

SUMÁRIO

MUNDO

Falta de sincronismo e crescimento anêmico são os temas para 2015.

MERCADO

Um mundo com dólar forte e normalização dos juros americanos.

BRASIL

Muitos riscos para o começo do ano, que na medida em que forem sendo superados poderão gerar boas oportunidades.

Nem o céu e nem o inferno. Apenas o purgatório.

"Um homem que rouba por mim fatalmente roubará de mim."
Theodore Roosevelt

Em 2010 o mercado não estava preocupado com a eleição de Dilma, achando que seria mais do mesmo em relação a Lula e acabou se surpreendendo, tendo que encarar uma versão totalmente diferente, mais intervencionista e muito menos diligente com o tripé econômico. Já em 2014, o mercado chegou às raíais do histerismo achando que haveria a reeleição desta mesma versão e mais uma vez se surpreende, agora, com uma Dilma 2.0 mais pragmática, que já de início nomeia uma dupla nada heterodoxa para a Fazenda e para o Planejamento. O mercado continua com a mesma bipolaridade de sempre. Cabe a nós, com um pouco mais de estrada e (poucos) cabelos brancos sabermos filtrar esses exageros, em ambas as direções.

Já que não fomos ao céu e nem tão pouco ao inferno, vamos com tanta frieza quanto possível analisarmos a vida no purgatório, ou o mercado em 2015. Começando pelo cachorro que abana o rabo, mais conhecido como a economia e mercados globais.

O mundo em 2015 deverá assistir ao aprofundamento da divergência de crescimento entre o bloco anglo-saxão (US e UK), crescendo perto de 3% aa e o bloco europeu e japonês com crescimento píffio. A inflação, em termos globais também não será uma ameaça. Perto de 1,5% nos líderes e perto de zero na Europa. No Japão a impressão cavalgar de dinheiro tem conseguido evitar o risco da deflação. A resultante dessa falta de sincronia é a normalização da política monetária nos Estados Unidos e juros zero (até onde a vista alcança) no Japão e na Europa. **Esse diferencial de taxa de juros será o motor do fortalecimento do dólar, que quando olhamos em um prazo mais longo ainda tem bastante espaço para se valorizar,** vide o gráfico do DXY que é o dólar contra uma cesta de moedas relevantes.



A fraqueza na Europa e Japão, somada a uma desaceleração no crescimento chinês (algo entre 6-7% ao ano) também trouxe em 2014 uma queda generalizada nas *commodities*. Os destaques foram o minério de ferro com uma queda de 50% e o petróleo com uma queda de 32% até agora neste ano. **Com certeza são ventos contrários para países como o Brasil que tem na pauta de exportação de produtos básicos sua principal geração de divisas.** Na renda fixa global o ano foi de redução nas taxas de longo prazo ao redor do globo, vide gráfico ao lado (em base 100). Tudo isso fruto de uma demanda agregada anêmica.



Temos que nos acostumar com uma economia global com um crescimento estrutural mais baixo. Esse fenômeno tem dois grandes motivos, o primeiro é o elevado patamar de endividamento (de estados e indivíduos) e o segundo é o envelhecimento das populações. Quem está endividado em excesso trabalha para servir a dívida (e cresce menos) e um país mais velho é um país com menos gente produzindo/poupando e mais gente recebendo pensões do estado. **Esse novo mundo será um mundo de crescimento modesto, mas também de taxas de juros bem menores do que no passado.**

