

Perspectivas 2016

Após um ano de 2015 bastante conturbado em termos políticos e econômicos vamos, através desse relatório de gestão, tentar discorrer um pouco sobre os cenários e as perspectivas para 2016, visando dar um direcionamento em relação ao ambiente econômico.

O ano de 2015 foi caracterizado por apresentar uma lenta e distinta recuperação na economia global. Em uma ponta tivemos uma recuperação na economia de países desenvolvidos após um processo de injeção de liquidez nos mercados realizada por seus bancos centrais dessas economias nos últimos anos, o que ainda está em curso em alguns países; porém na outra ponta tivemos um ano de dificuldades para economias de países emergentes, puxadas preponderantemente por uma desaceleração estrutural da economia chinesa e por uma queda nos preços das commodities.

Começando pelos EUA, tivemos um ano positivo em termos de crescimento econômico, com a economia do país apresentado um crescimento de 2% (até o 3º trimestre de 2015), uma taxa de desemprego de 5% (praticamente pleno emprego), patamar similar ao período anterior à crise do subprime em 2008, e bons indicadores de atividade, culminando num fortalecimento do dólar frente às principais moedas ao redor do globo. Dentro desse cenário o FOMC (Comitê de Política Monetária dos EUA) decidiu realizar o tão aguardado aumento nas taxas de juros no país após onze anos sem reajustes, passando para uma faixa de 0,25% a 0,50% ao ano. Cabe destacar que todas as sinalizações do Comitê de Política Monetária vão na linha de que esse processo será feito de uma forma lenta e gradual, o que vemos de uma maneira positiva. Acreditamos que a capacidade do Fed de alterar esse processo será ditada pelo cenário inflacionário, o que remete a outro assunto com grande destaque no cenário atual: commodities.

Entrando nesse assunto não podemos deixar de destacar a China que é, sem dúvida nenhuma o grande destaque e fator de preocupação nesse início de 2016. A partir do momento em que a China começou a alterar seu modelo de crescimento focado em investimentos para um modelo mais voltado ao consumo, assim como começou a migrar seu foco de desenvolvimento ao setor industrial para um modelo de desenvolvimento ao setor de serviços, tivemos como consequência imediata uma redução nos níveis de crescimento econômico do país, impactando diretamente os preços das commodities ao redor do globo, destacando ainda que esse fator foi um dos principais responsáveis por uma queda de cerca de 2% na inflação mundial em 2015. Indo mais além, visando estimular a economia e seu setor exportador, o país começou um movimento de desvalorização de sua moeda (yuan), trazendo de volta ao radar um assunto muito debatido anteriormente: a guerra cambial.

Na Europa temos visto uma tendência positiva de crescimento com os países se aproveitando das baixíssimas taxas de juros e dos estímulos econômicos da região porém, com índices de inflação na zona do euro muito aquém da meta de 2% (inflação na zona do euro foi 0,1% em novembro, enquanto o núcleo do índice, que desconsidera preços de alimentação, energia, álcool e cigarro, foi de 0,9%). Acompanhando esses dados e seguindo uma política voltada para evitar a deflação e estimular o crescimento econômico, o Banco Central Europeu (BCE) prorrogou no final de 2015 seu programa de injeção de recursos na economia, “*Quantitative Easing*” (QE), até março de 2017, o que deve continuar pressionando o euro frente à outras moedas, trazendo boas oportunidades para ativos de risco no velho continente.

De uma maneira geral 2016 começou bem agitado, com fortes quedas nas bolsas na China, testes de uma bomba de hidrogênio na Coreia do Norte, tensões entre Arábia Saudita e Irã, e o petróleo sendo negociado abaixo dos incríveis US\$ 30,00 dólares o barril. Acreditamos que as questões na Coreia do Norte e a crise diplomática entre a Arábia Saudita e o Irã dificilmente vão gerar crises mais profundas, mas a China sim é um fator que deve gerar preocupação. Após as recentes desvalorizações do Yuan, o BC chinês vem utilizando suas reservas cambiais (já usou US\$ 100 bilhões) visando evitar uma fuga de capitais do país e reduzir a volatilidade do mercado, o que não deve impedir um cenário de mais desvalorização da moeda no país. Em relação ao petróleo, o excesso de oferta da commodity ao redor do globo tende a seguir pressionando suas cotações, o que traz um efeito direto na economia mundial (gerando deflação e pressionando as economias de países exportadores de petróleo). Acreditamos que grandes choques de preços, tanto para cima, quanto para baixo, nunca são positivos para o mercado, o que deve gerar uma procura por um ponto de equilíbrio da commodity nesse ano. Não vemos um cenário de forte recuperação nos preços nesse ano, devido principalmente ao excesso de oferta, mas com certeza teremos volatilidade em cima desse tema, principalmente porque muitas questões políticas estão envolvidas.

