

O Vista Multiestratégia registrou variação negativa de 0,35% no mês. Os resultados das opções de bolsa brasileira e do *hedge* para a eleição francesa foram as principais contribuições negativas para o resultado.

Aproveitaremos a carta desse mês para dividir algumas informações que poderão ser relevantes para as *Eleições 2018*.

## Doméstico

Há alguns meses, temos convicção de que a recuperação econômica será mais vigorosa do que o mercado espera, especialmente por conta de forte retorno da confiança. Esse cenário está refletido em nossa posição comprada em bolsa brasileira, com foco nas ações de consumo.

O ciclo *sui generis* que o Brasil inicia, de aquecimento da economia e queda da taxa de juros, gera um duplo efeito positivo para as empresas.

O resultado da operação é beneficiado pelo crescimento de receita e a melhora de margens, decorrente da utilização de alavancagem operacional reprimida. O resultado financeiro, por sua vez, é positivamente impactado pela redução da taxa básica de juros. Os fluxos esperados para os acionistas crescem, seguindo um caminho natural para economias saindo de recessões profundas como a atual.

A particularidade do atual ciclo brasileiro, marcado pelo risco de ruptura, é assistirmos à recuperação econômica conjuntamente com uma queda da taxa de desconto, o inverso do que se espera de ciclos tradicionais.

Esse fator gera um impacto direto nos parâmetros de *valuation*, alavancando o valor presente das empresas.

Nosso posicionamento foi executado, principalmente, por meio de opções compradas. O motivo era a existência de riscos relevantes – *juízo de chapa no TSE, delação da Odebrecht, execução das reformas, eleições 2018, França e FED* – que, se materializados, não apenas atrapalhariam a recuperação, mas poderiam inviabilizar o governo.

Ao final de abril, observamos que a economia surpreendeu positivamente e os sinais de recuperação começaram a aparecer em dados econômicos e resultados de empresas.

A convicção acertada acabou não se convertendo em rentabilidade. Se o posicionamento estava correto, a estratégia de opções se mostrou equivocada.

A reforma da previdência se arrastou mais do que o esperado e, mesmo com a elevação da incerteza acerca do resultado, a volatilidade implícita nas opções caiu.

Olhando para frente, após o primeiro juízo no TSE, as eleições francesas, a redução do risco inflacionário nos EUA e a sobrevivência à delação do *fim do mundo*, sobram dois grandes riscos: a reforma da previdência e as *Eleições 2018*.

Fazemos aqui uma pergunta: *se a reforma não for aprovada, teremos um evento de cauda?*

Há 2 semanas, o PT publicou uma carta de intenções<sup>1</sup> firmando posição contrária à política econômica do atual governo e defendendo, entre outros, a reversão do teto de gastos e das reformas.

<sup>1</sup> <http://ptnosenado.org.br/wp/wp-content/uploads/2017/04/Medidas-emergenciais-para-recupera%C3%A7%C3%A3o-econ%C3%B4mica.pdf>

Na ponta contrária, possíveis presidenciais do PSDB partiram em defesa das reformas com mais afinco do que o habitual tucano.

Dado que o problema fiscal é por definição um problema de confiança na solvência de longo prazo, entendemos que a credibilidade do ajuste é mais importante do que o prazo em que ele é efetivado, sobretudo no leniente mundo atual.

Em outras palavras, como investidores de longo prazo, seria menos pior um governo tucano em 2019, com disposição e credibilidade para implementar a reforma da previdência, do que um governo do PT, com a reforma já aprovada e suas pretensões anunciadas.

No fim do dia, parece-nos que mais importante que a conclusão da reforma da previdência é a resposta à pergunta: *Lula vencerá as eleições de 2018?*

Reconhecemos nossa incapacidade para fazer qualquer projeção sobre vencedores ou perdedores, especialmente em meio a delações, *outsiders* e o próprio sucesso de Temer. Contudo, julgamos que vale a pena dividir alguns fatos que podem ser relevantes para a dinâmica eleitoral de 2018.

