



MARCELO GUTERMAN, CFA
Especialista de Investimentos

Política de Investimentos 2017: E agora?

Sumário

- No cenário global, a eleição de Donald Trump embaralha as perspectivas para a política monetária. Esperamos taxas de juros maiores do que no cenário anterior, mas acreditamos ser difícil que Trump consiga implementar, de maneira completa, as medidas de protecionismo comercial que prometeu em campanha. Assim, o balanço de riscos para os mercados emergentes piorou na margem, mas não a ponto de representar uma ruptura.
- A China deve continuar sua trajetória de "pouso suave". A implementação de uma agenda protecionista de Trump (o que prejudicaria principalmente a China) deve enfrentar grandes obstáculos.
- No front doméstico, o cenário-base é de implementação do ajuste fiscal que leve à estabilização e posterior redução da relação dívida/PIB. Este cenário, ainda que carregue riscos, é positivo para ativos de risco, que ainda não precificam totalmente a sua concretização.
- A combinação entre um cenário global em que Donald Trump não consiga implementar de maneira completa a sua agenda e um cenário local em que se consegue controlar a relação dívida/PIB é o cenário sob o qual os ativos de risco devem ser beneficiados. Atribuímos maior probabilidade a esta combinação.
- Neste cenário, ativos de renda fixa de longo prazo e bolsa deverão ser os ativos mais beneficiados.
- Investimentos estruturados e investimentos no exterior são classes de ativo que servem para diversificação em qualquer cenário, em função de sua baixa correlação com os principais ativos de risco.

Em outubro de 2015, quando as Entidades começavam a discutir as suas Políticas de Investimento para 2016, as principais manchetes dos jornais eram as seguintes:

16/10/15: Fitch rebaixa nota e País pode perder selo de bom pagador (O Estado de São Paulo);

21/10/15: Rombo fiscal pode chegar a R\$ 76 bilhões (O Globo);

29/10/15: Intenção de investir das empresas diminui 49% (Valor Econômico);

21/11/15: Emprego formal cai em ritmo recorde (Folha de São Paulo);

Em resumo, para quem estava planejando os investimentos para o ano seguinte, parecia claro que o melhor curso de ação seria manter o conservadorismo. Poucos poderiam imaginar que chegaríamos ao final de outubro com os seguintes números¹:

IBrX: +47,7%

IMA-Geral: +18,8%

IMA-B: +22,8%

Dólar: -18,5%

Mas isto é passado. O que esperar para 2017? Será que a bolsa já subiu tudo o que tinha que subir? E as taxas de juros, podem cair mais? São estas e outras perguntas, que certamente estão sendo feitas neste momento pelos formuladores das Políticas de Investimento das entidades, que pretendemos endereçar neste artigo.

O Cenário Global

Hoje, vemos dois pontos que podem influenciar de maneira mais significativa os preços dos ativos locais: a política monetária nos EUA e uma potencial instabilidade na China.

1. A política Monetária nos EUA

A eleição de Donald Trump coloca um grande ponto de interrogação sobre a tendência de longo prazo da política monetária nos EUA. Até aqui, uma postura mais *dovish*² vinha dominando as decisões do FOMC³,

1 Fonte: BDS

2 *Dovish* e *Hawkish* são duas expressões muito utilizadas pelos mercados financeiros, indicando, respectivamente, posturas mais lenientes ou mais conservadoras em relação à inflação. Um Banco Central *dovish* tende a subir menos ou atrasar a subida de juros, enquanto um Banco Cental *hawkish* tende a subir mais ou adiantar a subida de juros.

3 FOMC: Federal Open Market Committee, o equivalente ao COPOM nos EUA.

pelos motivos descritos a seguir. Com Trump na presidência dos EUA, é possível que o Fed⁴ seja levado a mudar a sua avaliação sobre o melhor curso de ação. É o que discutiremos em seguida.

Depois de iniciar o ciclo de alta dos juros em dezembro de 2015, o mercado esperava que o Fed continuasse a apertar a política monetária ao longo de 2016. No entanto, apesar de endurecer o discurso, o Fed manteve os juros nos mesmos patamares de dezembro, e provavelmente teremos somente mais um aumento de juros este ano. Por que?