Questões geopolíticas importantes para 2016 como as eleições na Alemanha e nos EUA, o risco de terrorismo pelo estado islâmico, China e a possível saída do Reino Unido da União Europeia são fatores que devem ficar no radar dos investidores nesse ano que promete ser de fortes emoções.

Cenário Doméstico

Entrando no cenário doméstico a dinâmica tem sido diferente. Passada a ressaca das eleições presidenciais, os investidores iniciaram 2015 com um viés mais positivo após a definição de Joaquim Levy como Ministro da Fazenda trazendo consigo um discurso voltado para um equilíbrio fiscal, reajuste nas contas públicas e retomada na confiança dos empresários. Porém, a realidade se mostrou totalmente oposta. Com um cenário político extremamente desafiador, a perda de apoio do atual governo culminou em fortes resistências por parte do Congresso para a aprovação de medidas de ajustes fiscais. Além disso, desdobramentos da operação Lava Jato impactaram diretamente políticos, empresas e empresários das mais altas hierarquias no país que, somado a um esgotamento do modelo econômico implantado nos últimos anos, ocasionaram uma desaceleração econômica no país, ganhando contornos de recessão.

Outra questão que tem sido bastante debatida é em relação à inflação. O IPCA (medida oficial de inflação do governo) encerrou 2015 a 10,67% (maior nível de 2002), frente a um índice de 6,41% em 2014, impulsionado principalmente por fatores relacionados ao ajuste nos preços administrados como energia, combustíveis, entre outros, reflexo da política econômica dos últimos anos, assim como pela forte desvalorização do real no período. Para 2016 devemos ainda ter um cenário de alta inflação, porém com índices mais amenos em relação à 2015, uma vez em que grande parte dos ajustes dos administrados já foi feito e pelo fato de que a atividade econômica do país deve apresentar mais um ano de forte contração. Cabe destacar o quão estrutural é a inflação no país, que deve encerrar 2016 acima, ou perto, do teto da meta, mesmo num cenário com juros em patamares elevadíssimos e com uma economia em recessão. A elevada indexação da economia e a dificuldade em conter a inflação de custos, aquela que deriva de um aumento nos insumos para a produção de um bem (o dólar exerce forte influência aqui), também explicam esse fator. Somado a isso, ao contrário de outros países, a queda nas cotações do petróleo no mercado internacional não gera um efeito deflacionário no país, uma vez em que essa queda não é repassada ao consumidor.

Em termos de política monetária vemos um Banco Central numa situação bastante delicada: de um lado temos uma inflação mostrando muita força e resistência sinalizando que irá encerrar dois anos consecutivos acima do teto da meta – o que sugere uma elevação nas taxas de juros para conter esse movimento; por outro lado vemos um cenário recessivo com o PIB encolhendo por dois anos consecutivos (deve encerrar 2015 com uma queda de 3,7% e segundo estimativas atuais de mercado deve fechar em 2016 em queda de cerca de 3,5%) e a taxa de desemprego se aproximando dos dois dígitos (encerrou Outubro de 2015 a 9% frente a uma taxa de 6,8% em Janeiro do mesmo ano) – cenário este totalmente oposto a um movimento de elevação nas taxas de juros do país. Em sua última reunião de política monetária realizada ontem (20/01/2016), contrariando toda uma sinalização de que deveríamos ter mais um ciclo de elevação dos juros no Brasil, o COPOM decidiu manter a taxa básica de juros em 14,25% ao ano (na última Ata do COPOM, no Relatório de Inflação, na Carta aberta ao mercado e em diversas entrevistas recentes o presidente do Banco Central, Alexandre Tombini, sinalizou e convergiu as expectativas do mercado para uma postura mais agressiva do BC na política monetária visando conter a escalada inflação). Não queremos discutir o lado técnico dessa decisão, até porque concordamos com ela dado o atual cenário, porém a forma com que foi feita abalou ainda mais a credibilidade do nosso Banco Central, que tem demonstrado grande falha em sua comunicação ao mercado, além de trazer questionamentos sobre a influência política em suas decisões.

Indo para o lado fiscal, caso realmente ocorra a regularização compulsória das manobras fiscais cujos montantes equivalem a cerca de 1% do PIB (cerca de R\$ 57 bilhões), devemos encerrar 2015 com um déficit de cerca de 2,1% do PIB, versus uma meta no início do ano de um superávit de 1,2% do PIB. Com esses números podemos ter uma ideia do quão relevante foi a influência política nas decisões fiscais, culminando no enfraquecimento de Levy e na sua posterior renúncia ao cargo. Já para 2016, dado o cenário atual, devemos ter mais revisões negativas para a meta de superávit primário (atualmente está em 0,50% do PIB) e teremos a CPMF como um possível “salvador da pátria” em termos fiscais. Porém, vale lembrar que a contribuição depende de Proposta de Emenda à Constituição, o que não será muito fácil de implantar com um Congresso cada vez mais hostil.

