



mar

asset

carta: janeiro, 2025

Pregando no deserto

Precisamos responder à pergunta mais importante que cerca nosso portfólio e os mercados: haverá um gatilho para estancar a piora macroeconômica e dos ativos financeiros brasileiros no futuro próximo? A nossa resposta é que sim.

Acreditamos que vivemos em um cenário de dominância política. Os desafios econômicos atuais são fruto de ordem política, ou melhor, decorrem de suas restrições. Portanto, a solução também deve vir por meio da política, provavelmente com uma mudança de gestão no poder executivo.

Nossa percepção é sustentada em dois pilares. Enxergamos uma inflexão conjuntural na economia, resultado de um ciclo econômico esgotado e com perspectiva de deterioração nos próximos anos. Ao mesmo tempo, identificamos uma alteração estrutural na sociedade brasileira, marcada pelo crescimento da população evangélica, que tem influenciado uma mudança no perfil do voto médio em direção ao conservadorismo e movimentado o pêndulo político brasileiro à direita.

Essa combinação, ao nosso ver, torna minoritária a probabilidade de reeleição do Presidente Lula, algo que deve ser antecipado pelos mercados em algum momento de 2025.

Política fiscal como instrumento político

Para tratarmos do tema econômico conjuntural, gostamos de recorrer à história. A relação umbilical entre política e economia nos ajuda a entender o atual ambiente de contorno.

Um dos principais objetivos da política econômica é promover crescimento e conter a volatilidade do PIB, ou seja, suavizar os ciclos econômicos. Ciclos agudos de “booms and busts”, geram periodicamente intensa dor social, insatisfação popular, instabilidade política e incerteza para os investimentos, inviabilizando um crescimento sustentado que melhore a vida da população de forma estrutural.

As sociedades organizadas vêm debatendo há séculos o desafio de manter crescimento e ao mesmo tempo reduzir a intensidade dos ciclos econômicos. Em certos momentos, através da melhoria da eficiência agrícola, industrial e comercial, em outros, através da proteção e da redução das guerras. No último século, destacamos a evolução dos instrumentos de intervenção econômica pelo Estado.

A grande novidade nesse tema foi o desenvolvimento e a introdução das ideias de John Maynard Keynes na macroeconomia. O economista inglês propôs o uso dos gastos do governo como ferramenta de anteparo temporário a grandes movimentos negativos do ciclo econômico. Keynes, na construção de sua original ideia, tentava suavizar o sofrimento econômico e social imposto à Alemanha pelos países vencedores da Primeira Guerra.

Durante sua participação na delegação britânica no Tratado de Versailles, Keynes percebeu que a dor econômica a ser vivida pela derrotada sociedade alemã poderia resultar em enorme insatisfação popular e maior instabilidade política. As imposições econômicas definidas pelos países vencedores eram tão duras que levaria a um ambiente de maior risco ao continente europeu.

Após duas décadas, as suas ideias foram finalmente implementadas por Franklin Roosevelt em seu primeiro mandato presidencial (Gráfico 1). O objetivo foi o de reduzir o sofrimento econômico americano gerado pela crise de 1929.¹

1 [Carta de Keynes para Roosevelt em 1933 sugerindo a aplicação de suas ideias.](#)

Gráfico 1:
Gastos do governo nos EUA



Fonte: Federal Reserve St. Louis, Mar Asset Management

A recuperação da economia americana após a eleição de Roosevelt foi muito bem-sucedida. Ele foi reeleito por mais três vezes como presidente e o mundo político experimentou o poder popular da ferramenta fiscal.

Inicialmente pensada e utilizada para suavizar o ciclo econômico, a ferramenta fiscal também demonstrou ser relevante para a popularidade de um governante e, por consequência, uma poderosa influenciadora sobre resultados eleitorais subsequentes.

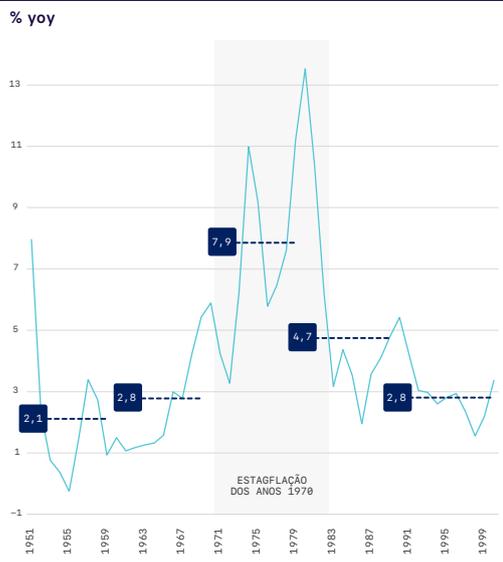
A experiência foi tão exitosa que, após a morte de Roosevelt, no início de seu quarto mandato, a legislação americana passou a limitar o exercício da presidência a apenas dois mandatos. Assim, a perpetuação no poder de políticos com alta popularidade seria evitada.

O mundo político registrou o efeito popular da bem-sucedida experiência econômica do uso do instrumento fiscal. A partir de então, esse instrumento passou a ser utilizado de forma frequente e com o objetivo de elevar a popularidade política. Não era mais um suavizador de ciclos econômicos, como pensado originalmente por Keynes.

A sua utilização para fins políticos acaba por gerar mais volatilidade do PIB e não sua redução. Nos EUA, a década de 1960 foi marcada por uma forte expansão fiscal, em meio a uma economia já próxima ao pleno emprego. Acreditava-se na possibilidade de se atingir qualquer taxa de desemprego, sem incorrer em descontrole macroeconômico. Até que na década de 70, os EUA enfrentaram a estagflação, um fenômeno econômico inédito

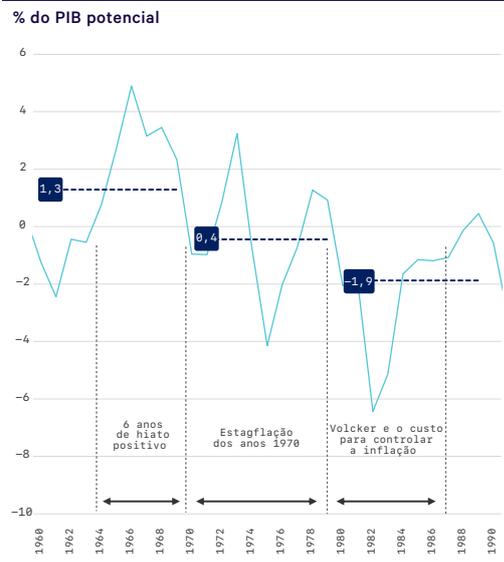
até então, em que, mesmo sem crescimento de demanda, a inflação permanecia acelerando (Gráficos 2 e 3).

Gráfico 2:
Inflação CPI nos EUA



Fonte: BLS, Mar Asset Management

Gráfico 3:
Hiato do produto dos EUA



Fonte: CBO, Mar Asset Management

Como Friedman cunhou assertivamente na época, “não há nada mais permanente do que um programa de governo temporário”. Esse comentário resumiu muito bem o quão dependente o mundo político americano havia se tornado da ferramenta fiscal e como seu uso, sem observar o ciclo econômico, desorganizava a economia.

O capítulo histórico que resolveu esse dilema foi a chegada de Paul Volcker ao Fed e seu choque de juros. A Fed Funds foi elevada para próximo a 20% até que a contração monetária levou a uma profunda recessão nos anos seguintes, mas finalmente controlou a inflação de forma definitiva. A partir daí, a sociedade e os agentes de mercado se convenceram de que a inflação se manteria controlada e o Fed ganhou maior independência de ação em relação ao governo, mesmo que implementando políticas impopulares no curto prazo.

O mau uso da ferramenta fiscal como instrumento político foi percebido pela sociedade americana, que transferiu o protagonismo da gestão dos ciclos econômicos para a política monetária. Esta gerida por técnicos/economistas com metas específicas e mandatos desassociados ao ciclo político. Além disso, limitou-se o uso da ferramenta fiscal pelos políticos através de duras restrições orçamentárias. Assim, a política econômica

passou a ter a ferramenta monetária como protagonista, enquanto a ferramenta fiscal se tornou um limitado coadjuvante.