Em nossa avaliação até a eleição de Donald Trump, o Fed somente começaria a subir os juros de maneira mais consistente quando as três seguintes premissas se materializassem: i) as condições financeiras estivessem suficientemente folgadas para que pudessem ajudar o crescimento; ii) o crescimento econômico estivessem em linha com as projeções do Fed e iii) as expectativas de inflação subissem. Vejamos.

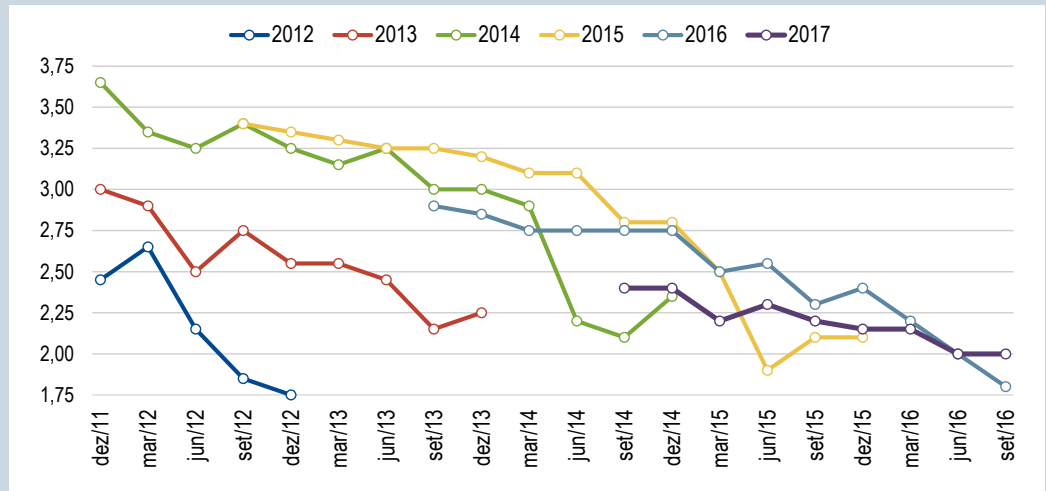
A primeira condição parece, hoje, satisfeita. Os ganhos financeiros dos agentes econômicos nos últimos trimestres, em função da valorização tanto dos ativos de renda fixa quanto de renda variável, podem, de fato, auxiliar na retomada do crescimento econômico. É o chamado “efeito riqueza”: os agentes econômicos se sentem “mais ricos”, e aumentam a sua propensão ao consumo. Além disso, o sistema financeiro encontra-se menos estressado, permitindo o aumento da oferta de crédito.

As duas outras condições, no entanto, parecem estar ainda longe de se realizar. No caso do crescimento econômico, não conseguimos ver, nos diversos indicadores de atividade, sinais de alguma retomada mais consistente. Mesmo o mercado de trabalho, que vem surpreendendo positivamente, com o nível de desemprego chegando ao nível de 5% segundo dados de outubro da Bloomberg (considerado de pleno emprego), não está, em nossa opinião, tão forte quanto aparenta. Se analisarmos o nível de ocupação da mão-de-obra, observaremos que a participação da força de trabalho na população em geral vem caindo consistentemente desde 2010. Ou seja, uma parte da diminuição do índice de desemprego deve-se à diminuição da força de trabalho disponível, e não ao aumento do nível de emprego.

Esta frustração com o crescimento econômico é compartilhada pelo próprio Fed. No Gráfico 1, podemos observar como as previsões dos membros do FOMC para o PIB norte-americano foram sendo sistematicamente reduzidas ao longo dos últimos anos. Note, por exemplo, que em dezembro de 2011 (início da série), o Fed previa crescimento do PIB de 2,5% para 2012 (linha azul), 3% para 2013 (linha vermelha) e quase 3,75% para 2014 (linha verde). No final, os crescimentos nestes anos foram de, respectivamente, 2,2%, 1,5% e 2,4%. Erros para baixo de 0,3%, 1,5% e 1,35% respectivamente. E este padrão vem se repetindo, ano após ano, ao longo dos últimos cinco anos, sem sinal de que o crescimento esteja reagindo na direção das projeções iniciais do Fed. E um crescimento de 2%, como o previsto para 2017, está longe de ser suficiente para elevar as previsões para a inflação. Chegamos, então, ao terceiro fator que levaria o Fed a elevar as taxas de juros: as expectativas de inflação.