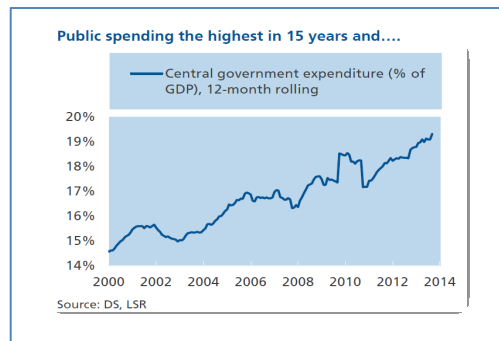
Para 2015 continuamos otimistas com a bolsa americana (há uma correlação forte entre dólar apreciado e ações valorizadas nos EUA), porém com ganhos mais modestos (na casa de um dígito). Na renda fixa vemos mais um mercado de 'carrego', isto é, sem apreciação de preço mas com rendimentos estáveis para bons riscos de crédito em moeda forte. Ainda cremos que não chegamos ao fundo do poço para as *commodities*, mas o mercado pode oferecer ao longo do ano boas oportunidades de investimento. **Estamos particularmente otimistas com o Nikkei. Primeiro pelo patamar já depreciado do yen, e em segundo lugar pela combinação de emissão de moeda e mudança da legislação que direciona mais recurso dos fundos de pensão locais para ações.**

Ao olharmos agora para o rabo que é abanado pelo cachorro, a economia e mercados domésticos, vemos um cenário desafiador e uma bifurcação importante na história moderna brasileira (isto é, após o Plano Real). Nunca as instituições foram tão enxovalhadas como agora. O caso de corrupção da Petrobrás é considerado o maior caso de desvios de recursos do mundo. A empresa, que sempre foi sinônimo de risco soberano hoje negocia pagando prêmios de risco de crédito que são quase o dobro dos títulos soberanos. A empresa também enfrenta



uma investigação pelas autoridades americanas e corre o risco até de ser deslistada da bolsa de NY. E como se desgraça pouca fosse bobagem, a empresa não teve seu balanço assinado pelos auditores.

Na gestão macro temos as contas públicas em frangalhos e deveremos fechar o ano com superávit primário perto de zero e com um déficit nominal de quase 5% do PIB. Com isso temos a piora consistente dos indicadores da dívida pública, motivo da ameaça de rebaixamento de nosso *rating* pelas agências avaliadoras de risco. As despesas públicas crescem ao ritmo de 14% ao ano e o estado, voraz, já não cabe em si mesmo. Joaquim Levy assume prometendo um resultado primário de 1,2% do PIB para 2015 e 2,0% do PIB para os anos seguintes. Factível? Sim, caso tenha liberdade de atuação. **Esperamos um pacote fiscal onde os subsídios e desonerações da era Mantega sejam encerradas. Não ficaremos espantados se determinadas isenções de IR, como no caso de LCA-LCI, sejam retiradas e permaneçam somente as isenções para instrumentos de mais longo prazo.**



O fato é que chegamos, como nação, em uma daquelas encruzilhadas onde ou as coisas são consertadas para um padrão mínimo civilizatório ou iniciaremos uma espiral descendente para nos encontrarmos com a vanguarda do atraso, como ocorrido em alguns de nossos vizinhos. Lula, que de bobo não tem nada, sentiu o clima pesando (já nas eleições) e viu que a possibilidade que o PT tem de chegar ao final desse mandato com chances de continuar no poder passa necessariamente pelo consenso da economia. Não houve uma guinada ideológica de Dilma ao escolher Levy. O movimento foi meramente pragmático e uma vez que as contas fiscais sejam resolvidas a tentação (e pressão) por maiores gastos deverá voltar.

Por isso que a nossa tese de investimento para 2015 aponta mais para um cenário intermediário, que batizamos de purgatório. Se tudo der certo, saímos (em 2016) rumo ao céu, se der errado vamos descer até as quentes profundezas onde habitam outros países populistas do continente. E como investir nesse cenário morno e úmido, tal qual uma floresta tropical?