O resultado desse arranjo foi bastante eficiente, e os 30 anos que se seguiram à década de 80 ficaram conhecidos como “The Great Moderation”. Esse modelo de política econômica, centrado na política monetária, foi amplamente adotado ao redor do mundo, inclusive por países em desenvolvimento.

No entanto, nos países emergentes, onde as economias enfrentam maior volatilidade e as instituições são menos maduras, o arranjo foi aplicado de forma limitada. O ativismo fiscal prevalece, com o controle político da gestão econômica frequentemente relegando os bancos centrais a um papel secundário.

No caso brasileiro, tivemos um momento de grande evolução institucional como resultado da crise fiscal do governo Dilma. A sociedade brasileira descobriu o quão economicamente custoso pode ser uma política econômica dominada pela ferramenta fiscal utilizada com fins políticos, observando somente o próximo ciclo eleitoral e ignorando o ciclo econômico.

A manutenção artificial daquele período de crescimento elevado pressionou a inflação, produziu perda de credibilidade junto à sociedade, aos agentes de mercado e resultou em uma das maiores recessões de um país fora de guerras no mundo moderno.

A consequência política desse doloroso processo foi a implementação de um teto de gastos em 2016, inserido na Constituição pela Emenda Constitucional nº 92, e de um caminho aberto para um banco central formalmente independente. Finalmente avançávamos para um arranjo de política econômica mais semelhante ao de países desenvolvidos, com vistas a alcançarmos maior previsibilidade e ciclos de crescimento mais suaves.

Contudo, a pandemia da Covid-19 forçou os países, desenvolvidos e não desenvolvidos, a trazer de volta o protagonismo da ferramenta fiscal, tamanho era o potencial da dor econômica a ser produzida pelo isolamento social.

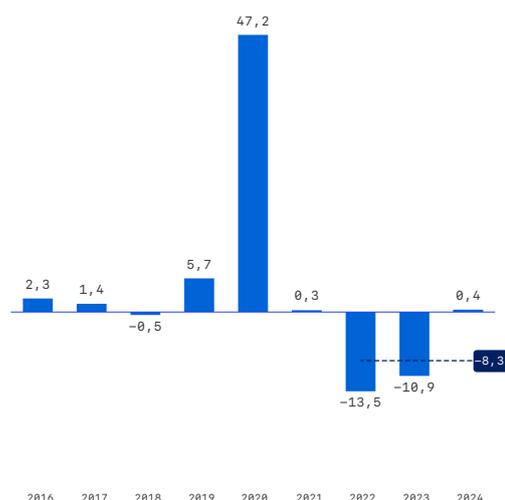
O uso da poderosa ferramenta fiscal se fez necessário e foi de extrema eficácia para mitigar os efeitos da crise e a volatilidade política que

poderíamos ter experimentado ao redor do mundo. Ao invés disso, o mundo atravessou um evento de dimensões bíblicas e pouco se ouviu sobre quebradeira de grandes multinacionais ou de indústrias nacionais gerando desemprego generalizado. Ou seja, o objetivo de suavizar a dor econômica foi alcançado através da expansão fiscal.

O desafio, como dito por Friedman, é desfazer programas governamentais de transferência de renda quando já não são mais economicamente necessários. Países que após a pandemia gradativamente abandonaram a ferramenta fiscal e seus benefícios políticos, para devolver aos Banco Centrais independentes o protagonismo da gestão econômica, sinalizaram para a sociedade e aos mercados a normalização de suas políticas e um mais saudável e previsível ambiente econômico à frente.

Gráfico 4:
Crescimento dos gastos primários – EUA

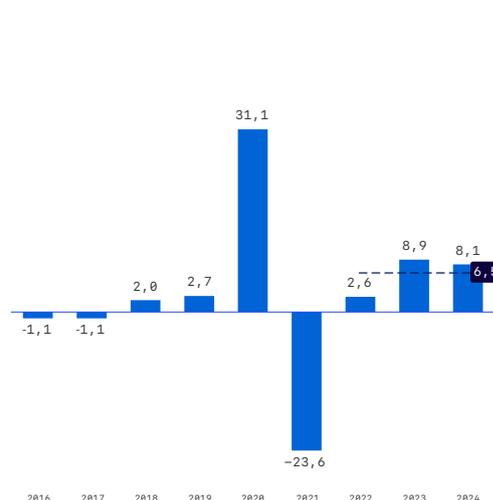
% em termos reais



Fonte: CBO, Mar Asset Management

Gráfico 5:
Crescimento dos gastos primários – Brasil

% em termos reais



Fonte: Tesouro Nacional, Mar Asset Management

Dominância Política

É nesse contexto que o terceiro mandato do presidente Lula foi inaugurado em 2023. Enquanto os países desenvolvidos, respeitando o ciclo econômico, foram retirando seus estímulos fiscais, a transição do governo Bolsonaro para o Lula se destacou pela implementação da PEC da Transição proposta pelo novo presidente eleito e sua equipe. Essa PEC foi tratada por nós na época como o “Rubicão do Lula”, pois revogou o Teto de Gastos de 2016 e autorizou um aumento do orçamento de gastos

permanentes e indexados em 2% do PIB, já apontando para um inevitável desequilíbrio fiscal².

A PEC da Transição teve como principal objetivo atender à uma necessidade política do governo recém-eleito. O presidente Lula, que poderia ter adotado a tradicional estratégia de desacelerar a atividade na primeira metade de seu mandato – respeitando, assim, o ciclo econômico para reduzir o risco inflacionário e buscar a reaceleração na segunda metade –, optou pela urgência política. A necessidade de crescimento imediato de sua popularidade, após uma vitória virtualmente empatada, se impôs.

Diante de uma oposição popular grande, conservadora e hostil, um Congresso de centro-direita e a menor bancada petista no Legislativo, o governo Lula concluiu que as restrições políticas poderiam colocá-lo em risco. Por isso, o aumento de sua popularidade de curto prazo era a ferramenta prioritária para enfrentar as difíceis negociações políticas que viriam a seguir. Apesar dos riscos econômicos, o governo conscientemente decidiu assumir a política fiscal como sua ferramenta política. Essa ideia é tratada em detalhes em nossa carta de fevereiro de 2023³.

A política fiscal alcançou o que se esperava nos últimos dois anos. O crescimento do PIB surpreendeu os mercados de maneira expressiva, o desemprego alcançou os menores níveis históricos e a inflação se manteve em padrão historicamente baixo. A fotografia ao fim de 2024, bem resumida pelo famigerado índice de miséria - que é a soma da inflação com a taxa de desemprego - nos níveis mais baixos da nossa história, reflete exatamente o que o governo pretendia alcançar.

Contudo, neste momento, dois graves problemas se apresentam para Lula. O primeiro é de natureza conjuntural, pois acreditamos que já alcançamos o melhor ponto do ciclo econômico do atual mandato. O segundo é estrutural, já que, apesar de o índice de miséria estar no nível mais baixo

2 Ver, por exemplo, nosso estudo: [Nova estrutura fiscal – palha, madeira ou concreto?](#) de abril de 2023.

3 Carta: [Brilha uma estrela... cadente?](#), Fevereiro, 2023.

de sua história, seu efeito positivo sobre a popularidade presidencial decepcionou (Gráfico 6).

O sucesso econômico alcançado por conta da expansão fiscal na primeira metade do governo não alcançou seu objetivo central, que era o aumento da popularidade presidencial. O presidente Lula apresenta seu menor nível de aprovação popular entre seus três mandatos, semelhante ao que o presidente Bolsonaro registrava no mesmo período de governo, e não há mais espaço para a continuidade das políticas fiscais expansionistas nos próximos anos⁴.

Gráfico 6:
Índice de Miséria e avaliação ótimo / bom / regular do governo presidencial



Fonte: Datafolha, IBGE, Mar Asset Management

Nós e o mercado discutimos exaustivamente a questão fiscal brasileira, pois é realmente preocupante. Mas enquanto a inflação corrente seguia baixa e o crescimento alto, a percepção consensual dos analistas era de que qualquer problema macro se resolveria.