4 Fed: Federal Reserve, o Banco Central dos EUA.

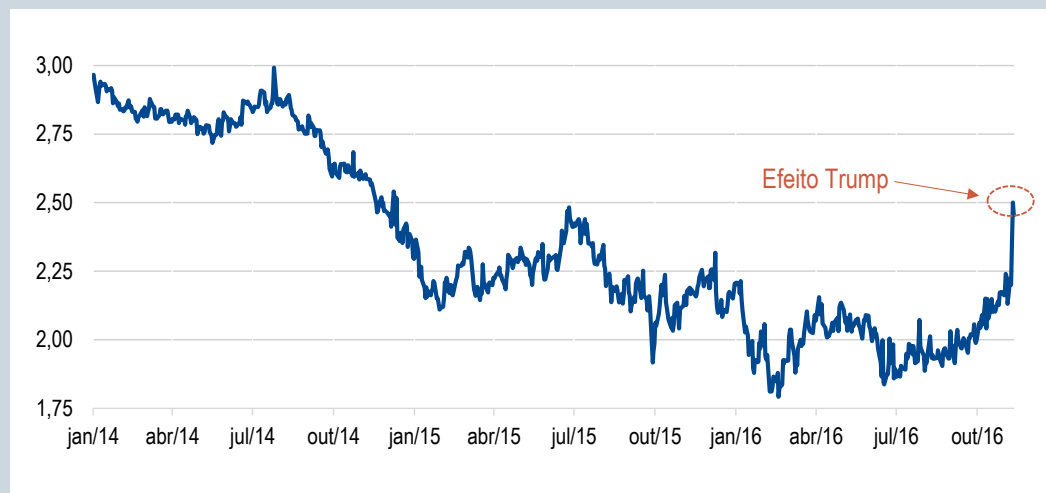
Gráfico 1
Provisões do Fed para o PIB dos EUA nos últimos 5 anos



Fonte: Federal Reserve

No Gráfico 2, observe como as expectativas para a inflação daqui a 5 anos, medidas pela inflação implícita nos títulos atrelados à inflação, recuou de quase 3% para 2,25% no início de 2015 e, posteriormente, para abaixo de 2% até outubro. A partir de outubro, as expectativas voltaram a subir ligeiramente, para 2,20%, mas atingiram o pico de 2,50% depois das eleições. Aqui entra a discussão sobre o “risco Trump” sobre a economia norte-americana.

Gráfico 2
Evolução da inflação implícita de 5 anos daqui 5 anos



Fonte: Bloomberg

2. O "risco Trump"

Para analisar o “risco Trump”, estabelecemos dois cenários. O primeiro chamamos de “Trumpnomics”, em que Donald Trump consegue implementar todas as medidas econômicas prometidas durante a sua campanha: redução de impostos, aumento do investimento em infraestrutura, protecionismo comercial

e desregulamentação. O segundo cenário chamamos de “Republicanomics”, em que Trump esbarra no Congresso de maioria Republicana naquelas medidas que não estão alinhadas com o tradicional ideário republicano. Podemos ver um resumo destes dois cenários na Tabela 1.

Medidas	“Republicanomics”	“Trumpnomics”
Redução de Impostos	Sim	Sim
Investimentos Governamentais	Sob Condições	Sim
Desregulamentação	Sim	Sim
Protecionismo comercial	Não	Sim

Tabela 1: Cenários de medidas econômicas do governo Trump.

A redução de impostos e a desregulamentação são velhas bandeiras republicanas, e devem ser aprovadas pelas duas casas legislativas, hoje com maioria republicana. Já o aumento do investimento em infraestrutura pode esbarrar nas próprias limitações do orçamento, e seu efeito sobre a demanda agregada, em uma economia como a americana, é disputável. Por fim, o protecionismo comercial vai contra o ideário republicano, e Trump pode ter dificuldade em implementar medidas nesta direção.