## Eleições 2018

### “Máquina”

Em 2014, a coligação petista ocupava 3.345 das 5.569 prefeituras do país. Na próxima eleição, uma chapa de esquerda formada por PT, PSOL, PCdoB e PDT, terá o controle de apenas 672 prefeituras, uma redução de 80%.

O PT, sozinho, foi derrotado em 60% de suas prefeituras em 2016.

Do outro lado, uma coligação integrada pela atual base do governo<sup>2</sup> teria o controle de aproximadamente 4.198 municípios, sendo 1.046 governados pelo PMDB.

O controle de 75% das executivas regionais do país junto com a *chave do cofre das emendas* cria uma máquina poderosa no quebra-cabeça eleitoral brasileiro.

Dos 5.569 municípios do país, 4.285 possuem menos de 25 mil habitantes. São *cidadezinhas* de interior, onde a proximidade dos eleitores com a prefeitura é incomparavelmente maior dos que nas capitais. O prefeito é quem resolve as necessidades e demandas cotidianas da população, muitas vezes pequenas, pontuais e pessoais.

As lideranças municipais garantem ao candidato nacional a capilaridade e o acesso aos eleitores “na ponta”, local em que há maior contato e pessoalidade. São os palanques que funcionam 24 horas por dia.

O tamanho reduzido dos municípios também permite que outras engrenagens eleitorais sejam efetivas.

Em época de eleição, os líderes comunitários são convertidos em cabos eleitorais. Paga-se uma quantia, espera-se um número de votos na sua zona de influência.

Os expedientes vão de promessas de benefícios à ameaça de represálias, passando pela sugestão de que uma marca pessoal é deixada na urna. O baixo número de votos por urna facilita o controle pelo líder, que saberá quem votou conforme sua orientação<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Os números podem variar conforme a determinação dos partidos na base do governo. O referido número foi calculado utilizando uma coligação composto por DEM, PEM, PHS, PMDB, PP, PPS, PR, PRB, PROS, PRP, PSD, PSDB, PSL, PT do B, PTB, PTN e SD.

<sup>3</sup> Sobre o tema: “*O Nobre Deputado*”, de Marlon Reis.

Em paralelo, a compra “direta” de votos, seja com dinheiro ou presentes, também é um instrumento ainda muito presente. Recentemente, o governador do Amazonas foi cassado sob acusação de compra de votos e uma pesquisa do TSE indica percentuais elevados de inserção da prática, com destaque para as regiões norte e nordeste<sup>4</sup>. Em Roraima, por exemplo, 71% dos entrevistados declararam ter conhecimento da prática.

O lubrificante da engrenagem (dinheiro), seja para manter os “palanques” fiéis, pagar cabos eleitorais ou irrigar os canais de compra direta, é garantido pelas emendas, ferramenta que só o governo possui.

Temer parece utilizá-las bem. Nos primeiros sete meses no cargo, o presidente destinou em emendas o dobro do valor destinado por Dilma durante o ano de 2015 inteiro. Há 2 semanas, em meio à crise fiscal, anunciou um fundo de 10 bilhões para financiar obras em municípios. Detalhe: o governo irá analisar quais municípios estão “aptos” a receber verbas do fundo.

Na última eleição presidencial, Dilma teve 6 milhões de votos a mais que Aécio em municípios com até 50 mil habitantes. Dois milhões a mais do que o número de votos totais que definiu a eleição em favor da petista.

Outrora nas mãos da coligação petista, os municípios mais sujeitos a essas práticas serão controlados pelo PMDB e outros aliados da máquina federal em 2018. A fracassada campanha municipal de 2016 e a ausência do PMDB em sua coligação poderão custar caro ao PT.

## Campanha

Na eleição de 2014, a coligação *Com a força do povo* teve direito a onze minutos de tempo de TV. Aécio apenas

quatro. Em 2018, a coligação governista teria 13 minutos de tempo de TV, enquanto os partidos de esquerda apenas 4. Desta vez, sem João Santana.

