

SUMÁRIO

MUNDO

Economia continua ajudando os mercados emergentes.

MERCADO

Segue a animação.

BRASIL

Política continua a nos surpreender.

Muitas divergências e uma convergência

"O otimista é um tolo. O pessimista, um chato. Bom mesmo é ser um realista esperançoso."
(Ariano Suassuna)

Vivemos um momento de paixões e extremos. Mais do que divergências, o debate tem sido tomado por antagonismos. Posições diferentes são interpretadas como necessariamente contrárias, pontes de diálogo têm sido destruídas e o debate sobre os rumos do país é tomado por análises simplistas e julgamentos apressados.

Não são tempos de paz. O bem vindo e necessário combate à corrupção é visto por muitos como uma catarse, um rompimento com práticas antigas para que se possa construir um novo país no futuro. Esse sentimento favorece leituras simplistas de nossa realidade, uma separação entre os inimigos do povo e aqueles que lutam para protegê-lo. Funcionamos melhor quando temos a sensação de saber quem são os mocinhos e os bandidos.



Já na política, a ausência de "zonas cinzentas" é uma estratégia de retórica importante. Desde muito tempo, o conceito de herança maldita permeia as nossas escolhas majoritárias: a culpa dos problemas é sempre do antecessor. Em específico, o atual momento econômico-político brasileiro é um daqueles onde essa retórica de contraposição ganha contornos mais reais. Ainda que na economia os caminhos pareçam ser de fato outros, na política essa separação não é tão clara. Com uma primeira denúncia contra Temer devidamente ultrapassada e morta, ficamos na expectativa de uma segunda denúncia por corrupção pela Procuradoria Geral da República (enfraquecida com os novos áudios que implicam pessoas da própria PGR e cita ministros do Supremo). À luz desses novos acontecimentos, e com a iminente aprovação da TLP, o governo volta a se fortalecer!

O ambiente atual é propício para continuarmos nesse eterno Fla-Flu, com trocas mútuas de acusações que nada fazem pelo avanço das nossas instituições. Pior ainda, esse é um cenário que torna a eleição de 2018 mais perigosa, com algum candidato potencialmente canalizando a frustração da sociedade em uma agenda "contra tudo isso que está aí". Não nos parece que o cenário de ruptura da atual política econômica seja provável, por razões que vamos colocar abaixo, mas já vimos esse filme na primeira metade dos anos 90.

Esse cenário político tem sido central para o atraso da agenda de reformas econômicas - uma objetiva mudança de curso como poucas vezes vimos na história republicana. Ainda que tenha ocorrido a reforma trabalhista, a aprovação da TLP esteja muito bem encaminhada e uma ambiciosa agenda de privatizações tenha sido divulgada (mesmo que existam dúvidas relevantes sobre sua viabilidade no tempo proposto), questões centrais como a Reforma da Previdência têm sido recorrentemente postergadas, ainda que o Governo oficialmente trabalhe com aprovação ainda nesse ano (discutir tema tão sensível em ano de eleição não parece uma realidade viável para ninguém). Ao menos na retórica, há perfeita compreensão que o Estado não cabe mais em nossa capacidade de arrecadação.

Na prática, a cada dia nosso problema fiscal cresce. A emenda do Teto dos Gastos tem como efeito colateral a severa compressão dos gastos não obrigatórios, já afetando o funcionamento da máquina pública e a provisão de serviços à população. A arrecadação tem surpresas negativas mês a mês e o déficit primário é crescente, o que já implicou nos primeiros eventos de majoração tributária. Mesmo que a conta de juros seja potencialmente menor já no curto prazo, a dívida pública continua em acelerada expansão.

Reforçando as tintas negativas, o Governo pareceu ter capitulado ao requisitar ao Congresso, em meados de agosto, aumentos dos déficits primários autorizados não só para 2017 e 2018 (cada um dos anos passaria a déficit de R\$ 159bi) como também para 2019 e 2020 (respectivamente agora com déficits de R\$ 139bi e R\$ 65bi). A realidade fiscal

bateu e é bastante grave, como temos alertado nos últimos meses.

Isso significa que temos que "voltar às caravelas" e bater em retirada? Não, de maneira nenhuma! Já expusemos nosso argumento central diversas vezes: a situação é tão grave que já passamos, com elevada probabilidade, do ponto de não retorno. Um "cavalo de pau" na política econômica seria tão temerário que é difícil racionalizar quem poderia implementá-lo. A pergunta relevante é outra: se atrasarmos muito, dará tempo de evitar a ruína da dívida pública?

Nesse ponto novamente se faz necessário pensar no cenário econômico futuro de forma binária. Na realização positiva, resolvemos nossos principais problemas, o que passa necessariamente por ter um governo (esse e o próximo) comprometido com a reforma fiscal, e perenizamos os ganhos recentes em termos de inflação baixa, juros menores (estruturalmente) e aceleração do crescimento. Na ponta negativa, voltamos para a realidade econômica de instabilidade conhecida daqueles que viveram a década de 80, de inflação elevada, baixo crescimento e desenvolvimento menor do que nossas possibilidades.