Na Tabela 2, resumimos os efeitos destas medidas na inflação e nos principais ativos. Sob o cenário “Republicanomics”, o efeito sobre a inflação é dúbio, dado que, apesar da expansão fiscal, uma redução horizontal de impostos e medidas de desregulamentação podem aumentar a produtividade da economia e contribuir para uma redução da inflação no longo prazo. A expansão fiscal deve levar, sob este cenário, a um aumento maior da taxa de juros do que está hoje precificado pelo mercado. Por fim, dólar e bolsa devem sair fortalecidos com os ganhos de produtividade que as medidas deste cenário deve trazer.

Já o cenário “Trumpnomics” é bastante inflacionário, pois à expansão fiscal soma-se o protecionismo comercial, provocando, além disso, uma queda de produtividade da economia. Por isso, o efeito sobre a bolsa é dúbio: ao mesmo tempo que alguns setores são favorecidos, grande parte das empresas acaba sofrendo pela queda da produtividade geral. A inflação maior leva a uma taxa de juros maior, mas, apesar disso, o dólar tende a perder valor contra moedas de países desenvolvidos, em função da desconfiança dos agentes econômicos em relação ao desempenho da economia americana. Por outro lado, as moedas de países emergentes perdem valor, pelo ambiente mais complexo de comércio internacional e pela maior instabilidade global.

Assim, o “risco Trump” pode fazer com que o Fed seja obrigado a elevar os juros mais do que hoje está sendo precificado pelos mercados.

Efeitos (em relação à situação anterior)	“Republicanomics”	“Trumpnomics”
Inflação	↑ ↓	↑ ↑
Taxa de Juros	↑	↑ ↑
Dólar x G3	↑	↓
Dólar x ME*	↑	↑
Bolsa americana	↑	↑ ↓

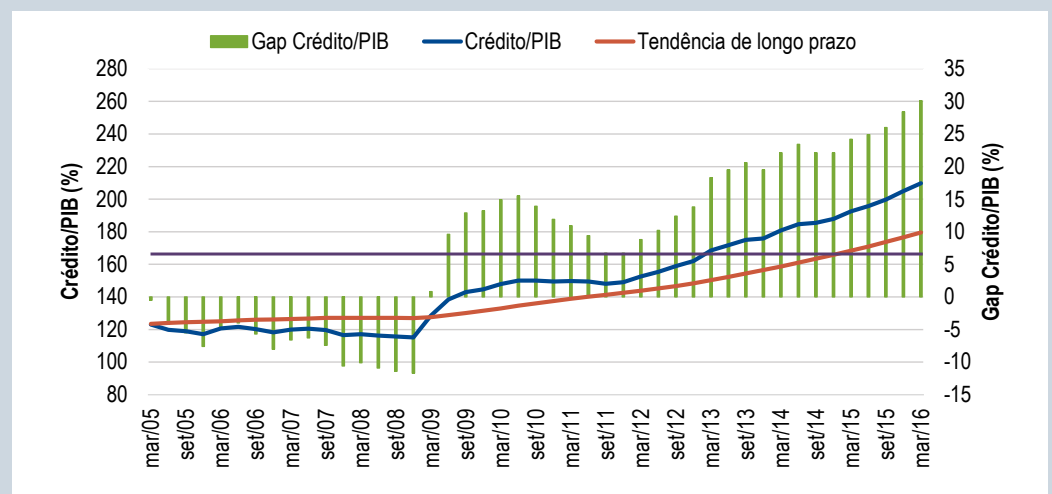
Tabela 2: Efeitos das prováveis medidas do governo Trump em dois cenários.
ME*: Mercados Emergentes

3. O Risco China

Assim como foi o motor que impulsionou o mundo emergente na década passada, a China tem sido o fantasma que assombra o mundo emergente nesta década. Os desequilíbrios acumulados nos anos da fase anterior de crescimento cobram o seu preço agora, em termos de potencial instabilidade. Soft landing ou hard landing? A velocidade de desaceleração do crescimento chinês paira como uma ameaça sobre a estabilidade global.