A obtenção de financiamento, outro ponto essencial às campanhas, também será um obstáculo. Em 2014, considerando somente o caixa oficial declarado ao TSE, a campanha de Dilma custou extraordinários 350 milhões de reais. Número que é 54% - ou 130 milhões de reais - superior aos também extraordinários 220 milhões de reais gastos por Aécio. Em votos, a diferença de performance da ex-presidente foi menos expressiva, atingindo apenas 3,28%.

Em 2018, quem terá financiamento?

A fonte escusa que irrigou a última campanha petista secou. As empreiteiras enfrentam dificuldades jurídicas e financeiras e o partido não tem mais o controle das torneiras estatais.

Quanto ao financiamento privado oficial, é improvável que a esquerda consiga competir pelos recursos de pessoas físicas. A parcela mais abastada da população dá sinais de que escolheu um lado e está mais engajada, vide a relação de Dória com os empresários paulistanos.

Na disputa pelos recursos públicos destinados aos partidos, a coligação governista abocanha a maior parte, levando aproximadamente 66% do fundo partidário. A chapa de esquerda teria uma fatia de 20%.

É de se esperar alguma manobra política para elevar o valor global do fundo partidário em 2017. De todo modo, a diferença percentual entre os valores recebidos não se alargará em favor ou desfavor de nenhum partido.

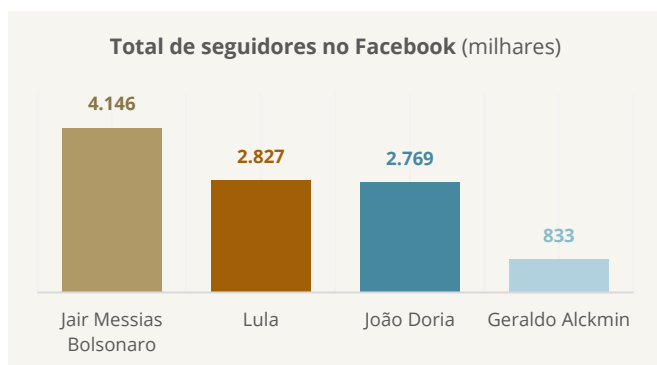
<sup>4</sup> <http://www.tse.jus.br/imprensa/noticias-tse/2015/Fevereiro/pesquisa-revela-que-compra-de-votos-ainda-e-realidade-no-pais>

Na disputa pela reeleição no Congresso, a bancada religiosa larga na frente, mantendo seus financiadores tradicionais. Os sindicalistas, por outro lado, perderam sua fonte de recursos com o fim da contribuição sindical obrigatória.

Soma-se a isso a dificuldade encontrada por Lula de converter sua popularidade em votos para integrantes do partido nas eleições municipais de 2016. O mesmo pesará sobre os deputados do PT agora.

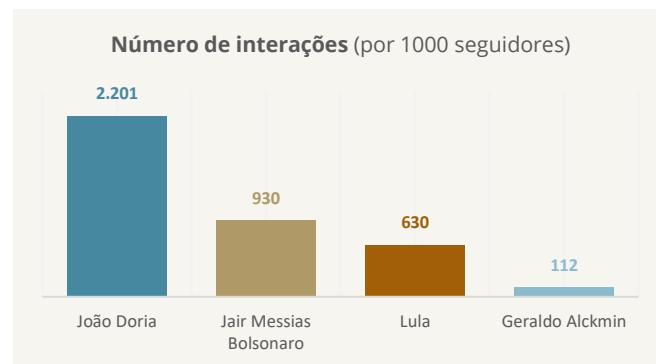
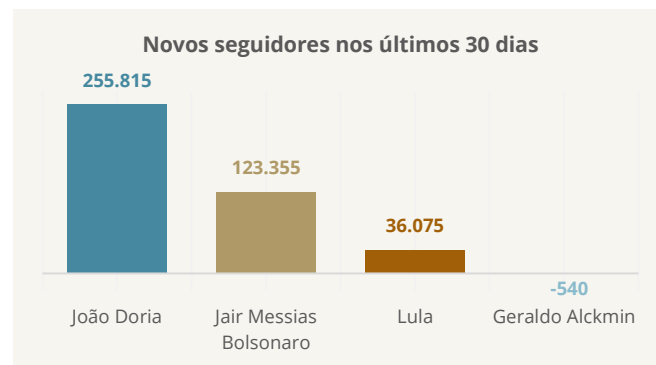
Essa situação poderá contribuir para a formação de um congresso mais à direita, que, diante da avançada discussão de reformas na sociedade, tornará mais fácil terminar o que Temer começou.

