse ano. A precificação dos desinvestimentos recentes de NTS, BR Distribuidora e dos campos de Roncador e Carcará dão um bom sinal sobre o nível do desconto aplicado aos ativos da companhia e a solução de imbróglios importantes, como a cessão onerosa, podem destravar outros valores.

Nossa preocupação com o momento do ciclo econômico americano e a possibilidade de retorno da inflação se mantém. Além disso, no âmbito externo, voltamos a estar comprados na libra esterlina.

Permanecemos a disposição para eventuais dúvidas.

### Vista Capital

<sup>7</sup> <http://vistacapital.com.br/wp-content/uploads/Relat%C3%B3rio-de-Gest%C3%A3o-Vista-FIA-1S17.pdf>