Enxergar somente esses dois cenários a partir de 2018/2019 é obviamente uma simplificação; como sempre, a realidade estará em algum lugar entre eles. Na atual conjuntura, no entanto, essa não parece ser uma hipótese grosseira. Cenários intermediários onde nem resolvemos nossos problemas nem "implodimos" não parecem ser factíveis por muito tempo. As questões que temos são tamanhas que implicarão em divergência, um tipo de país ou outro. Temos boas razões para acreditar que será o caminho virtuoso, ainda que os riscos da realização menos favorável permaneçam e sejam crescentes quanto mais deixamos nossos problemas para depois.

Analizando sob a ótica dos eventos econômicos recentes, a sensação é de que o pior já passou, tanto no cenário externo como no cenário doméstico. Isso também pode levar a resultados divergentes. Se por um lado a melhora é clara nos dados econômicos recentes (se representam ponto ou nova tendência é uma questão válida), por outro lado temos um efeito perverso que deve ser considerado: se de fato a situação se mostrar muito melhor já no curto prazo, o senso de urgência das reformas pode diminuir, aumentando a probabilidade do equilíbrio menos favorável no futuro.

Na seara internacional, a grande mensagem que emergiu em agosto foi de que o período de juros baixos e ampla liquidez internacional (ou seja, dólar fraco no mundo) ainda está longe de seu fim! Nesse sentido, destacou-se a comunicação da última minuta do FED (divulgada em agosto), na qual se confirmou um cenário onde as taxas de juros americanas não devem ser elevadas no curto prazo, combinando economia em progressiva aceleração e inflação baixa sob qualquer métrica avaliada.

Mais ainda, houve discussão explícita para as razões que levariam a tal "falta de reação da inflação", inclusive ressuscitando debates mais antigos sobre a moderação do repasse do aperto no mercado de trabalho à inflação no período posterior à crise financeira global de 2008. Nem mesmo a indicação mais clara de que o ajuste do balanço do FED começará já a partir da reunião de setembro foi capaz de mudar de forma relevante a precificação do mercado: o processo de elevação dos juros será muito lento e a taxa terminal mais baixa do que a das últimas décadas. Resumindo, continua o "risk on" pelo mundo e a procura por ativos em países emergentes como o Brasil.

Vale mencionar também o risco geopolítico e as movimentações entre EUA e Coréia do Norte, que parece ter subido um nível (de impossível para improvável). Não vemos uma solução factível (sem grandes tragédias) que não passe por uma coordenação com a China.

No cenário doméstico, os dados apresentados durante o mês tiveram tom positivo, com a já comentada exceção do debate. Como absoluto destaque, o crescimento do 2º trimestre veio mais forte do que o esperado e mostrou o segundo semestre consecutivo de expansão (+0,2% em relação ao forte 1º trimestre), o que deve nos tirar tecnicamente da recessão que se alonga há mais de dois anos.

Novamente, a composição do crescimento do trimestre tem levado a análises divergentes.

Os mais otimistas diriam que como o consumo e serviços são as maiores componentes do PIB, então a sua reação seria o prenúncio de uma recuperação mais forte do crescimento tanto nesse ano como no próximo. A queda dos juros e da inflação, o surpreendente recuo nas taxas de desemprego e o avanço do ajuste patrimonial das famílias seriam as condições que impulsionariam um novo ciclo de crédito, o que poderia levar a expansões anuais acima de 3,0% já em 2018.

Os mais pessimistas diriam que os vetores acima discutidos são verdadeiros, mas devem ser vistos com ressalvas. A queda do desemprego ocorre por aumento da parcela ocupada em atividades informais, geralmente com menor remuneração e sem criação de colateral adequado para crédito (por exemplo, consignado).

Nesse cenário, o ajuste patrimonial e um novo ciclo de crédito teriam vida mais curta e seriam menos potentes, seja devido a questões de demanda (famílias gastam menos em tempos difíceis) ou de oferta (os bancos também ficariam mais cautelosos, não repassando a queda dos juros à ponta final). Por fim, argumentam que o crescimento do 2º trimestre foi impulsionado por fatores não recorrentes (FGTS inativo para serviços/consumo e agrícola surpreendente) e que fatores estruturais (investimentos, indústria e importações) continuaram muito fracos. O crescimento será maior? Provavelmente sim, mas não sabemos se tanto quanto os cenários mais otimistas.

