

SUMÁRIO

MUNDO

Impressoras a todo vapor e liquidez farta.

MERCADO

O ano começa volátil, porém com boas oportunidades.

BRASIL

Enfrenta a 'tempestade perfeita', porém a conjugação de um mínimo de competência governamental com a liquidez externa farta poderá nos trazer boas surpresas.

Acabou o almoço grátis?

"Consider a turkey that is fed every day, every single feeding will firm up the bird's belief that it is the general rule of life to be fed every day by friendly members of the human race 'looking out for its best interests,' as a politician would say. On the afternoon of the Wednesday before Thanksgiving, something unexpected will happen to the turkey. It will incur a revision of belief"

Nassim Taleb

O atual momento do brasileiro médio é "bem parecido com o peru da ceia de ação de graças", nesta genial frase de um de nossos autores prediletos. **Nos últimos 12 anos o nosso peru tupiniquim foi alimentado e agradado das mais diversas formas.** Aumentos reais dos rendimentos, subsídios para os estudos do filho, para a casa própria e para o carro novo. Até vale-cultura para o show do pagodeiro preferido a nossa ave ganhou. Como não poderia deixar de ser, o relacionamento do peru com o seu alimentador foi o melhor possível. Com sucessivas reeleições para o cargo de alimentador-chefe da granja.

Por mais confuso que isso possa parecer para ele, a hora do acerto de contas parece que finalmente chegou para o nosso peru. Após resultados macroeconômicos, em 2014, que apenas podem ser explicados com o uso da palavra 'lambança', chegou a hora do ajuste de contas entre o alimentador e o peru. O Brasil encerrou ano passado com um déficit nominal de 6,7% do PIB. A média dos países emergentes foi de 1,9% do PIB de déficit e 3,9% para os desenvolvidos. Nem a Grécia apresentou um número tão ruim. Nas contas externas, o nosso déficit foi de impressionantes USD 91 bilhões, ou algo como 4,2% do PIB. O investimento externo estrangeiro conseguiu cobrir apenas 2/3 desse rombo.

O crescimento econômico para 2015 será negativo, e isto já começa a ser consensual entre os agentes econômicos. O mercado de trabalho também começa a dar sinais de fraqueza, como nos mostram os números mensais do CAGED. Além de um ajuste fiscal que irá reduzir diversos benefícios, o peru enfrentará uma economia claramente adversa que na melhor das hipóteses manterá o seu emprego, mas não aumentará mais a sua renda. Além disso, a vida na granja promete não ser fácil com racionamentos previstos de água e energia.

O peru nos últimos 12 anos acreditou que o alimentador o amava, assim como parte do povo brasileiro acreditou que o estado também o amava. **Com o fim do dinheiro fácil (que por uma dessas ironias da vida, pertencia ao próprio peru) o amor também chegou ao fim, e tanto o peru quanto o brasileiro descobrem que foram apenas instrumentos de seus senhores.** Cabe observar, daqui para frente, como ambos irão reagir a esse novo 'status' de relacionamento.



Do nosso lado, como alocadores de recursos, nos cabe o alerta para não sermos os 'perus' da estória, sempre acreditando em 'almoços grátis' e ignorando os riscos. A conta (ou o facão) sempre chega. Vamos, nesta carta, nos deter sobre alguns riscos que rondam os mercados neste começo de ano e como isso poderá afetar o preço dos ativos.

A economia nacional, por si só, já se encontra em estado débil. Vivemos a desagradável situação de estagnação, com preços acelerando 7% ao ano e a economia contraindo. Como se a injúria já não fosse suficiente temos mais dois potenciais insultos. O primeiro é a restrição de água e energia elétrica. As usinas hidroelétricas têm em seus reservatórios cerca de 20% de energia armazenada. Não podemos contar muito com mais energia gerada pelas usinas térmicas, que já estão no seu máximo. Podemos esperar que no período seco (abril-novembro) iremos perder algo como 20% do estoque de água armazenada. Logo, temos que começar o mês de abril com os reservatórios em 35%, para que possamos chegar à próxima estação de chuvas acima de 10% (ponto de segurança, onde o sistema paralisa). **Bem, para isso dependemos somente do regime de chuvas. Os modelos indicam que chovendo 75% da média histórica em 2015 conseguimos passar. Chovendo menos do que isso o racionamento é mandatório.** O começo do ano não foi muito favorável em termos de águas, com as chuvas de janeiro tendo ficado abaixo de 50% da média histórica.

No caso do fornecimento de água potável para a região sudeste o problema nos parece ser até mais severo e as chances de algum tipo de racionamento são bem razoáveis. Em termos de efeitos econômicos cabe lembrar que o racionamento de 2001 (20% de redução de demanda) provocou uma queda de 3% no PIB e uma queda de 40% no índice Bovespa. Se por um lado hoje o corte de demanda seria menor (algo entre 5% e 10%), por outro lado hoje as famílias parecem ter menos o que cortar. Na época a classe média sempre tinha um 'freezer' que foi desligado para que as metas fossem alcançadas. A mudança de hábito de consumo foi tão grande, que mesmo após o fim do racionamento o demanda levou uns quatro anos para voltar ao mesmo nível. No caso do racionamento de água temos uma situação completamente nova e é prematura qualquer estimativa de impacto no PIB, que com certeza será negativo.



