

SUMÁRIO

MUNDO

A China dá um impulso para as combalidas commodities.

MERCADO

Um mês bem positivo para os ativos de risco, o que está com preço bom e o que ficou caro é a questão.

BRASIL

Muita sujeira para ser removida, mas temos uma dupla de profissionais para o serviço.

Limpendo a Casa

“Parece que estamos rumando em direção a uma sociedade onde ninguém é responsável pelo que faz, mas todos nós somos responsáveis por aquilo que outras pessoas fizeram, no presente ou no passado.”

Thomas Sowell, economista americano, nascido em 1930.
(<http://www.tsowell.com/>)

Em nossa última carta mensal colocamos nossa visão mais construtiva com o Brasil. Ao longo do mês de Abril os mercados se animaram com uma melhor percepção de risco Brasil e com uma expectativa mais branda em relação ao *timing* do aumento das taxas de juros nos Estados Unidos. Os ativos reagiram de forma intensa, o Bovespa se valorizou quase 10%, o dólar perdeu cerca de 7% contra o real e o índice que mede a variação das NTN-B's (IMA-B) valorizou ao redor de 2,5%. **É o que acontece quando temos prêmios suculentos nos ativos domésticos e um excesso de liquidez pairando pelos mercados.**

Cabe então, revistarmos os fundamentos e tentarmos entender se eles estão coerentes com os novos preços dos ativos, que decerto deixaram muitos agentes do mercado confusos.

Vamos começar pelo cenário interno. No *front* político, foi oficializada a terceirização da coordenação política do governo para Michel Temer, do PMDB. A política econômica já havia sido terceirizada para Levy, de orientação liberal. Com isso, **Dilma se assemelha mais a um chefe de estado e o coração da chefia de governo foi entregue à dupla Temer-Levy.** Dado que aquilo que realmente importa foi entregue aos profissionais, é razoável a chance de que o arranjo funcione.

Na economia real o ano vai seguindo sua marcha e os números que vão surgindo são mais duros do que os mais pessimistas imaginavam. O setor imobiliário amarga uma queda de vendas no trimestre de 12%, o de automóveis de 20%, a concessão de crédito aponta uma queda de 5% (já a demanda por crédito aumentou 10%). Quando olhamos para o crédito imobiliário vemos uma queda de 5%, e que tende a piorar com as novas e restritivas regras de financiamento da Caixa. O segmento de lajes de escritório de bom padrão amarga uma vacância de 20% tanto no Rio quanto em São Paulo. Os números de desemprego, até então a grande bandeira do populismo econômico de Dilma, já começam a se deteriorar. **É consenso que na economia real as coisas ainda irão piorar, até começarem a melhorar.**

Finalmente o balanço auditado da Petrobrás foi divulgado, com perdas contábeis da ordem de R\$ 50 bilhões. A rubrica '*roubo*' respondeu por R\$ 6 bilhões e a rubrica '*má gestão*' respondeu por R\$ 44 bilhões. De qualquer ângulo que se olhe é um recorde. **Comecemos uma nova era para a empresa, com redução de investimentos, corte de custos e venda de ativos. A Petro será por um bom tempo uma empresa menor, focada em reduzir o seu endividamento e sem sonhos nacionalistas megalomaniacos.** Trata-se de um bom momento para a revisão de políticas que ajudaram a encalacrar e empresa, como a obrigatoriedade de estar em 30% de cada campo no pré-sal e também a anacrônica política de conteúdo nacional para equipamentos e tecnologia. **A história mostra que podemos sonhar os sonhos populistas que desejarmos, porém a conta da realidade sempre chega. No nosso caso, já chegou.**



Não se pode, no entanto, culpar a Deus (ou ao acaso, dependendo de sua crença) pelo nosso momento tenebroso. Se os brasileiros não se ajudam, ao menos o "Sobrenatural de Almeida" nos ajuda. Com as chuvas, acima de média, chegamos ao final do período de chuvas com os reservatórios em 35%. Trata-se de um número justo, que exigirá ainda as térmicas ligadas a pleno vapor, mas que pelo menos afasta por hora o risco de racionamento.

Os indicadores econômicos também têm sido bastante 'realistas'. A inflação, medida pelo IPCA, deverá encerrar o primeiro quadrimestre com 4,5%, ou o que deveria ser a meta para o ano todo. A previsão para o ano fechado é algo acima de 8% e abaixo de 9%. O PIB deverá ter uma contração entre 1% e 2%. O começo do ano também tem sido ingrato para o cumprimento das metas fiscais. Para o primeiro trimestre era esperado um superávit de R\$ 15 bilhões, e o valor alcançado ficou bem aquém disso. O número alcançado ficou abaixo de R\$ 5 bilhões. Temos dois responsáveis por isso, a queda de arrecadação (real e nominal) e o efeito do conserto das 'pedaladas' herdadas da gestão passada. Não esperamos, para os próximos trimestres, resultados tão fracos, mas já damos como perdida a meta de superávit de 1,2% do PIB.