Por último, o recente e crescente fenômeno das redes sociais em eleições. Observando o que parece ser uma tendência global, é de se esperar um novo aumento de sua importância em 2018.



Nesse campo, Lula encontra dificuldades contra outros potenciais candidatos, o que em parte se justifica pela menor inserção da internet em sua base eleitoral. Os números do ex-presidente e seu partido estão estagnados, enquanto nomes como Bolsonaro e Dória despontam, especialmente no *Facebook*. Bolsonaro é líder de

seguidores. Dória impressiona na tendência de crescimento e no nível de interação bem acima dos demais. Passados apenas 5 meses de governo, Dória já tem praticamente o mesmo número de seguidores que Lula (2,77 milhões contra 2,83 milhões)<sup>5</sup>.



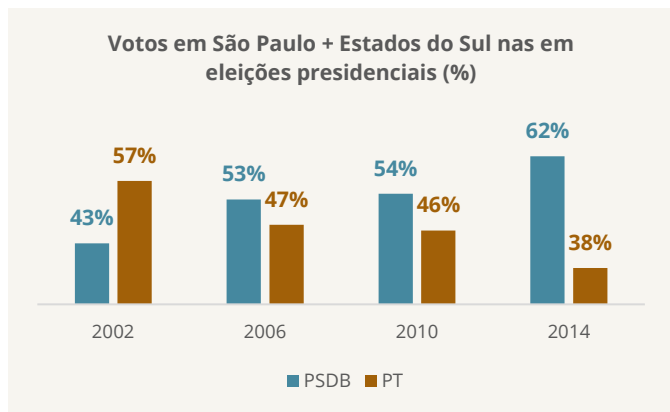
## Geografia eleitoral

Muito se fala da força petista do Nordeste, mas se esquece que o Nordeste tem 28,4 milhões de votos. 1,5 milhão de votos a menos que São Paulo e Paraná somados, estados em que Aécio teve mais que 60% dos votos.

A crença do PT é que Lula conseguirá fazer uma margem suficiente no Nordeste para compensar o *antipetismo* que tomou conta de São Paulo e outros estados mais ao sul do país. Em 2014, foram necessários 71,5% dos votos no Nordeste para compensar a derrota no Estado de

<sup>5</sup> Todas as informações referentes às redes sociais foram obtidas através da ferramenta online *Social Bakers*.

São Paulo, onde mesmo com a ajuda de um prefeito petista na capital a presidente teve apenas 36% dos votos.



Lula terá dificuldades inéditas nos palanques do Nordeste, fato preocupante para alguém que precisa alcançar um percentual elevado dos votos.

A Bahia, estado mais populoso do Nordeste, entregou 70% dos votos à Dilma em 2014. Em 2018, o governo do estado deverá ser disputado por ACM Neto (DEM), prefeito mais bem avaliado do Brasil, e Rui Costa (PT). ACM se reelegeu prefeito de Salvador em 2016 no primeiro turno, com esmagadores 74% dos votos. Lula participou da campanha da coligação petista, que obteve apenas 15%. É difícil imaginar que o estado baiano novamente entregará 70% dos votos ao presidenciável petista. Se ACM tiver sucesso na campanha, é de se esperar que seu candidato à presidência tenha melhor sorte que na última eleição.

O segundo estado mais populoso do Nordeste, Pernambuco, acompanhou a Bahia em percentual de votos na chapa petista em 2014. Não à toa, parece que a estratégia eleitoral do PMDB no estado se iniciou logo que foi possível. Apesar de ocupar apenas a sétima posição no ranking populacional dos estados brasileiros, Pernambuco

é o segundo estado com mais ministros. São quatro no total.