A pergunta que sempre nos fizemos foi: até quando essa combinação de crescimento muito forte impulsionado pela expansão fiscal, com inflação corrente baixa, seria possível? Mais do que isso, como foi possível tal equilíbrio nos dois primeiros anos do governo Lula se a economia ao fim do governo Bolsonaro já se encontrava próxima ao esgotamento?

⁴ Ver, por exemplo, [pesquisa de avaliação do governo Quaest de dezembro de 2024](#).

Nossa resposta veio no estudo Macro de maio de 2024⁵, em que desenvolvemos a ideia de que a inflação baixa no Brasil era temporária. A normalização das cadeias globais de produção levou a uma forte desinflação global. A importação dessa desinflação levou as projeções de IPCA a serem recorrentemente revistas para baixo e deu a sensação para muitos analistas econômicos, e até ao próprio BCB, que nosso PIB potencial teria aumentado e por isso poderíamos ter um crescimento estruturalmente mais forte sem gerar inflação (Gráfico 7).

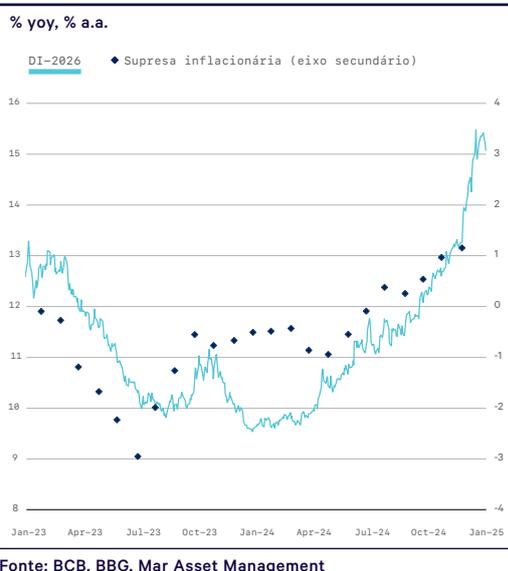
Nunca enxergamos bases sólidas para essa argumentação, mas sempre nos reservamos o direito de estamos errados e acompanhamos diligentemente esse processo. O que vimos foi uma lenta deterioração da inflação corrente que gerou forte revisão e precificação altista das expectativas inflacionárias de longo prazo (Gráfico 8).

O mercado, que havia dado o benefício da dúvida ao governo Lula com a aprovação do novo arcabouço fiscal e inclusive aplaudiu o BCB quando começou um antecipado ciclo de corte de juros⁶, percebeu ao longo do tempo que as prioridades do governo eram as restrições políticas e não as econômicas.

Gráfico 7:
Supresa inflacionária – IPCA observado vs. projetado pelo mercado três meses antes



Gráfico 8:
Supresa inflacionária e contrato futuro de CDI com vencimento em Jan 26



⁵ Carta: [Soft landing em perspectiva: o caso do Brasil](#), Maio de 2024

⁶ Ver, por exemplo, nossa carta: [Não necessariamente sobre política monetária](#), de junho de 2023.

A percepção de que o governo não estaria disposto a desacelerar a atividade econômica na segunda metade do mandato presidencial foi o catalisador para a perda de credibilidade da política econômica e desancoragem das expectativas de inflação no curto, médio e longo prazo. Por isso preferimos definir nossa situação atual como de dominância política, e não como dominância fiscal.

Se a política econômica obedece ao ciclo eleitoral por meio do uso político da ferramenta fiscal, como discutimos ao longo da carta, a volatilidade e a incerteza sobre o ciclo econômico se instalam. Recentemente, assistimos o BCB tentar sair do ambiente de dominância política ao deixar a postura coadjuvante da política econômica e tentar assumir seu protagonismo.

Discordamos do BCB quando descreveu a política fiscal como a razão para a desancoragem das expectativas de inflação. Ainda que a política fiscal seja de fato um problema para o controle inflacionário, para um BC independente, ela deve ser tratada como um *input* para a decisão de política monetária. Ou seja, a política monetária deve levar em consideração a política fiscal para que a política econômica alcance o controle inflacionário e seu objetivo de suavização do PIB.

Obviamente, a política econômica ótima é quando ambas as ferramentas - fiscal e monetária - buscam o mesmo objetivo, mas, quando divergem, não cabe outra decisão a um banco central independente a não ser calibrar a política monetária de forma restritiva o suficiente para compensar o efeito expansionista da política fiscal, de forma que a resultante encontre a estabilidade econômica.

Dado o momento do atual ciclo, a reestabilização da economia se dará essencialmente por meio do desaquecimento da demanda. É necessário um crescimento do PIB abaixo do potencial, ocasionando aumento do desemprego que, finalmente, levaria a uma queda da inflação. Esse processo indicaria aos mercados e a sociedade o compromisso da política com o equilíbrio da economia e não com as próximas eleições. Porém, o efeito colateral desse compromisso, pelo menos a curto prazo, é insatisfação popular e pressão sobre a já baixa popularidade do governo, o que, neste ponto do mandato, colocaria em grande risco o projeto de reeleição do atual presidente.

A atitude recente do BCB de elevar a Selic em 100 bps e pré-anunciar pelo menos mais duas altas de mesma magnitude é um sinal inequívoco e bem-vindo do seu compromisso com o ciclo econômico e com a desaceleração da demanda interna.

As consequências do atual processo de aperto monetário serão sentidas plenamente pela população em 2026, exatamente no ano das eleições presidenciais⁷. O prazo usual para o efeito da alta de juros se transmitir completamente para economia é de 6 a 8 trimestres. O modelo de pequeno porte do BCB, que serve de base para as projeções da instituição, sugere que a estratégia atual do Copom levaria a uma contração do hiato do produto de 2pp até o final de 2026 (Gráfico 9). Tal contração só foi vista em momentos de recessão da economia, e dificilmente não seria acompanhada de um forte aumento da taxa de desemprego. Ou seja, o Banco Central prevê a necessidade de um “hard landing” para garantir o controle da inflação.

Gráfico 9:
Projeção do hiato do BCB em um cenário com taxa Selic terminal de 14,25% a.a.



Fonte: BCB, Mar Asset Management

Ainda que a conjuntura econômica já seja um forte elemento dificultador para a popularidade presidencial prospectiva, há uma outra variável estrutural que compõe o cenário de forma muito importante e que aumenta a complexidade para a reeleição do presidente Lula.

⁷ O modelo de pequeno porte sugere que uma taxa terminal de 14,25% no 2T25 seria suficiente para levar o IPCA para a meta no horizonte relevante à época (4T26), conquanto esta permaneça neste nível até meados de 2026.

Padrões / Evangélicos

Quando nos perguntam como fazemos análise dos mercados, gostamos de descrevê-la como observação e identificação de padrões. Padrões moldam a história, sociedades, empresas, comportamentos coletivos e individuais e, conseqüentemente, expectativas e preços de mercados. Os padrões são a argamassa básica para os consensos sociais.

Os preços de mercados são os consensos sociais mais efêmeros das sociedades modernas. Um consenso flexível como todos os outros, mas nesse caso com velocidade e agressividade nas suas variações muito superior aos consensos que observamos de forma geral, como regras e leis.

Se os padrões são a argamassa essencial para formação de consensos e movimento dos preços, fica mais claro pensarmos que nossa função como gestores de carteira significa a identificação, acompanhamento e antecipação a mudanças de padrões.

A correta identificação de padrões consolidados ajuda a entender o comportamento de preços de mercado e, em geral, a boas oportunidades de alocação de capital. Há padrões de prazos bem curtos como correlação entre ativos, que eventualmente apresentam distorções temporárias que podem gerar oportunidades.

Contudo, é na identificação de mudanças de padrões de longo prazo que residem os grandes riscos e oportunidades para investidores fundamentalistas.

Os padrões sociais estão intimamente relacionados aos valores mais importantes e profundos de cada sociedade. A mudança de importância relativa entre eles tem o poder de produzir alterações profundas na sociedade.

A expansão das diferentes religiões ao longo da história serviu como um importante fio condutor para a ordenação desses valores. É nesse contexto que investigamos a quebra de correlação entre a situação econômica e popularidade governamental - que funcionou tão bem durante as últimas décadas - e buscamos explicar a razão da baixa popularidade do atual governo.