Nos juros trabalhamos com um aumento da SELIC para 12,50% até o final do primeiro trimestre. Após isso a visibilidade fica prejudicada, pois poderemos ter um 'cisne negro' na economia que é o racionamento de energia elétrica. Estamos com os reservatórios com apenas 19% e mais um período de chuvas fraco pode ser o suficiente para o racionamento. Isso, por si só, poderia tirar algo como 1 ponto do PIB e jogar a inflação para baixo, talvez até levando o BC para uma redução de juros ao longo do ano. Sem racionamento o nosso cenário base é um crescimento do PIB perto do zero e uma inflação perto de 6,5%. Justamente por esses motivos é que cremos que as curvas de juros (tanto a pré-fixada quanto a de juros reais) irão trabalhar em 2015 com uma volatilidade acima do normal. No atual nível de preços (LTN para Janeiro 2017 em 12,50% e NTN2030 perto de IPCA + 6%) estamos particularmente neutros e esperando melhores oportunidades. No mês de Novembro, mais curto, o CDI marcou 0,84%.

No câmbio já estamos trabalhando com uma taxa razoavelmente desvalorizada (R\$ 2,57, com valorização de 4,7% no mês) e trabalhamos com o cenário base de R\$ 2,80 para o final do ano que vem no cenário de tranquilidade externa e com o Ministro Levy entregando e, com um cenário de *stress* na casa de R\$ 3,10 caso o relacionamento de trabalho entre Dilma e Levy não se mostre longo. A verdade é que carregar dólares (para o brasileiro) é algo caro (custa 11,25% ao ano) e deve ser encarado mais como algo tático do que estratégico de longo prazo. Aos olhos de um estrangeiro um papel nacional de 10 anos paga hoje 11,70% ao ano. O congênere americano paga 2,27% ao ano para o mesmo prazo. Isso implica em uma desvalorização cambial de 9,22% ao ano para o investidor estrangeiro ficar no zero a zero. Essa taxa implica em um dólar em R\$ 6,21 para 2024. Não parece razoável para o cenário 'purgatório' e tão pouco para o cenário 'céu'. Essa taxa só se aplica no cenário 'inferno'. Se você ainda tem dúvidas disso basta olhar a cotação do peso argentino. **Estamos com isso dizendo para você não ter dólares? Não! Apenas para ter em mente que agilidade na entrada e na saída é fundamental para o sucesso nesta classe de ativos tão cara de se carregar.**

A bolsa de valores! Aos 20 mil pontos (em dólares) a 'bolsa' já há algum tempo foi rebaixada para sacola de plástico de supermercado e está bem depreciada. Apenas para lembrarmos que ela teve o seu mínimo recente (em dólares) aos 15 mil pontos na crise de 2008. Trabalhamos com um começo de ano difícil, por conta das incertezas com racionamento, revisão para baixo do lucro das empresas e entrega das metas fiscais. Isso tudo e um ambiente de juros altos farão com que a bolsa tenha um começo de ano complicado. Na medida em que esses fatores forem se desanuvando ao longo do ano, poderemos ter uma reação de preços. A recomendação para bolsa é de cautela e uma alocação mais defensiva como em ações boas pagadoras de dividendos. Para os investidores mais arrojados e olhando prazos mais longos, temos as ações *'small caps'* bem depreciadas. Temos alguns casos de ações com crescimento de receita, de lucros e que mesmo assim tiveram suas cotações em queda. Típico caso de fluxo e não de fundamento. Em Novembro, após altos e baixo, o Ibovespa terminou estável com 0,07%.

No crédito cremos em um ano bem robusto em emissões primárias. O Estado terá, por razões fiscais, de se retirar do financiamento à economia e as empresas terão de vir a mercado captar. O bolsa-BNDES passará necessariamente por um regime. **Será um bom momento de compras para ativos isentos atrelados ao IPCA, as famosas debentures de infraestrutura.** No espaço de multimercados a seletividade continuará a ser o ponto crucial, não faltarão boas oportunidades no mercado para os bons gestores.

É claro que prudência e seletividade devem ser parte do cotidiano de qualquer bom gestor patrimonial, mas o bom profissional deve estar treinado para reconhecer boas oportunidades quando aparecem e no momento já vemos boas oportunidades aparecendo no horizonte. **Cremos que 2015 será um bom ano para quem estiver disposto a sair de cima do muro.**