Um dos principais riscos para a estabilidade da economia chinesa é o seu sistema financeiro. No Gráfico 3, podemos ver a evolução do chamado “Gap de Crédito” da China, uma medida do BID que reflete a aceleração das concessões de crédito em uma determinada economia. O Gap de Crédito é calculado pela diferença entre a participação do crédito no PIB e a sua série histórica de longo prazo. O BID considera que uma diferença acima de 10 pontos percentuais já deveria acender o sinal amarelo no painel de controle das autoridades financeiras do país⁵.

Gráfico 3
Gap de Crédito da China



Fonte: BIS

Pois bem: podemos ver, no Gráfico 3 (barras verdes), que o Gap de Crédito chinês está acima de 10 pontos percentuais desde 2012, e vem crescendo desde então, atingindo o pico de 30 pontos percentuais no 1º trimestre deste ano. É, de longe, o maior Gap de Crédito do mundo entre as economias importantes, como podemos ver no Gráfico 4 (neste gráfico, optamos por mostrar apenas economias emergentes, pois o Gap de Crédito no mundo desenvolvido, com algumas poucas exceções, está negativo no momento).

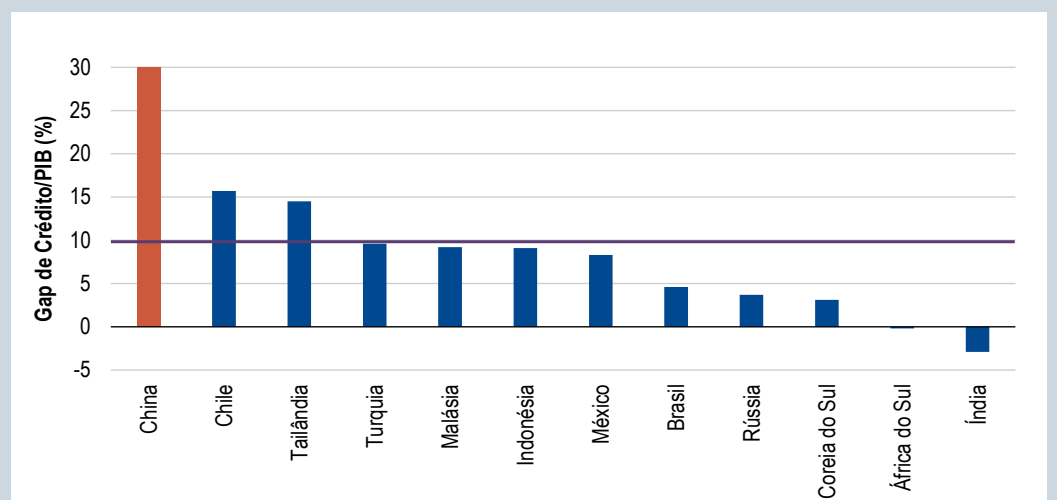
Além disso, a preocupação não é somente com o crescimento do crédito, mas com a sua qualidade. A economia chinesa não se destaca por ser um exemplo de transparência, e o número oficial de 1,7% de créditos em dificuldade em relação ao estoque não parece exatamente crível. Mas, de qualquer forma, nossa avaliação é de que o governo chinês tem alguns instrumentos à mão para lidar com o eventual aumento do nível de créditos podres. Em primeiro lugar, como resultado de uma regulação bastante restritiva, os bancos chineses contam com provisões para devedores duvidosos no montante de 1,8 vezes o total de créditos em dificuldade. Em segundo lugar, os bancos chineses são bastante lucrativos para os padrões globais, com um ROE na faixa dos 15%; eles geram algo como 2,5-3,0 trilhões de yuans ao ano de lucro, o

⁵ Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer – Basel Committee on Banking Supervision – Dez/2010

que significa algo como duas vezes o total oficial de créditos em dificuldade. E, finalmente, grande parte dos empréstimos do sistema bancário chinês tem garantias (normalmente, imóveis), o que pode ajudar a mitigar as perdas associadas aos defaults. Apenas depois de esgotarem-se os recursos descritos acima é que os bancos começariam a perder capital. Neste caso, o governo chinês teria espaço para intervir, dado que a dívida é denominada em yuans, e a dívida pública é relativamente baixa⁶.