Nessa investigação, nos deparamos com a ideia da evangelização da sociedade brasileira como um redutor da sensibilidade da população à

situação econômica. A ideia de uma mudança estrutural na parcela religiosa tem grandes implicações de curto e longo prazo. Por isso, junto com essa carta de conjuntura, divulgamos um profundo estudo sobre os traços e crescimento da população evangélica, que nosso time de pesquisa investigou de forma intensa durante os últimos trimestres⁸.

Essa mudança lenta, consistente e silenciosa disputa a tese dominante e aceita pelos analistas políticos: de polarização ou calcificação social.

A tese de calcificação social explica muito bem a situação dos EUA, em que a política é bipartidária, a sociedade bem dividida entre republicanos e democratas, inclusive geograficamente, e suas eleições presidenciais decididas por alguns poucos estados denominados como *swing states*. Mesmo na eleição de 2024, em que Trump venceu tanto no colégio eleitoral como no voto popular, a variação do voto popular entre democratas e republicanos tem sido bastante suave ao longo dos anos.

O que observamos ultimamente nos EUA é uma radicalização dos polos já consolidados.

No caso brasileiro, discordamos da tese da calcificação. O que ocorre no país não é apenas uma radicalização dos polos, com pouca mobilidade de eleitores entre os espectros políticos. Mas sim um movimento à direita.

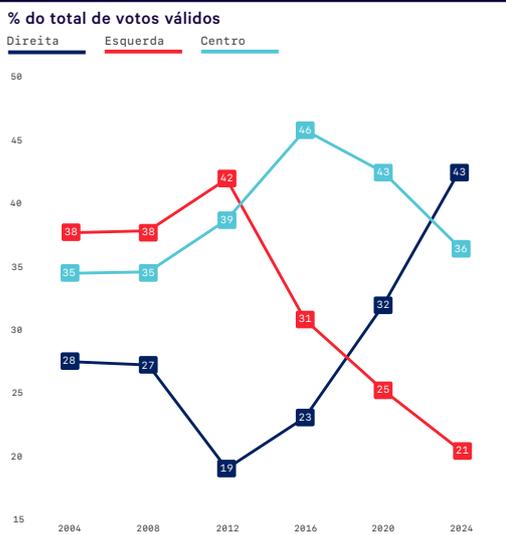
A evolução dos resultados das eleições mostra bem essa movimentação do pêndulo político brasileiro. Construímos um Índice de Posição Política que resume o total de votação em partidos de direita, centro e esquerda. O índice mostra uma clara movimentação do viés político brasileiro da esquerda para a direita, especialmente na última década.

Em 2004, 38% do total de votos das eleições municipais foram em partidos de esquerda, enquanto 27% em partidos de direita e 35% no centro. O melhor desempenho da esquerda nas eleições municipais ocorreu em 2012, quando alcançou 42% do total de votos, enquanto a direita obteve apenas 19,2%. Nas eleições de 2024 observamos uma situação perfeitamente inversa a de 2012. Apenas 20% dos votos foram destinados a

8 Estudo: [Vai na fé! O impacto eleitoral do crescimento dos evangélicos.](#)

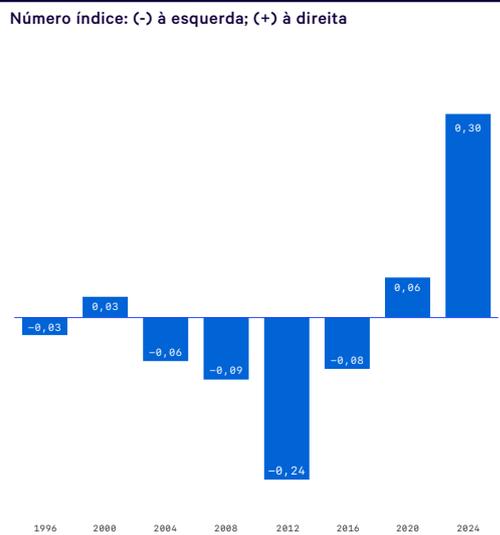
partidos de esquerda, enquanto os de direita conquistaram 43% (Gráfico 10). A eleição municipal do ano passado reflete uma posição política à direita semelhante ao melhor momento da esquerda na década passada.

Gráfico 10:
Votação nas eleições municipais no primeiro turno de acordo com o viés do partido



Fonte: TSE, Mar Asset Management

Gráfico 11:
Índice de Posição Política dos votos de primeiro turno – eleições municipais

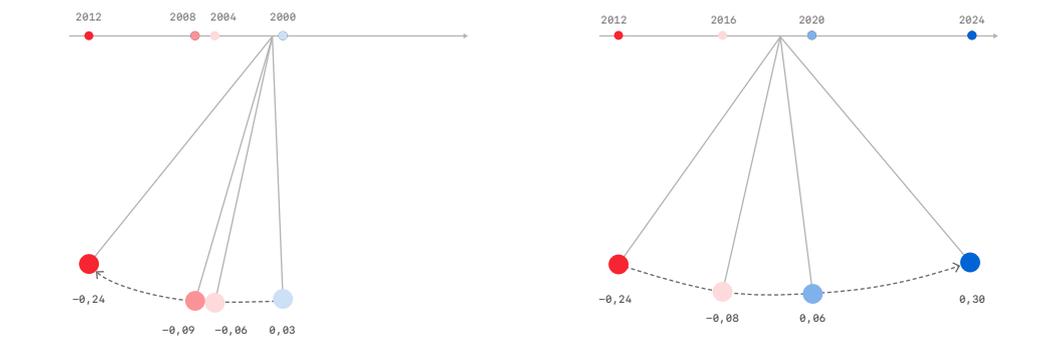


Fonte: TSE, Mar Asset Management

Esse índice de posição política, calculado para diversas eleições, seja para o Executivo ou para o Legislativo, nos indica uma movimentação expressiva do pêndulo político no intervalo de 12 anos. (Gráficos 11 e 12).

A ideia da calcificação ou a análise geográfica/renda do voto não é capaz de explicar esse movimento. Ao nosso ver, a explicação mais plausível se dá quando o abordarmos sob a lente religiosa. Os indícios de crescimento acelerado da população evangélica, conjuntamente com os valores desse segmento da sociedade, sugerem que a guinada à direita poderia ser explicada pelo crescimento do protestantismo.

Gráfico 12:
IPP de eleições municipais mostrou movimento pendular entre 2000 e 2024 e agora encontra-se no seu nível mais à direita



Fonte: TSE, Mar Asset Management

É natural imaginarmos que os cristãos protestantes sejam mais conservadores que os não religiosos ou mesmo que os católicos em uma variedade de questões sociais. Em uma pesquisa do Pew Research realizada em 2014, os católicos que se converteram ao evangelismo citaram razões como a busca por maior proximidade com Deus, ajuda ao próximo, prosperidade pessoal, entre outros motivos para adotarem o protestantismo.

Sobre temas comportamentais, os evangélicos se posicionam contra o aborto em uma parcela maior que os católicos. Enquanto metade dos católicos são contra casamento gay, entre os evangélicos essa proporção chega a 83%. Além disso, o número de evangélicos que se opõe ao sexo fora do casamento (76% contra 44%) e ao divórcio (39% contra 17%) é quase o dobro em comparação aos católicos.

Acreditamos que a ideia evangélica que melhor representa o momento social brasileiro é a Teologia da Prosperidade. Ela associa a fé em Deus com o sucesso material, saúde, bem-estar físico e emocional. Essa ideia enfatiza que o sucesso profissional faz parte da caminhada espiritual e seu avanço é uma benção de Deus ao bom fiel, enfraquecendo assim a conexão entre a melhora de vida pessoal com o governo corrente.

O último número oficial do tamanho da população evangélica é o do Censo 2010. Naquela pesquisa, realizada há 15 anos, apenas 22% da população brasileira se declarava evangélica. Para entendermos seu crescimento desde então e projetarmos essa dinâmica à frente, recorreremos a uma engenhosa solução aplicada por Araújo (2023) e De Negri et al (2023)⁹, que consiste em acompanhar a abertura de igrejas pentecostais através da criação e cancelamento de registro de CNPJ dos templos na receita federal.