Quando fazemos a autópsia destes dois cadáveres insepultos, vemos as digitais de um estado interventor que passa sempre a mensagem errada através dos seus preços. A desastrosa MP579, emitida pela presidente Dilma, reduziu o preço da energia em 20%. Isso em um momento de desconforto hídrico. Qual a reação da demanda? Naturalmente aumentou. No caso da água, é a mesma coisa. O que atualmente tem o preço mais barato do que água? A concessionária de São Paulo nos informa que a água é um 'bem público' e cobra apenas pelo serviço de distribuição e tratamento. Pela quantidade de 10 mil litros a Sabesp cobra algo como R\$ 12,00, aí já incluída a tarifa de esgoto. O preço do litro custa inacreditáveis R\$ 0,0012. Como um produto tão escasso pode custar tão pouco? Qual a sinalização que se passa? Pode consumir a vontade, e nem pense em se preocupar em corrigir eventuais vazamentos. **A mentalidade socializante, reinante no Brasil, consegue precificar de maneira inadequada dois bens escassos, e com isso produzir mais escassez.** E nem vamos falar na falta de incentivo para investimentos privados nessas duas áreas. Preços aviltados e excessiva intervenção afastam o investidor, como qualquer bípede pensante já sabe.

O segundo insulto à economia é a paralisia (política e econômica) causada pela operação Lava Jato. A primeira baixa foi a construtora OAS que não honrou pagamento de dívidas. A situação das empreiteiras merece acompanhamento, já que contratos e pagamentos foram suspensos pela Petrobrás. A maioria vê o seu caixa drenar e já tomam medidas defensivas ao demitir pessoal e colocar ativos a venda. A dívida das empreiteiras, com os bancos está na casa das dezenas de bilhões de reais. Em se realizando um evento de crédito disseminado pelo setor, teríamos efeitos colaterais nos bancos, que por sua vez reduziriam o crédito, afetando a economia. Além disso temos a Petrobrás que já anunciou que irá reduzir os seus investimentos 'ao mínimo'. Isso tudo tem um efeito recessivo importante. No lado político temos quase uma centena de parlamentares potencialmente envolvidos, majoritariamente do PT e dos partidos da base aliada. **Decerto a governabilidade deste começo de governo é a pior de todos os começos de governo, desde a redemocratização.**

No cenário externo tivemos na Europa a oficialização do tão esperado afrouxamento quantitativo (uma versão mais educada do "Quem quer dinheiro?", do Sílvio Santos) que irá injetar (não necessariamente na economia local) algo como EUR 1,2 trilhões até meados de 2016. O Japão, não ficou para trás, e anunciou que o seu programa de afrouxamento quantitativo é teoricamente ilimitado (ou até onde as impressoras tiverem tinta). Em resumo, temos diversos títulos soberanos com taxas negativas, ou seja, o comprador do papel paga para emprestar o dinheiro a um determinado país. Nos Estados Unidos a indicação é de um banco central paciente para aumentar juros, afinal o dólar forte e a queda do preço de energia tem tido um efeito desinflacionário e tem funcionado na prática como um pequeno aumento na taxa de juros. **Apesar de algumas preocupações (eventual saída da Grécia do Euro, terrorismo), o ambiente externo é de farta (na falta de outra palavra mais forte) liquidez e onde o dinheiro persegue os ativos, e não o contrário.**

O preço dos ativos brasileiros (em especial bolsa em dólar e *eurobonds*) está bastante depreciado, pelo rosário de preocupações elencadas. **O nosso ponto é que ao menor sinal de melhorias (ou um quadro não tão negativo) esse dinheiro se desloque rapidamente atrás de nossos ativos baratos.** A nossa visão é de uma travessia complicada para os ativos brasileiros até meados do ano, porém na medida em que formos superando as dificuldades, a *mix* de liquidez farta e preços deprimidos poderão nos fazer ter um segundo semestre melhor. Por ora estamos prudentes e líquidos, mas de olho nas oportunidades.

Quadro Resumo

Após a confirmação do afrouxamento quantitativo na Europa, bem como de bons números na economia americana, estamos confiantes que 2015 (no mundo desenvolvido) será um ano sem maiores sustos em termos de aumento de *defaults* corporativos, e por isso estamos aumentando ainda mais a nossa visão positiva. Os preços, após as quedas de dezembro, estão bem atrativos.

Outra modificação foi em relação ao preço de commodities, após as fortes quedas. De negativos estamos neutros, até por conta que um menor preço de energia faz sobrar mais dinheiro no bolso do consumidor global, que comprando mais gera mais demanda para as commodities.

Nos ativos tupiniquins ficamos ainda mais positivos com os ativos isentos. Nominalmente falamos da LCA e da LCI. Com o ajuste fiscal (em curso) achamos bem factível uma redução (ou talvez eliminação) para a isenção nos prazos mais curtos (até um ano). O momento ainda é válido para conseguir boas taxas nestes papeis com prazos mais longos.

Alocação Global	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
Ações			■
Crédito (IG/HY)			■
Bônus Soberanos	■		
Commodities		■	
Alternativos (Hedge Funds)		■	
Real Estate			■

Alocação Brasil	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
Ações		■	
Crédito			■
Bônus Soberanos CDI	■		
Bônus Soberanos Inflação			■
Bônus Soberanos Pré			■
Alternativos (Hedge Funds)		■	
Isentos CDI			■
Isentos Inflação			■
Real Estate			■

Alocação Moedas	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
USD			■
EUR	■		
JPY	■		
BRL		■	

Em ações estamos começando a ver preços e *valuations* interessantes para o médio/longo prazo, mas com certa volatilidade de curto prazo, por isso estamos mais defensivos por enquanto, com maior foco em Dividendos, Long Biased e Valor.