Dentro desse cenário, a perda do grau de investimentos por duas das principais agências internacionais de classificação de risco (S&P e Fitch), colocando o Brasil novamente no grupo de países com Grau Especulativo foi o golpe de misericórdia para encerrar um ano extremamente complicado para o país. Porém, felizmente temos também boas notícias:

O nível de investimentos estrangeiros no país seguem em patamares saudáveis, pouco abaixo de 4% do PIB nos últimos 12 meses. Outra notícia positiva é em relação à balança comercial que encerrou 2015 com um superávit de US\$ 19,7 bilhões, acima das expectativas, sendo assim um contraponto fortemente positivo a tantos resultados ruins. Apesar de ter sido “inflado” por uma queda nas importações, esse resultado traz um impulso positivo para 2016, com substancial reforço para todas as contas externas. Para 2016 as estimativas são positivas, algo em torno de US\$ 35 bilhões (Pesquisa Focus), o que tende a derrubar o déficit em conta corrente no país.

Apesar da queda na confiança dos empresários, recessão econômica, aumento do desemprego e incertezas políticas, a manutenção do estoque de cerca de US\$ 370 bilhões em reservas internacionais; o bom resultado da balança comercial; a queda do déficit em conta corrente; e as elevadas taxas de juros em vigor no país são um conjunto de fatores que servem de contrapeso e tendem a trazer certa estabilidade ao câmbio interno em 2016, contando que não haja nenhuma ruptura e que a situação na China não se agrave.

Estamos enxergando um cenário difícil para o Brasil em 2016 mas ao contrário de muitos, vemos sim uma luz no final do túnel. Se conseguirmos implantar uma agenda de incentivo a investimentos de longo prazo como

infraestrutura, seja por privatizações ou concessões; focarmos num trabalho voltado a um aumento da produtividade e conseguirmos implantar um ajuste fiscal com mais qualidade podemos sim ter uma recuperação na confiança sobre a economia doméstica. Mas para isso precisaremos de uma colaboração do lado político, que é o grande entrave no momento. Porém, caso a política econômica tome uma postura similar aos anos anteriores mais voltada ao crédito e sem reformas estruturais, dado o perfil mais desenvolvimentista do nosso novo Ministro da Fazenda Nelson Barbosa, deveremos ter mais um ano bastante pressionado.

Entrando na parte de investimentos temos visto boas oportunidades em ativos no Brasil. Com as elevadas taxas de juros no país, assim como o alto prêmio de risco dada a deterioração nos fundamentos econômicos no país, ativos de renda fixa tem apresentado ótimas oportunidades para investidores. Em termos de alocação, temos aproveitando ativos pós fixados de curto prazo, porém aumentando a alocação em pré fixados mais longos assim como ativos indexados ao IPCA, apresentando assim uma proteção à inflação além de uma boa taxa pré fixada. Não vemos as elevadas taxas de juros no país a níveis sustentáveis no longo prazo, porém no curto esse cenário deve permanecer. Além disso, ativos isentos de IR são ótimas opções, ainda mais com crescentes expectativas de que muitos desses ativos deverão perder seus benefícios fiscais a partir de 2017, uma vez em que o texto da medida provisória (MP 694) apresentado pelo relator, o senador Romero Jucá (PMDB-RR), propondo uma série de mudanças nas regras de tributação em aplicações financeiras e em ativos isentos de IR, deverá ser votado até o início de março de 2016. Em relação aos ativos de crédito privado, as dificuldades econômicas nos fazem ter certa cautela para aqueles ativos mais “*high yields*”, por isso preferimos ter uma posição mais conservadora nesse momento, escolhendo com muita cautela esses ativos.

Na ponta de ativos de risco, vemos uma janela interessante para fundos multimercados, principalmente os fundos Macros, uma vez em que deveremos ter mais um ano bastante volátil trazendo boas oportunidades em ativos de câmbio, juros e renda variável. Falando em renda variável, gostaríamos de discorrer um pouco mais sobre esse tema. Vemos o Ibovespa atingindo seus menores níveis desde março de 2009 e com alguns ativos a preços atrativos. Porém temos uma composição de índice muito carregada em empresas relacionadas à commodities, o que não traz um sinal muito positivo no curto prazo. Além disso, intervenções governamentais em diversos setores (setores de energia, educação, financeiro, infraestrutura, entre outros) trouxeram mais pressão sobre o índice, afastando investidores de ativos de risco no país. Acreditamos que sim, existem bons ativos e boas oportunidades na bolsa brasileira, porém a desaceleração econômica, o alto custo de oportunidade (altas taxas de juros no país) e a falta de confiança de investidores estrangeiros no Brasil tendem a deixar a Bolsa pressionada, à espera de um *trigger* que possa trazer de volta esse fluxo. Indo nessa linha, até termos uma maior clareza no cenário, preferimos manter uma postura de maior cautela e aproveitar outras boas oportunidades que o mercado tem oferecido. No demais, assim como escrevemos em nossa carta do ano passado, esperamos que 2016 seja uma boa entrada para 2017.

São Paulo, 21 de Janeiro de 2016