Aproveitando o vácuo deixado por Eduardo Campos, Temer buscou dominar o estado. O primeiro colocado nas últimas pesquisas para o governo do estado é Armando Monteiro. Embora tenha votado contra o impeachment, o senador do PTB foi favorável à PEC do Teto e se aproxima cada vez mais do governo em opiniões sobre as reformas de Temer. O segundo, Mendonça Filho, é Ministro da Educação. O terceiro, o atual governador Paulo Câmara, gravou e publicou um vídeo em que se manifesta favorável à reforma da previdência e diverge sobre o fechamento de questão em contrário pelo PSB. O quarto colocado, Bruno Araújo, é Ministro das Cidades. Além deles, Fernando Coelho, outra força política no estado, é também um aliado do presidente. Seu filho? Fernando Coelho Filho, Ministro de Minas e Energia.

Em Alagoas, Renan Filho (PMDB) enfrentará Rui Palmeira (PSDB), prefeito reeleito de Maceió com 60% dos votos. O nervosismo recente de Renan indica novos ventos no estado.

Em vários outros estados, tais como Ceará, caciques do PMDB davam sustentação ao governo federal petista. Em 2018, essa disputa estará aberta. É possível que vejamos Tasso Jereissati, ileso na *Lava Jato*, como candidato, junto com Eunício e o PMDB.

A julgar pelos seus 51 a 59% de rejeição, não parece provável que Lula alcance uma votação tão expressiva no Nordeste quanto Dilma em 2014 (71,5%)<sup>6</sup>. Tampouco que São Paulo, de Dória e Alckmin, entregue o mesmo número de votos ao PT.

<sup>6</sup> <http://www.ibopeinteligencia.com/noticias-e-pesquisas/potencial-de-voto-em-lula-aumenta-rejeicao-a-tucanos-tambem/> e <http://www.ipsos.com.br/img/upload/IpsosPulsoBrasilMar17.pdf>

Tudo mais constante, se Lula tiver 65% dos votos no Nordeste, bastará com que seu adversário alcance 62,5% em São Paulo e no Sul. Em 2014, Aécio fez 62%.

Cenários 2018 <sup>1,2</sup>	PT no Nordeste	Necessários para a oposição no Sul + SP <sup>1</sup>
	80.0%	73.1%
	77.5%	71.3%
	75.0%	69.5%
	72.5%	67.8%
	70.0%	66.0%
	67.5%	64.2%
	65.0%	62.5%

<sup>1</sup> combinações que geram a vitória da oposição, com 50,1%.

<sup>2</sup> tudo mais constante, considerando os votos válidos em 2014.

Pesquisas recentes apontam Lula com 15% das intenções de voto em São Paulo<sup>7</sup>. Parecem alinhadas com os números verificados em 2016. Haddad fez 16% dos votos em São Paulo, Lula não conseguiu eleger seu próprio filho vereador e, na região que já foi chamada de "Cinturão Vermelho", o PT terminou com apenas um vereador eleito.

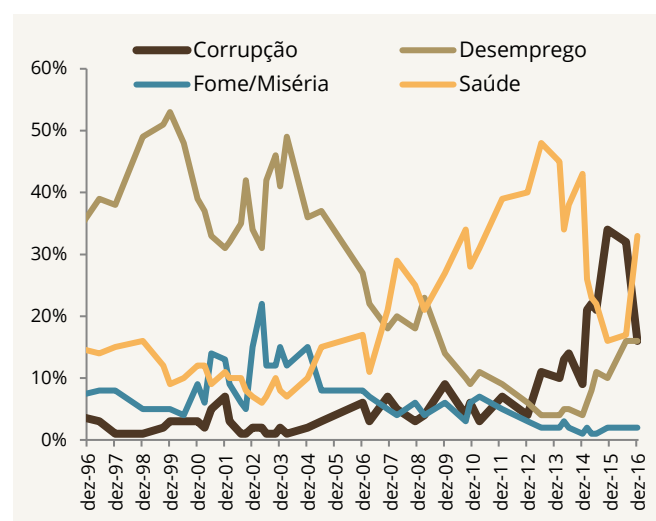
### Prioridades

As agendas mudam conforme os problemas são solucionados e isso se reflete nos anseios de cada geração. O que elegeu o PT nos últimos quatro governos não é mais prioridade do país, fator que talvez explique a menor popularidade de Dilma junto aos eleitores mais novos (16 a 24 anos) na última eleição.