Outra fonte de preocupação surge com a eleição de Donald Trump e sua promessa de “trazer os empregos chineses de volta para a América”. Este protecionismo se daria, provavelmente, com aumento de tarifas de importação e outras barreiras não tarifárias, o que provavelmente faria o governo chinês reagir com uma desvalorização acentuada do yuan. O efeito disso seria desastroso para economias emergentes, Brasil incluído. A crise da década de 90, que levou o Brasil a adotar o câmbio flutuante no início de 1999, começou com uma grande desvalorização competitiva da China em 1994. Hoje, a economia é diferente, o Brasil tem câmbio flutuante, mas uma desvalorização do yuan poderia levar a desvalorizações de todas as moedas emergentes, causando inflação e aumento de juros, além da desaceleração da atividade econômica. É tudo o que não precisamos hoje. De qualquer forma, nos parece que a implementação da agenda protecionista de Trump deve enfrentar grandes obstáculos para ser implementada em sua totalidade.

Gráfico 4
Comparação do Gap de Crédito entre economias emergentes no 1º trimestre de 2016



Fonte: BIS

O Cenário Local

1. Dívida Pública: o "nó górdio" da economia brasileira

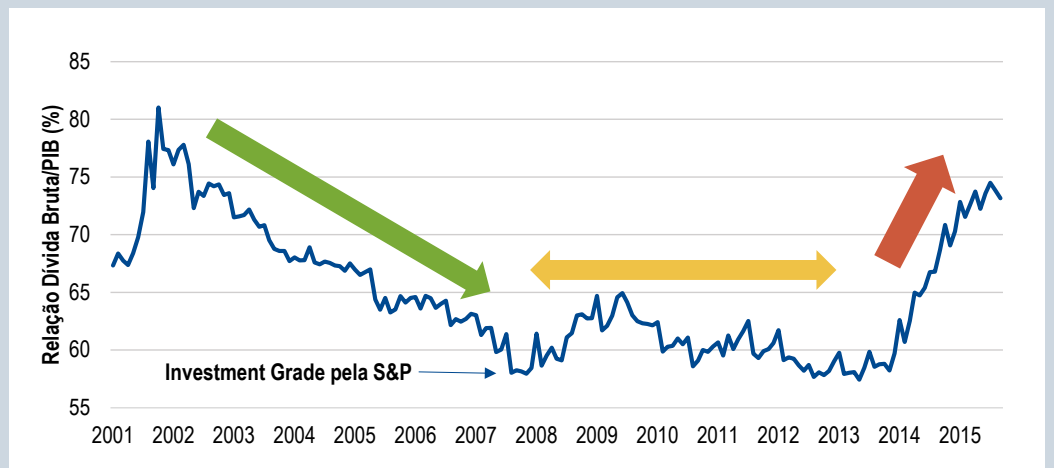
Estamos atravessando um daqueles momentos definidores, em que o País escolhe um determinado rumo a ser trilhado nas próximas décadas. Desarranjos estruturais, aliados à má gestão conjuntural e a consequente desaceleração da atividade econômica, estão levando ao aumento rápido e perceptível da dívida pública brasileira, conforme podemos observar no Gráfico 5⁷. Note como a dívida bruta apresentou uma evolução

⁶ Estas e outras informações sobre a economia chinesa podem ser acessadas no artigo "An Update on China", de Desmond Soon, Head of Investment Management, Asia (ex-Japan) da Western Asset, de março/2016.

⁷ Para a montagem deste gráfico, optamos por utilizar a metodologia antiga de cálculo das contas fiscais por oferecer uma série mais longa. O nível atual (agosto/2016) da dívida por esta metodologia é de 73% do PIB, contra 70% do PIB pela nova metodologia.

positiva até 2008 (quando o Brasil foi promovido a Grau de Investimento), permanecendo em níveis relativamente constantes até 2014, e voltando a subir de maneira relevante a partir de 2015. Entender como se deu esta evolução da dívida brasileira pode nos dar uma pista das chances de sucesso da missão de trazê-la de volta aos patamares anteriores, que já eram considerados altos.

Gráfico 5
Evolução da Dívida Bruta do Governo Geral (metodologia usada até 2007).