O BC ainda vacila na calibragem da política monetária. Após um relatório de inflação considerado '*dovish*', que induziu muita gente a crer que na reunião de Abril teríamos apenas 0,25% de aumento na Selic, ele muda de tom dias antes ('sempre vigilante') e entrega um aumento de 0,50%. **O BC colhe o resultado (estagflação) de anos de políticas populistas e agora nos parece mais preocupado em restaurar a sua tênue credibilidade do que em dosar a política monetária para uma economia já de joelhos.** Afinal passou anos mirando o teto da meta (6,5%) de inflação e agora tem de vender o peixe que irá obter o centro da meta (4,5%) já em 2016. Corre o risco de jogar o bebê fora (afundar ainda mais a economia) ao jogar a água suja do banho pelo ralo (restaurar a credibilidade). O mercado parece mais inclinado que a taxa de



juros fique em 13,50%, o que já é uma taxa de juros real e nominal bem polpuda. Essa taxa estratosférica já começa a pressionar a dinâmica da dívida pública, ao jogar o déficit nominal nas nuvens. O remédio tem de ser ministrado por pouco tempo, por definição.

O mercado cambial nos trouxe surpresas em Abril e no começo de Maio. Após uma vertiginosa escalada até R\$ 3,30 em março, a moeda americana começou uma inesperada escalada de desvalorização, tendo atingido a marca de R\$ 2,90 em meados do mês passado. **De fato, a desvalorização (do real) do começo do ano nos pareceu bem exagerada em relação a outras moedas. Na medida em que a percepção de Brasil começou a melhorar a apetite dos investidores estrangeiros levou o real a uma apreciação que deixou agentes locais surpresos e a equipe econômica incomodada.** O Banco Central até então vinha se limitando a rolar o seu anabolizado estoque de swaps de USD 114 bilhões. Ao ver a moeda abaixo de R\$ 3,00 o BC cortou 20% da rolagem diária de swaps. Na prática 'comprou' mais USD 2 bilhões no mês de maio. A atitude em si é acertada, na medida em que começa a desmontar o equivocado programa de swaps cambiais, do primeiro governo Dilma. **Trata-se também de um sinalizador importante que o governo conta com um dólar acima de R\$ 3,00 para que os ajustes nas contas externas sejam feitos, e porque não? Estimular a economia via exportações.**

O cenário externo também nos trouxe surpresas. O balanço de crescimento novo-velho continente continua em mutação. Com o dólar forte tivemos números mais fracos nos Estados Unidos, e mais fortes na Europa. **A beleza de mercados livres é que os preços dos ativos acabam sendo o reflexo dos desbalanços econômicos, mas também a correia de transmissão que irá corrigir esses mesmos desbalanços.** A última reunião do Federal Reserve nos trouxe um tom mais ameno e as apostas de aumento na taxa de juros já convergem para setembro e alguns falam inclusive em 2016 somente. Com isso, podemos esperar um dólar mais comportado frente aos seus principais parceiros, o euro e o yen.

Interessante mesmo foi a recuperação das commodities. O Banco Central Chinês reduziu os depósitos compulsórios dos bancos em 1%, liberando algo como 2% do PIB para que os bancos possam fazer aquilo que nasceram para fazer: emprestar dinheiro. Ato contínuo as commodities se recuperaram e tiveram ganhos expressivos. O minério de ferro subiu 25% de sua mínima para agora. Igual apreciação teve o petróleo de sua mínima recente para cá. A China, com sua moeda atrelada ao dólar, tem sofrido uma desaceleração na atividade e era de se esperar medidas contra cíclicas por parte do governo. **Boa parte da valorização da bolsa brasileira em Abril foi por conta do binômio China-Commodities.**

Como sempre fazem, os mercados foram na frente. Para que os fundamentos internos estejam condizentes com os preços dos ativos necessitaremos de boas notícias, em especial no front fiscal e político. Que agora estão umbilicalmente unidos, neste casamento improvável de Temer com Levy. Naturalmente alguns mercados 'andaram' mais do que outros. O mercado mais 'adiantado' nos parece ser a bolsa no momento, até porque a recuperação nas commodities não nos parece ser uma reversão de tendência. O dólar parece que tem um piso informal nos R\$ 3,00, mas também não vemos motivos para uma escalada furiosa de volta aos R\$ 3,30 neste momento. Continuamos a ver valor nos ativos pré-fixados. Quando as 'notícias' de inflação começarem a trazer números mensais mais modestos cremos que veremos o BC mudar o tom, o processo de alta de juros chegará ao fim e o mercado de juros começará a se deliciar com o seu novo tema: Quando o BC começará a reduzir os juros?

Ao que tudo indica evitamos, por hora, o desastre. O Brasil hoje é um 'trabalho em progresso' no sentido de evitar o armagedon econômico, porém nem começamos a pensar em reformas estruturais que trarão o crescimento de volta. É neste ponto em que estamos agora. **Por isso não adianta ir com muita sede em ativos como ações brasileiras, vemos mais valor (neste estágio) na renda fixa.**

Quadro Resumo

Com a recente escalada das ações brasileiras optamos por realizar eventuais lucros e reduzir a exposição nessa classe de ativo. O mesmo se aplica às commodities. Nas ações globais (em especial as americanas) também recomendamos uma redução de exposição, afinal o dólar forte já machuca o resultado das empresas americanas e os índices de bolsa estão perto das máximas históricas.

Em termos de moedas ainda estamos positivos com o real, mais pela ausência de forças de curto prazo que levem a uma depreciação e pelo carrego, do que por algum potencial de apreciação, agora que o BC mostrou desconforto com o dólar abaixo de R\$ 3,00.

A nossa alocação favorita continua a ser nas taxas brasileiras pré-fixadas, tanto de juro nominal quanto de juro real. O processo de alta dos juros está chegando ao fim e a economia está de joelhos. As taxas altas não poderão continuar assim por muito tempo.