O Instituto Datafolha faz o acompanhamento das prioridades dos brasileiros desde 1996. Durante o governo FHC, a pauta econômica liderava, com desemprego alcançando 53% no fim de 1999. Fome e miséria apareciam com frequência em segundo lugar. Com a melhora econômica, outras pautas ocuparam o topo das

preocupações durante o governo Lula. Em 2007, violência liderou o ranking e, a partir de 2008, saúde dominou as pesquisas<sup>8</sup>.

Em novembro de 2015, a corrupção assumiu a liderança com 34%, pela primeira vez na história. Fome e miséria, por outro lado, foram citadas por apenas 1% dos entrevistados. Na última pesquisa, já em 2016, saúde voltou a dianteira.



De 2015 para cá, a agenda da corrupção não mostrou nenhum sinal de melhora, pelo contrário. Diante da preocupação social com a questão, os problemas de Lula com a Lava-Jato, intensificados em 2017, poderão ter um efeito importante. Em 2006, Lula foi capaz de se diferenciar dos demais integrantes do PT envolvidos no caso do Mensalão. Dessa vez, o ex-presidente está sendo processado por diversos crimes e a cada dia somam-se mais indícios e provas do envolvimento direto de Lula nos escândalos.

<sup>7</sup> Levantamento feito pelo Instituto Paraná Pesquisas: [http://www.poder360.com.br/wp-content/uploads/2017/03/SP\\_Mar17-FederalEstadual.pdf-5.pdf](http://www.poder360.com.br/wp-content/uploads/2017/03/SP_Mar17-FederalEstadual.pdf-5.pdf)

<sup>8</sup> Levantamento feito pelo Instituto Datafolha: [http://media.folha.uol.com.br/datafolha/2015/11/30/avaliacao\\_dilma.pdf](http://media.folha.uol.com.br/datafolha/2015/11/30/avaliacao_dilma.pdf)

## Justiça

Deltan Dallagnol, procurador do Ministério Público à frente da *Operação Lava-Jato*, afirmou recentemente que a sentença de Lula nos processos que correm na Justiça Federal de Curitiba deve ser conhecida até junho de 2017. Nas seis ações da *Lava Jato* julgadas até o momento, a decisão final em segunda instância demorou, em média, 1 ano e 10 meses a partir da data da denúncia. Olhando apenas para o TRF-4, segunda instância da Justiça Federal, o prazo médio é de pouco mais de 11 meses contados da data de apresentação do recurso de apelação. Fosse o mesmo ritmo adotado, Lula ficaria inelegível entre julho e outubro de 2018, antes das eleições presidenciais.

Em paralelo, ocorre a discussão jurídica sobre a possibilidade de um réu poder ou não ser candidato à presidência. Se Renan Calheiros, como presidente do Senado, foi impedido de integrar a linha sucessória presidencial por ser réu na justiça, parece-nos natural (e lógico) impedir também que venham a existir candidatos ao cargo que já sejam réus antes do pleito.

### Resumo e preocupações

Em resumo, alguns fatores importantes para a eleição presidencial parecem ter se movido contra Lula e o PT:

1. Redução expressiva da coligação e do número de prefeituras controladas;
2. Diminuição relevante do tempo de TV gratuito;
3. Dificuldades inéditas no financiamento de campanha;

4. Potencial perda de palanques importantes nas disputas pelos governos estaduais nordestinos;
5. Alteração no espectro de prioridades dos eleitores;
6. Associação de Lula à corrupção; e
7. Potencial condenação de Lula e impedimento de participação no pleito.