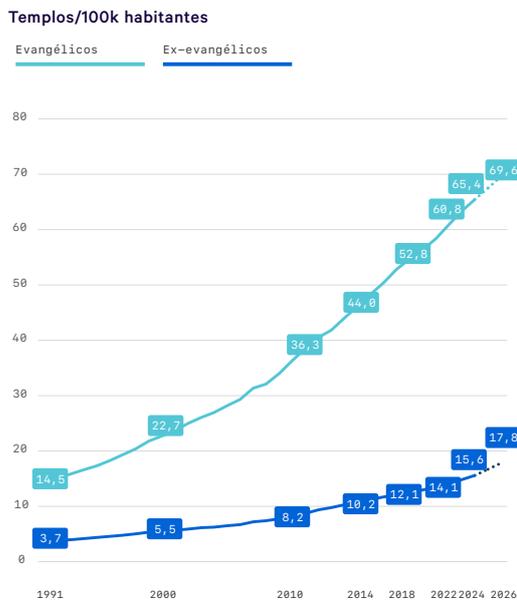
Essa solução possibilitou a construção de uma base de microdados robusta, detalhada até o nível municipal e atualizada mensalmente, permitindo o cruzamento do número de templos evangélicos com a evolução dos votos ao longo das eleições. Essa base sugere que, na última década, houve a abertura de 5 mil templos evangélicos por ano (Gráfico 13).

⁹ Araújo, V. *Pentecostalismo e antipetismo nas eleições presidenciais brasileiras*, 2023.

De Negri, F; Machado, W; Cavalcante, E. *Crescimento dos estabelecimentos evangélicos no Brasil nas últimas décadas*, 2023.

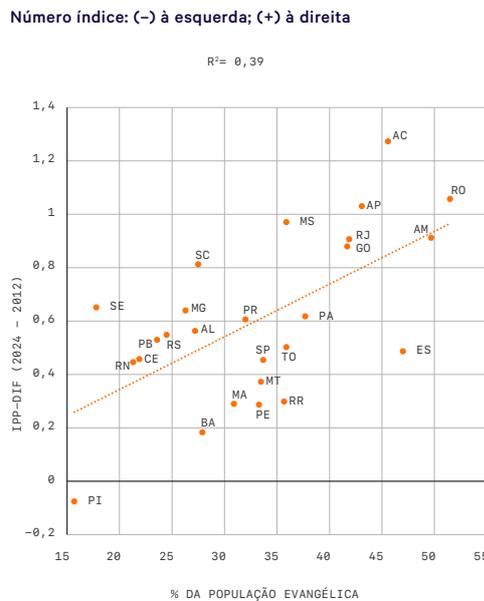
Além disso, foi possível testar se há relação entre o crescimento do protestantismo e a migração do voto à partidos de direita. De fato, conforme mais templos foram abertos, mais o voto de uma região migrou para a direita¹⁰ (Gráfico 14).

Gráfico 13:
Templos religiosos per capita – evangélicos vs. outras religiões



Fonte: Receita Federal, Mar Asset Management

Gráfico 14:
Mudança IPP entre 2012-24 nas eleições municipais vs. % da população evangélica por estado



Fonte: TSE, Mar Asset Management

Como os evangélicos votam?

O PT possui um representante no segundo turno das eleições presidenciais desde 2002. Portanto, é possível analisarmos, com base nas pesquisas eleitorais de véspera, como o padrão eleitoral do partido evoluiu ao longo do tempo. Em particular, pudemos observar cada uma dessas votações sob o corte religioso.

Em 2010 e 2014, o PT venceu as eleições presidenciais com cerca de 55% dos votos dos não evangélicos e 50% dos evangélicos. Como não

10 Testes econométricos mais robustos são apresentados no nosso estudo: *Vai na fé! O impacto eleitoral do crescimento dos evangélicos.*

evangélicos eram a ampla maioria da população, o PT venceu essas eleições com certa folga (Gráfico 15).

A partir de 2016, notamos uma mudança estrutural na forma como os evangélicos votam. O protagonismo das pautas progressistas defendidas pelos governos petistas, combinado com os escândalos de corrupção da Lava Jato, levou os fiéis a reduzirem o apoio ao PT para apenas 30% de sua população.

Nas eleições presidenciais de 2018, na vitória de Bolsonaro, o PT, através de Fernando Haddad, até obteve mais votos entre os não evangélicos, mas conquistou apenas 31% dos votos entre os evangélicos.

Já nas eleições de 2022, que selou a vitória de Lula pela menor margem da nossa história, a conversão do eleitorado evangélico pelo candidato petista permaneceu nos mesmos 31% alcançados por Fernando Haddad em 2018. Contudo, entre os não evangélicos, Lula obteve impressionantes 60% dos votos, o que foi decisivo para assegurar sua apertada vitória. Interpretamos que o presidente Lula foi capaz de converter uma parcela relevante dos eleitores moderados que definiram seu voto pela menor rejeição entre Lula e Bolsonaro.

Ainda que a parcela de conversão de votos do candidato petista entre os evangélicos tenha se mantido estável nas eleições de 2018 e 2022, o número de protestantes na população brasileira segue crescendo em um ritmo superior ao da população total. Nossas estimativas, baseadas na abertura de novos templos, sugerem que os 22% de protestantes medidos pelo IBGE no censo de 2010 seriam 29% na eleição de 2018, 32% em 2022 e 36% em 2026, ou seja, aproximadamente 78 milhões de brasileiros.

Com essa taxa de crescimento do protestantismo, uma repetição da conversão dos votos obtidos por Lula na última eleição pelo critério religioso, que mostrou recorde de adesão entre os não evangélicos, já não seria suficiente para que ele conquistasse a reeleição (Gráfico 16).

De fato, o espaço de conversão de votos nacionais por partidos progressistas vem diminuindo a cada dia.

Gráfico 15:
Intenção de votos no PT
no 2 turno por religião



Fonte: Datafolha, Mar Asset Management

Gráfico 16:
Relação entre taxa de conversão,
população evangélica e resultado
das eleições presidenciais

	2010	2014	2018	2022	2026*
Proporção de Evangélicos	22.2%	25.4%	29.0%	32.1%	35.8%
Conversão de Evangélicos	51.0%	49.0%	31.0%	31.0%	31.0%
Conversão de Não-Evangélicos	57.5%	52.5%	50.5%	60.3%	60.3%
Resultado	56.1%	51.6%	44.9%	50.9%	49.7%

Fonte: IBGE, Receita Federal, Mar Asset Management

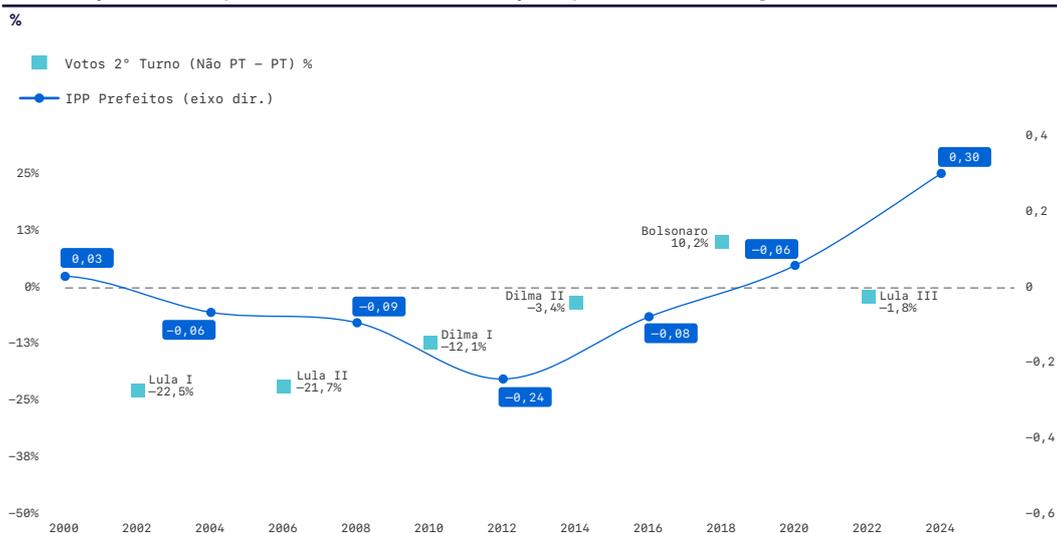
A mesma análise é válida para as eleições municipais, estaduais e para cargos executivos e legislativos. Recentemente, no segundo turno da eleição paulistana de 2024, observamos Guilherme Boulos convertendo os mesmos 31% de votos entre os evangélicos, replicando o desempenho obtido por Haddad e Lula nas eleições presidenciais anteriores. Isso nos indica solidez na rejeição desse grupo de eleitores aos candidatos progressistas, independente do nome que aparece na cédula. Ou seja, é um padrão geral e não apenas específico de um tipo de eleição.

