

## SUMÁRIO

### DESAFIOS

Temos dois grandes pela frente, o risco de apagão e a evolução da economia chinesa.

### MERCADO

Ativos ainda com tom positivo, fruto de um cenário de menor aversão ao risco. Porém, não precificam os riscos potenciais

### POLÍTICA

Os ventos novos nos fazem ter uma postura mais neutra e observadora em relação às eleições

### Os Imprudentes

*'A prudência persiste em saber reconhecer a natureza dos inconvenientes, aceitando como bom o menos mal.'*

*Nicolau Maquiavel*

O mercado financeiro parece ter entrado, com alguma antecedência, na tensão pré-eleitoral. Claro que os resultados de outubro serão importantes para o Brasil, porém **nos preocupam outros desafios que podem nos prejudicar até antes mesmo do próximo presidente tomar posse em 2015.**

**O principal deles é a possibilidade de uma crise energética sem precedentes.** O assunto é tecnicamente complexo, por isso iremos aqui tentar simplificar e resumir o quadro. Fechamos o mês de abril (último mês da estação de chuvas) com apenas 42% dos reservatórios cheios. Na estação seca (maio até novembro) há uma perda histórica de algo entre 20% e 40% destes reservatórios. Dependendo do volume de chuvas no período poderemos inclusive estar com os reservatórios zerados. Estimativas apontam que se ganharmos apenas 70% da média histórica de chuvas nestes meses, iremos estar zerados entre setembro e outubro deste ano. A maioria dos modelos apontam uma boa chance de chegarmos em novembro com algo entre 10% e 15%. Isso significa que iremos *'bater na trave'* e escapar? Não.

O ponto aqui é que no modelo brasileiro, extremamente dependente da hidrologia, para termos uma média de 15% significa que os reservatórios *'rio acima'* estarão necessariamente zerados, enquanto que os reservatórios *'rio abaixo'* estarão acima dos 15%. Na prática isso significa que diversas usinas terão de ser desligadas por falta de água. Deste racional nasce que o patamar de segurança do sistema são os reservatórios funcionando em 20%.



**O governante prudente deveria estar começando já uma campanha de racionamento com objetivo de reduzir em algo como 10% a demanda. Como não temos prudência na condução da coisa pública, estamos assistindo uma aposta, de caráter eleitoral, no regime de chuvas.** Se chover na média, escapamos. Se chover pouco, teremos uma grave crise restritiva de energia. Se tudo der certo o atual governo ganha a aposta, se tudo der errado o país paga a conta.

Esse cenário se dá em um momento complicado, pois os rumos da política econômica dos últimos anos nos colocou em uma armadilha de estagflação (pouco ou nenhum crescimento com alta inflação). Ao mesmo tempo em que o choque de oferta energética é inflacionário (os aumentos das tarifas já começaram), também é recessivo. **Na verdade o potencial resultante disso é bem mais recessivo do que inflacionário.** A economia brasileira já vem dando sinais de fadiga, vendas (especialmente dos duráveis) em queda, criação nula de empregos e expectativa anêmica por parte dos agentes. **O efeito deste cenário no preço dos ativos ainda não está precificado e tenderá a ser negativo para o Bovespa e para o Real, e positivo para os ativos pré-fixados e atrelados à inflação.**

O secundário, mas não menos importante, é a definição dos rumos da economia chinesa nos próximos meses. É ponto pacífico, entre os bons observadores, que a China passa por uma redução estrutural de sua taxa de crescimento, fruto de alguns fatores como a queda nas exportações (menor demanda global), a redução brutal nas taxas de crescimento de crédito e a natural redução dos ganhos de produtividade.

**O que é controverso, entre os analistas, é se o ajuste chinês será rápido e brutal (cheiro de crise) ou se será gradual e pacato.** A China, como toda economia que passa por um grande processo de expansão de crédito, sofre com a má alocação desse crédito. Não é novidade para os mais atentos, o enorme potencial de créditos podres dentro dos bancos, oriundos de projetos com taxas de retorno pobres. Um exemplo fotográfico disso são as cidades fantasma, espalhadas por todo país. O grande motor de crescimento chinês, a demanda externa, não tem se mostrado suficiente desde a crise de 2008 e o que temos



assistido são as empresas chinesas com margens decrescentes (em alguns casos negativas) para manutenção de mercado externo. Isso fica claro na inflação de atacado (ou do produtor), que já virou inclusive deflação. Os pessimistas enxergam uma economia alavancada, uma alocação mal feita com retornos baixos e uma compressão de margens que compromete o serviço dessa dívida. Em resumo, os 'ursos' enxergam uma crise dobrando a esquina.