Em que ponta nós estamos? Reconhecemos a força da tese otimista, e estamos buscando respaldo nos dados e na análise qualitativa do cenário para fazermos revisões positivas em nossos números. Em resumo, estamos cautelosamente otimistas, temos um cenário possível que pode ser muito positivo. No entanto, alguns riscos ainda existem (como eleições e não aprovação da Reforma da Previdência), que não são nosso cenário base, mas não podem ser descartados.

Na política monetária, parecemos ter um cenário quase definido para esse ano: mesmo após o aumento dos impostos sobre combustíveis, o baixo crescimento pregresso e choque positivo na taxa de câmbio levarão a uma inflação em torno de 3,5% no ano. Com expectativas controladas, continuada fraqueza nas métricas inflacionárias e crescimento ainda rodando abaixo do potencial da economia, as condições estão postas para que o Banco Central continue cortando as taxas de juros.

Mais ainda, a comunicação mais recente sugere que a estratégia de *undershooting* (corte abaixo da taxa neutra, aproveitando a janela de oportunidade inflacionária para estimular a atividade) será priorizada - em linha com o que temos defendido há algum tempo. O nível terminal, no entanto, parece ser menor, de forma que ajustamos novamente a nossa projeção de Selic para 7,0% a.a. ao fim de 2017.

Em 2018 e além, temos uma discussão mais interessante. Salvo algum choque inesperado, a inflação tende a acelerar, evidentemente mais rápido no caso de um maior crescimento (da demanda). Não é verdade que ela tenha que romper a meta de 2018 (4,5%), mas por outro lado parece relativamente claro que as metas de 2019 e 2020 podem ficar sob risco com a intensificação da recuperação econômica.

A discussão passa a ser, portanto, quando e em qual magnitude o Banco Central teria que aumentar as taxas de juros. Vemos uma chance razoável de haver subida de juros já no final do ano que vem, para ancorar a inflação a partir de 2019 (principalmente se o crescimento surpreender).

Ainda que os cenários de crescimento traçados sejam dicotômicos em suas raízes e intensidades, concluímos com uma forte convergência. Sem reformas, o cenário otimista de crescimento é "voo de galinha" e leva a uma reversão mais rápida dos juros (supondo combate à inflação resultante). O cenário pessimista é "arrastar o pé" e leva, em algum momento, a juros maiores.

Já com reformas, o cenário otimista de crescimento pode se transformar em nova velocidade de cruzeiro com avanço dos indicadores mais estruturais (destacando investimentos) e o cenário pessimista terá de ser revisado para cima. Em ambos os casos, teremos inflação e juros estruturalmente menores.

A discussão, portanto, se resume em termos bem simples: a questão fiscal é o ponto focal que vai determinar, em última instância, que país seremos no futuro, e a gravidade da situação atual faz com que esse futuro esteja muito mais perto do que imaginamos.

Quadro Resumo

O mercado local seguiu animado no mês de agosto, com grande destaque de retorno para a bolsa (Ibovespa subiu mais de 7%), e com a Renda Fixa também performando acima do CDI.

Não tivemos grandes alterações de posição, continuamos positivos com o mercado de Renda Variável e ainda vemos algum prêmio em juros reais no longo prazo.

Se tivermos os juros em níveis razoáveis no longo prazo (entre 8% e 9%), devemos ver um aumento no risco das carteiras, para buscar o mesmo nível de retorno nominal que havia no passado. Com isso, a alocação em bolsa, que ficou muito reduzida nos últimos anos, deve voltar a aumentar (e esse aumento poderá ser estrutural no longo prazo).

Nos mercados desenvolvidos, tivemos um mês de poucas variações significativas. Bolsas do Japão e Europa sofreram um pouco, enquanto nos EUA ficaram estáveis. Seguimos preferindo ações europeias (entendemos que têm um potencial maior de valorização) e gostando de mandatos livres em geral.

BRASIL	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
CRÉDITO HIGH YIELD					
CRÉDITO HIGH GRADE					
RENDA FIXA PÓS		●			
RENDA FIXA PRÉ			●		
RENDA FIXA IPCA				●	
MULTIMERCADO					●
AÇÕES				●	
MERCADO IMOBILIÁRIO				●	

GLOBAL	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
AÇÕES EUA					
AÇÕES EUROPA				●	
AÇÕES JAPÃO			●		
AÇÕES EMERGENTES					
CRÉDITO INVESTMENT GRADE		●			
CRÉDITO HIGH YIELD			●		
CRÉDITO EMERGENTES				●	
TÍTULOS SOBERANOS	●				
RENDA FIXA (LIVRE)					●
COMMODITIES			●		
HEDGE FUNDS					●
REAL ESTATE			●		

MOEDAS	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
USD (Dólar x Cesta)					
EUR (Euro x Dólar)					
JPY (Iene x Dólar)					
BRL (Real x Dólar)					

Estratégia em Destaque

Como a carta ficou demasiadamente extensa, com tantos temas na pauta, não publicaremos a estratégia em destaque, que retornará normalmente no próximo mês.