Uma afirmação usual entre analistas políticos é que os resultados das eleições municipais são totalmente dissociados das eleições presidenciais. Nós discordamos dessa visão. Ao analisarmos as eleições municipais dos últimos 20 anos e seus respectivos Índices de Posição Política, observamos relevante indicação para a eleição presidencial seguinte, ao contrário do que é defendido pela imprensa e analistas políticos¹¹. Em geral, um movimento à direita em uma eleição municipal é acompanhado por uma redução do voto do PT no segundo turno das eleições seguintes, e vice-versa.

11 Ver nosso estudo: [Vai na Fé! Impacto eleitoral do crescimento dos evangélicos](#).

No período mais recente, a eleição municipal de 2020 foi a única em que o viés político de esquerda/direita não antecipou o vencedor da eleição presidencial subsequente. Acreditamos que a vitória do presidente Lula em 2022 foi um desvio de percurso, uma vez que o movimento à direita apontado pelas eleições municipais manteve em 2020 e 2024 a mesma tendência à direita observada desde 2016 (Gráfico 17).

Gráfico 17:
IPP eleições municipais e votos no PT nas eleições presidenciais (segundo turno)



Fonte: TSE, Mar Asset Management

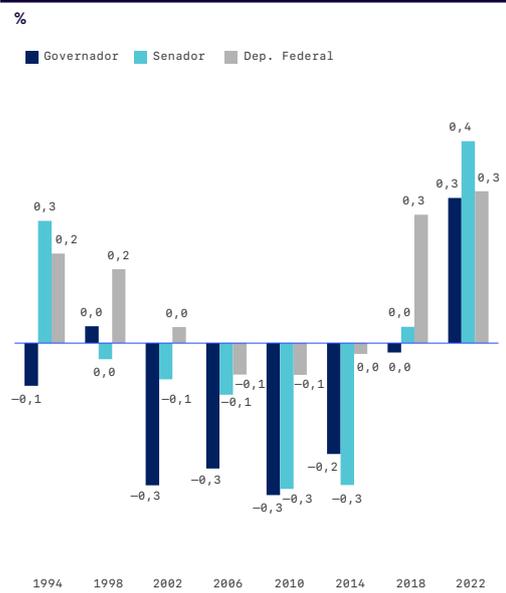
As eleições presidenciais de 2022 foram marcadas pela alta rejeição do presidente Bolsonaro. Ainda assim, pudemos ver o viés de direita do eleitorado se expressando nas eleições a governadores e nos mandatos legislativos como deputado federal e estadual (Gráfico 18).

As recentes eleições municipais de 2024 aprofundaram o movimento à direita observado desde 2016, indicando novamente a tendência de vitória presidencial de um candidato conservador em 2026.

Quando observamos o crescimento dos templos protestantes sob a perspectiva geográfica, fica evidente uma trajetória de expansão que se inicia no Sudeste, avança para o Sul, segue para o Centro-Oeste, alcança o Norte e, mais recentemente, começa a ganhar espaço no Nordeste (Gráfico 19). Sob a ótica geográfica a concentração de votos nordestinos em candidatos petistas começa a ser ameaçada pela expansão da religião evangélica nessa região.

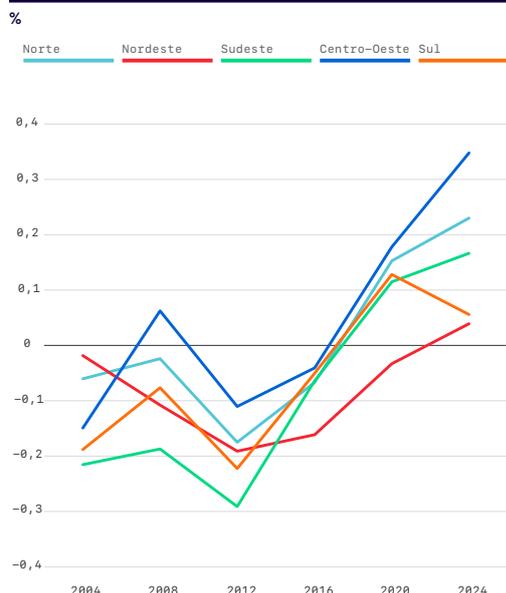
Essa mudança de padrão de comportamento e valores sociais continuará tendo impacto relevante sobre a dinâmica política do Brasil no futuro.

Gráfico 18:
Índice de Posição Política – eleições de
Deputado Federal, Senador e Governador



Fonte: TSE, Mar Asset Management

Gráfico 19:
Índice de Posição Política nas
eleições municipais por região



Fonte: TSE, Mar Asset Management

O governo é consciente desse movimento

De forma simplificada, existem dois caminhos defendidos por membros do governo sobre como deveria ser a reação do presidente Lula a essa mudança estrutural. A primeira, moderada, possivelmente defendida pelo ministro da Fazenda, Fernando Haddad, consiste na adoção de uma moderação econômica apostando no aumento da conversão de votos entre os não evangélicos. A segunda, possivelmente defendida pelo ministro da Casa Civil, Rui Costa, argumenta que a única forma de sensibilizar esse eleitorado evangélico e, ao mesmo tempo, proteger a base eleitoral entre os eleitores mais pobres, é por meio do aumento de programas estatais que sejam claramente identificáveis pela população como uma marca do governo.

Enxergamos um governo consciente de suas restrições políticas, assistindo a uma mudança cultural que reduz a sua aderência social. Ainda assim, por meio da política econômica e utilizando a ferramenta fiscal “a todo vapor”, busca proteger sua base popular e avançar sobre o eleitorado

evangélico por meio da entrega de benefícios financeiros. Ainda que às custas do desequilíbrio macroeconômico.

E agora?

Como um presidente que priorizou as restrições políticas desde o início do mandato e alcançou a melhor fotografia econômica sem produzir o tão esperado efeito positivo em sua popularidade, reagirá, na reta final de seu terceiro mandato, à necessidade de uma importante desaceleração da atividade econômica para controlar a inflação?

O melhor instrumento que temos para responder a essa pergunta é a observação dos padrões das decisões governamentais já tomadas até aqui.

Recentemente, a necessidade de corte de gastos se fez presente e o governo concordou em debater sobre o tema de forma aberta. Isso nos permitiu experimentar e observar esse processo decisório em ação.

Depois de semanas de discussões, apresentações de diferentes propostas e negociações, o que vimos, infelizmente, não nos surpreendeu. O pacote de corte de gastos teve como primeiro e principal adversário o próprio Presidente da República. O sinal político de objeção de Lula às boas propostas que chegaram a ser ventiladas pela equipe econômica foi uma revelação para os mercados e para o mundo político sobre onde estão as principais restrições do presidente.

Se antes desse processo havia incertezas sobre se o presidente Lula poderia dizer uma coisa publicamente e fazer outra a portas fechadas, como foi característico ao longo de sua longa carreira, neste caso, ele não deixou dúvida. Agiu exatamente conforme havia anunciado em entrevistas recentes.

A prioridade ficou clara: manutenção do crescimento do PIB com distribuição de renda à população às custas de um maior desequilíbrio fiscal. Lula seguiu a função reação esperada – a estratégia “Rui Costa” – indicando que o limite a ser respeitado é o efeito em sua popularidade.

Custos e Conflitos

A desaceleração da atividade se faz necessária para o reequilíbrio das variáveis macroeconômicas. Ela é quase inevitável, especialmente se atingirmos o esgotamento da capacidade produtiva da economia — algo que já foi alcançado ou parece estar muito próximo de ocorrer. No entanto, a forma pela qual essa desaceleração irá ocorrer teria custos bastante distintos para a sociedade.