Do outro lado, a candidatura de Lula ainda assusta e há razões para a coligação governista se manter atenta:

*(i) Divisão da “não-esquerda”.* Parece-nos pouco provável que um partido com a experiência do PMDB repetirá o erro estratégico cometido no Rio de Janeiro. Por outro lado, o PSB, segundo maior partido de esquerda, está oficialmente rompido com o PT, e o PDT pretende lançar Ciro Gomes. Os riscos de divisão parecem ser equânimes.

*(ii) Pesquisas recentes apontam 30% de intenções de votos em Lula<sup>9</sup>.* Esse resultado é compreensível, tendo em vista que todos os candidatos conhecidos, principalmente no Nordeste, estão envolvidos com a *Lava-Jato*. A falta de novos nomes gera um *recall*, que fica claro quando se vê Marina ganhando do Lula num eventual segundo turno. Ao mesmo tempo, os índices de rejeição de Sergio Moro ficam perto de 27%<sup>10</sup>, número que deve ser o piso da esquerda no Brasil. A dúvida, portanto, é o teto.

*(iii) Associação entre Lula e o Programa Bolsa Família.* Alguns estudos estatísticos apontam uma forte correlação entre os eleitores de Lula e a participação do Programa *Bolsa Família* em sua renda<sup>11</sup>.

Como se trata da primeira eleição sem o PT no governo desde o surgimento *Bolsa Família*, é difícil apurar e

<sup>9</sup> <http://www.ibopeinteligencia.com/noticias-e-pesquisas/potencial-de-voto-em-lula-aumenta-rejeicao-a-tucanos-tambem/>

<sup>10</sup> <http://www.ipsos.com.br/img/upload/IpsosPulsoBrasilMar17.pdf>

<sup>11</sup> Estudos intitulados “*As bases eleitorais de Lula e do PT: do distanciamento ao divórcio*”, de Sonia Luiza Terron e Gláucio Ary Dillon Soares, e “*Bolsa Família and the Shift in Lula’s Electoral Base, 2002-2006*” de Cesar Zucco e Timothy J. Power.

separar a “associação do programa assistencialista ao partido e a Lula” e a “associação do programa ao governo”.

Após 2 anos de continuidade dos pagamentos, parece-nos razoável imaginar que a ameaça petista de que outro governo acabará com o programa não terá o mesmo impacto verificado em 2014. A missão especial do governo, seus aliados e publicitários será convencer essa parcela importante do eleitorado de que seguirá comprometido com o pagamento do auxílio.

*(iv) Lula não ser preso ou condenado até 2018.* Esse é o grande risco. A estratégia de vitimização está desenhada e a não-condenação será utilizada como prova de honestidade e perseguição.

Se Lula conseguir evitar a inelegibilidade, enfrentará armas que desde 2002 sempre estiveram ao seu lado. Terá poucos palanques pelo Brasil, menos dinheiro, menos tempo de TV e menos saúde (em 2014, já não conseguiu acompanhar Dilma na campanha). Acima de tudo, enfrentará um país em transformação, com as redes sociais contrárias e agentes de oposição menos passivos que o tradicional PSDB.

Além disso, nos parece que todas atitudes do PMDB têm como objetivo a vitória eleitoral. Reformas, FGTS, apoio aos prefeitos e governadores, emendas, e, acima de tudo, foco no crescimento econômico. A determinação com as reformas não é altruísmo, mas tática eleitoral.

Diferente de FHC, mesmo no auge de sua popularidade, Lula não conseguiu se eleger no 1º turno. Dessa vez, sua luta será ainda mais dura e o ex-presidente não terá ao seu lado o PMDB, o grande vencedor de eleições no Brasil.

## Externo

Depois de 15 meses zeramos a posição em ações argentinas. Seguimos enxergando um *upside* relevante, porém alguns ruídos de curto prazo pioraram o risco vs. retorno e contribuíram para nosso movimento.

## Equipe

A Vista Capital comunica aos clientes que Kaio Sartori se juntou à Equipe de Gestão.

Bacharel em economia pela IBMEC-RJ, foi gestor de Moedas e Renda Fixa da Gap Asset Management (2012-2017).

Permanecemos à disposição para qualquer esclarecimento adicional.

## Vista Capital