Já os otimistas, ou em nossa opinião os realistas, reconhecem os desafios que estão por vir, porém ressaltam que a China ainda é uma grande poupadora (50% do PIB) e um sistema fechado onde o controle governamental conta muito. **Não enxergamos a China colapsando, porém acreditamos em um ajuste gradual que não será bom para os países emergentes produtores de commodities (como Brasil e Austrália).** Dentro desse ajuste não descartamos que a moeda chinesa, após alguns anos de valorização, comece a se desvalorizar. Essa exportação de deflação via câmbio, junto como uma menor demanda por matéria-prima será negativa para o Brasil, que hoje tem 20% de sua pauta de exportação direcionada para a China.

Na política estamos sentindo os primeiros ventos da mudança. É cedo para afirmarmos se o vento se transformará em uma chuva que trará água e vida para uma terra seca, ou se é apenas uma brisa passageira. As últimas pesquisas mostram uma queda de popularidade e intenções de voto para a presidente Dilma, enquanto que a oposição começa a ganhar pontos. Hoje a realização do segundo turno já é dada como certa. Se nossa visão anterior era de que Dilma se reelegeria com facilidade, podemos dizer (usando uma expressão sulista) que estamos 'costeando o alambrado'. Ou seja, o nosso cenário é não ter um cenário eleitoral definido. Estamos em cima da 'cerca', esperando maiores indícios. Um argumento, muito usado pelos que acham que Dilma reeleita é cenário base, é a questão da bolsa família. Cremos que isso, assim como foi no passado ao plano real, tende a perder um pouco a relevância. Afinal, na cabeça do brasileiro (que é adicto no estado) o bolsa família é direito adquirido e ele busca quem lhe ofereça novos mimos.

**O cenário para alocação de recursos é bastante complexo, com variáveis que podem conduzir o preço dos ativos para caminhos diametralmente opostos.** Em resumo, temos um mundo de demanda ainda anêmica com os grandes blocos tentando exportar deflação via câmbio, um cenário doméstico de potencial crise energética e eleições bem diferentes do que vivemos nos dois últimos pleitos.

Na renda variável tivemos um Bovespa subindo 2,4%, fruto de um cenário externo benigno (S&P 500 valorizando-se 0,62%) e das pesquisas eleitorais que mostram a diferença entre Dilma e a oposição se reduzindo. Conforme já exposto nesta carta, o cenário é complexo e cremos que quando falamos em ações **há uma necessidade de seleção dos melhores gestores não indexados, que saberão identificar vencedores e perdedores nesse cenário turbulento.**

**O universo dos fundos multimercado continua desafiador,** com o índice que mede a evolução da categoria tendo apresentado um retorno de 22% do CDI no mês de Abril.. Nesta classe de ativos, como em todas, a seleção criteriosa se faz necessária para que escapemos da armadilha da 'convergência medíocre à média'.

**Na renda fixa é onde enxergamos o melhor risco retorno, neste ambiente confuso.** Tivemos no mês o leilão das debêntures isentas de Santo Antônio (projeto hidroelétrico com nomes fortes como acionistas) onde tivemos taxas líquidas de IR ao redor de IPCA + 7% para o prazo de 10 anos, configurando uma ótima oportunidade para carteiras de longo prazo de renda fixa para pessoas físicas. Outro fator que nos faz olhar para a classe com olhos mais atentos é o potencial recessivo de uma restrição energética.

No câmbio, seguindo o tom positivo, tivemos uma valorização do real da ordem de quase 2% no mês. Porém a volatilidade permitiu boas compras da moeda americana ao redor de R\$ 2,18-R\$ 2,19. **Seja qual for o cenário cremos que o preço mais desajustado no Brasil hoje é o câmbio e vemos o seu caminho para cima, no médio prazo.**

**Se o momento nos investimentos é de 'costear o alambrado',** então isso requer conservadorismo, liquidez e mente aberta para captar a mudança de direção dos ventos.