Uma desaceleração organizada – conduzida por contenção dos gastos do governo, compromisso com a responsabilidade fiscal, desinflação e queda de juros – teria um impacto, em termos de intensidade e duração bem diferente de uma desaceleração desorganizada – causada pela escassez de oferta de produtos e serviços, acompanhada de aceleração da inflação e alta de juros. Em outras palavras, a taxa de sacrifício no primeiro caso seria muito menor.

No segundo mandato de Dilma Rousseff, o país experimentou uma desaceleração desorganizada, bastante profunda e acompanhada de juros altos. Esse cenário resultou no colapso da arrecadação tributária e no aumento do custo de rolagem da dívida, fazendo com que a relação dívida/PIB subisse de 50% para 70%. Por outro lado, em uma desaceleração organizada, sustentada pela ancoragem das expectativas, a contração econômica necessária é menos intensa. Com juros em queda, o custo de rolagem da dívida também diminui, evitando uma deterioração acentuada na relação dívida/PIB.

Enquanto uma desaceleração desorganizada nos arrasta definitivamente para o cenário de dominância fiscal, a desaceleração organizada nos leva de volta ao ambiente de monetário dominante.

Considerando o ponto de partida, no entanto, a desaceleração da atividade e o aumento do desemprego se faz necessário em ambos os casos. Por isso, qualquer uma das estratégias adotadas tende a impactar negativamente a popularidade do governo em um horizonte de um a dois anos.

Isso implica que o melhor momento econômico do atual mandato ficou para trás. Às vésperas da eleição presidencial de 2026, as condições

econômicas serão piores do que as atuais, afetando o já baixo nível de popularidade presidencial.

A popularidade de curto prazo é a métrica que orienta o processo de tomada de decisão do presidente. Por isso, a reação à política restritiva do Banco Central será o principal conflito econômico e institucional a ser acompanhado nos próximos dois anos.

Em resumo, a conjuntura econômica é um elemento significativo de dificuldade para as perspectivas políticas do atual governo. Paralelamente, o forte e contínuo crescimento da população evangélica vem produzindo uma direitização estrutural na sociedade brasileira. São dois poderosos vetores que convergem na mesma direção política: uma maior dificuldade para uma candidatura do PT em 2026.

Conversão

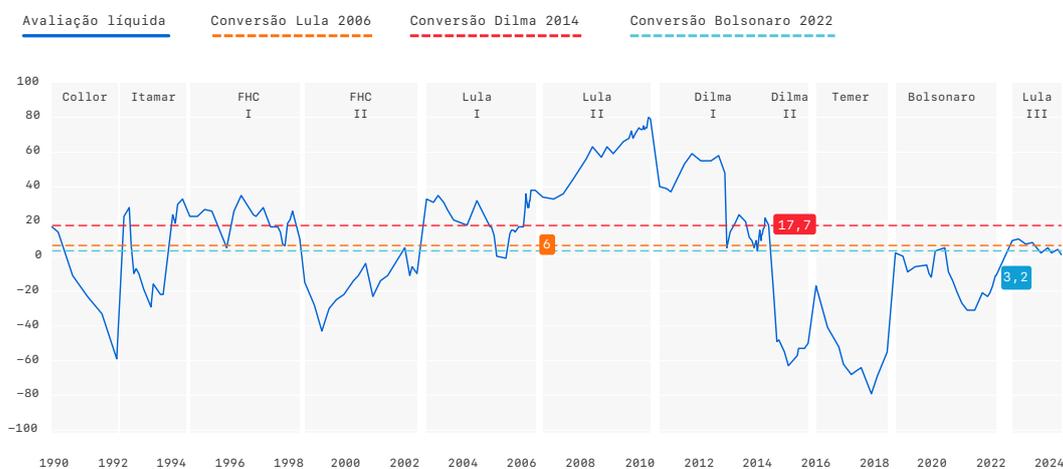
Embora estejamos ainda distantes da próxima eleição, é inevitável, para um analista de padrões, reconhecer o potencial de quebras de correlações e o surgimento de novas forças capazes de gerar um *rally* de magnitude pouco comum, considerando os preços atuais dos ativos brasileiros.

Uma deterioração acelerada da popularidade no curto prazo seria o catalisador para o mercado começar a antecipar o fim da dominância política atual.

Nos níveis atuais, a popularidade já é insuficiente para garantir a reeleição de Lula. Um exercício bastante comum entre analistas políticos é a conversão da popularidade de um presidente em sua votação na disputa pela reeleição. Mesmo que Lula conseguisse ter a maior conversão de avaliação positiva das últimas eleições presidenciais onde havia um incumbente (Bolsonaro em 2022), a popularidade atual não seria suficiente para a sua vitória (Gráfico 20).

Gráfico 20:
**Avaliação líquida corrente e mínima para vencer a eleição
quando se assume a conversão da avaliação positiva em
votos válidos observada nas eleições de 2006, 2014 e 2022**

pp, diferença entre avaliação ótimo/bom e ruim/péssimo



Fonte: Datafolha, Mar Asset Management

Somos conscientes que ainda há um longo caminho até as eleições presidenciais. Por isso, temos sido extremamente diligentes em nosso dever de casa e cuidadosos na gestão do portfólio, para que não sejamos expulsos de maneira antecipada de uma tese de investimento que pode ser estrutural e durar por muitos anos. Ou mesmo para não nos “apaixonarmos” exageradamente por nossas próprias ideias reduzindo nossa capacidade de criticá-las.

Nosso sentimento é que, em 2025, entraremos em um trem fantasma. Apesar do potencial de muitos sustos ao longo do percurso nos próximos dois anos, nos dirigimos para uma promissora saída ao fim dele.

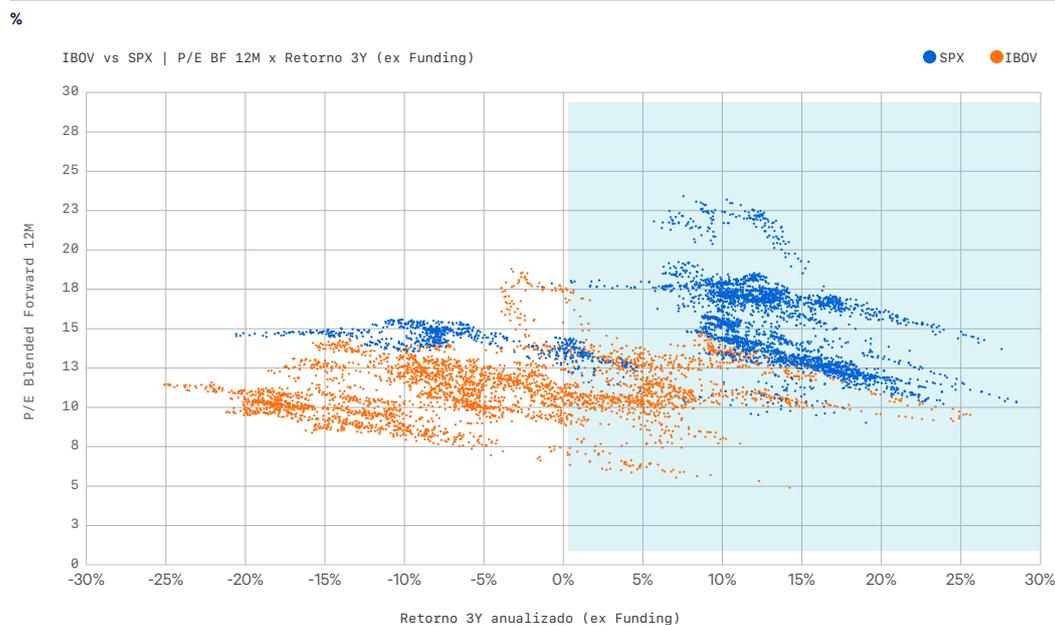
Dilemas do gestor – *timing vs value*

O dilema central na decisão de alocação de risco no portfólio reside no conflito entre valor e *timing*.

Em economias desenvolvidas e estáveis – ou, como colocamos ao longo da carta: economias em que a ferramenta fiscal é contida e a monetária protagonista – as variações dos ciclos são menos frequentes, e os bons negócios perseveram.

Nessas economias, o prêmio de paciência tende a ser muito bem remunerado. Se um investidor compra bons negócios e a bons preços, com a paciência adequada, a probabilidade de alcançar bons retornos é bastante alta. Nos EUA, desde 2006, um investidor que comprou S&P em qualquer momento e esperou três anos obteve retornos superiores a taxa Fed Funds em 85% das vezes (Gráfico 21).

Gráfico 21:
Relação entre retorno do Ibovespa e da S&P acima do custo de financiamento (CDI e Fed Funds) e P/E implícito entre 2006 e 2023



No Brasil, o *stock picking* e o *market timing*, este último relacionado ao ambiente macroeconômico, são variáveis necessárias a serem observadas em busca de retorno consistente ao longo do tempo. O mesmo exercício de consistência, feito para investimentos em Ibovespa, apresenta retornos acima do CDI em apenas 35% das vezes.

O momento ideal para alocação de risco no portfólio é quando os preços dos ativos estão “baratos” (assimetricamente positivos) e às vésperas de algum poderoso catalisador que torne a percepção de mercado positiva. Em geral, esses catalisadores estão intimamente conectados ao ciclo político.

Na prática, a combinação perfeita é inalcançável. Por isso, nosso processo consiste em abrir mão, em alguma magnitude, de valor ou *timing*.

Em certos momentos, o valor parece tão bom (barato) que, mesmo em um ambiente macro desfavorável e sem um catalisador claro de melhora,

a combinação de qualidade empresarial e preço parece ser suficiente para compensar as incertezas de curto prazo. Em outros, o ambiente aponta para um cenário tão positivo que podemos ser menos exigentes com os preços, pois o ambiente serve como grande impulsionador dos ativos em geral.

Durante o ano de 2024, ainda que considerássemos o *timing* ruim, acreditávamos que os preços das melhores empresas brasileiras que acompanhamos com profundidade há décadas, já apresentavam defesa suficiente para uma importante alocação nesses ativos.

Mais uma vez, fomos lembrados de que, em países marcados por uma gestão de política econômica voltada apenas para o ciclo político, o ambiente pode ser ruim o suficiente para gerar perdas importantes, mesmo com um cenário micro positivo e ótimos preços de partida.

Para 2025, projetamos um ambiente macro bastante conturbado. Teremos um choque entre contração monetária e expansão fiscal, uma economia operando além do pleno emprego, e alta da inflação. Tudo isso combinado a um cenário político confuso e à baixa popularidade de um governo na reta final para as eleições de 2026.

Portanto, os preços dos ativos brasileiros, ainda que mais baratos do que no início de 2024, deverão seguir se deteriorando até que o mercado comece a antecipar a alternância política.

Acreditamos que o catalisador para que isso aconteça seja uma aguda redução da popularidade presidencial, que eventualmente viria como resultado da piora do próprio ambiente macro. Uma combinação bastante delicada para os tomadores de decisão, mas que deve ser a antessala de uma melhora estrutural adiante.

Em termos claros, uma forte moderação do presidente Lula, que nos parece de probabilidade muito baixa, ou a própria desistência de sua candidatura, indicando um político mais moderado, como Haddad, seria suficiente para confirmar a tese do Brasil nota 6: um país que oscila abaixo da média, mas que, ao fim, passa de ano. Nesse cenário, alguma descompressão de preços acontece.

Contudo, acreditamos que a Teologia da Prosperidade é o *Zeitgeist* da sociedade brasileira. Um candidato que ofereça uma defesa intransigente da democracia, proposta econômica responsável, com menor protagonismo governamental, promotora do empreendedorismo, que carregue valores conservadores profundos e, ao mesmo tempo, se comunique efetivamente com o mundo protestante, terá grande espaço para uma vitória presidencial. Nesse caso, o novo governo encontraria um ambiente social e político ainda mais à direita que o atual, facilitando a adoção de políticas econômicas impopulares a curto prazo, mas fundamentais para o longo prazo. A aderência de valores presidenciais com a maioria da sociedade manteria sua popularidade satisfatória, um governo funcional e com boas perspectivas para execução de dois mandatos consecutivos.

O efeito sobre as expectativas futuras dos agentes e, conseqüentemente, sobre os preços de mercado, seria muito poderoso. Tal cenário seria acompanhado por um *rally* dos ativos brasileiros que ocorre com pouca frequência.

Portanto, o pano de fundo para alocação de risco em ativos brasileiros consiste em (i) preços baratos (assimetria positiva), (ii) um gatilho visível para um *rally* (fim da dominância política), mas, (iii) um *timing* para acionamento do gatilho difícil de prever, pois ainda estamos distantes da eleição presidencial e, até lá, o cenário macro pode piorar antes de melhorar.

Portfólio

O exercício sobre cenários muito positivos é sempre bastante perigoso para um gestor de portfólio. Ele é como uma espécie de “canto das se-reias”. Os marinheiros mais experientes costumam tapar os ouvidos ou se amarrar ao barco ao primeiro sinal do canto. Porém, diante dos fortes vetores que apontamos acima, não podemos ignorar a possibilidade de uma mudança estrutural no cenário brasileiro.

A solução de portfólio que encontramos para atravessar o ano de 2025 é o que chamamos de conceito “Passarela”. Ele consiste em ter exposição direcional ao risco Brasil por meio da compra de *calls* do índice

iShares MSCI Brazil (EWZ)¹² de vencimento longo e, ao mesmo tempo, liberamos caixa a ser investido no CDI em taxas bastante altas. Dessa forma, obtemos convexidade positiva no caso de antecipação do cenário mais positivo, mas, ao mesmo tempo, limitamos a perda máxima do fundo ao prêmio da opção.

Em geral, não somos adeptos desse tipo de estratégia, pois o custo de carregar opções tende a ser alto em relação ao seu retorno. Porém, no ambiente atual, o retorno potencial é muito significativo, tanto no vetor de ações brasileiras quanto em uma eventual apreciação do BRL. Dado um cenário político “binário” e o alto custo de carregamento de posições em ações devido ao CDI, a estratégia de calls de EWZ nos parece ser a forma mais efetiva e protegida de perseguirmos a tese fundamental apresentada nesta carta.

Até que ela aconteça, ou pelo menos fique mais clara, teremos um ambiente caracterizado por um mercado frágil, com investidores céticos em relação aos gestores de recursos devido à má performance dos últimos anos, e um governo que, cada vez mais pressionado pela proximidade eleitoral, usa de forma imprudente a ferramenta fiscal.

Gatilho

A alternância entre governos mais à esquerda ou mais à direita são vitais para o funcionamento saudável de uma democracia. Ao nosso ver, o momento social e econômico atual demanda governos mais à direita, em contraposição aos mandatos mais à esquerda que predominaram nas últimas duas décadas.

12 O índice iShares MSCI Brazil, que tem como ticker EWZ, é um ETF negociado em dólares na bolsa de valores americana (NYSE) e composto por 49 empresas brasileiras. Ele é um dos principais instrumentos usados por investidores estrangeiros para investir no Brasil, e sua cotação varia de acordo com o desempenho das ações brasileiras e com do Real ([link](#)).

Um candidato com um projeto mais à direita e economicamente responsável encontraria, em 2027, um ambiente político e social mais amistoso para governar, possivelmente, por dois mandatos.

No cenário ideal, a antecipação da melhora viria por meio da indicação de que nem Lula nem Bolsonaro participariam do próximo pleito.

Uma renovação geracional na política, com candidatos mais moderados em ambos os lados do espectro, teria enorme potencial para a evolução institucional do país.

Como não sabemos em que momento a chance desse cenário começará a ser antecipada pelos mercados, alocaremos o risco da nossa carteira de forma cautelosa, com perdas potenciais controladas, mas já com alguma exposição a essa tese central.

mar

asset

Relação com investidores

Igor Galvão

55 21 99462 3359

contato@marasset.com.br

rio de janeiro – rj – av. ataulfo de paiva 1165 / 801, leblon – 22440 034

marasset.com.br