Fonte: Banco Central

A fase positiva da evolução da dívida brasileira se deu em um contexto de crescimento econômico (o PIB brasileiro cresceu 4,8% ao ano entre 2003 e 2008) e produção de superávits primários consistentes (a média dos superávits primários foi de 3,5% do PIB entre 2001 e 2008).

A partir de 2009, o crescimento econômico diminuiu o seu ritmo (o PIB cresceu 2,7% ao ano entre 2009 e 2014), enquanto os superávits primários foram menores (média de 1,8% ao ano entre 2009 e 2014). Além disso, neste período, cresceram de maneira relevante as reservas internacionais e a participação do BNDES no PIB (financiado pelo Tesouro), com estes dois itens representando aumento de 12 pontos percentuais no montante da dívida bruta entre 2010 e 2014. Ou seja, não fossem estes dois itens, a dívida bruta seria 12 pontos percentuais mais baixa hoje.

Por fim, a partir de 2015, a situação deteriorou-se de maneira relevante. O superávit virou déficit primário (-2% em 2015 e previsão de -2,7% para 2016), e o crescimento virou a pior recessão da história do Brasil (retração de 7% do PIB no biênio 2015-16). O resultado desta combinação foi uma intensa aceleração da dívida bruta, aproximando-se dos mesmos patamares do início da década passada.

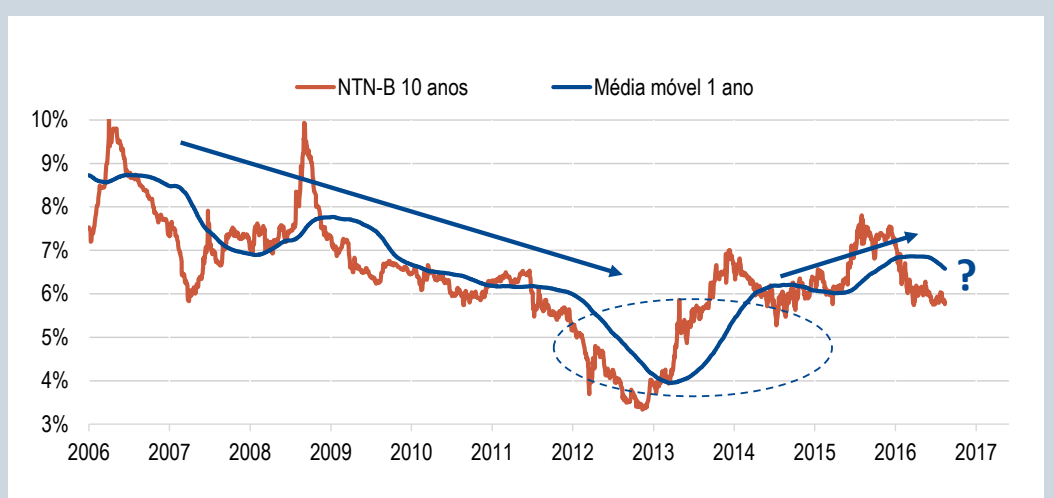
E porque este assunto é tão importante para investimentos? Porque o nível e a velocidade de crescimento da dívida pública são fatores importantes na definição da taxa de juros. No Gráfico 6, mostramos a trajetória do cupom de uma NTN-B teórica, com prazo constante de 10 anos. Além disso, para suavizar a trajetória, mostramos a média móvel de 1 ano deste mesmo cupom. Podemos observar 3 fases:

1. De 2003 até 2011, o cupom da NTN-B recuou estruturalmente até o nível de 6% ao ano. Houve altos e baixos, mas sempre em trajetória declinante. Esta redução do cupom respondeu a uma melhora

significativa dos fundamentos da economia brasileira, o que culminou na obtenção do grau de investimento.

2. Em 2012, em um experimento heterodoxo, o governo tentou baixar as taxas de juros “por decreto”. Mesmo com a inflação perto do teto da meta de 6,5%, o BC derrubou a Selic para incríveis 7,25%, apostando em um “novo equilíbrio monetário”. O resultado desse movimento, em um primeiro momento, foi a queda das taxas de juros reais para 4% ao ano de maneira muito rápida. Mas, como tudo o que é artificial não se sustenta por muito tempo, o cupom logo voltou para o patamar de 6% (círculo pontilhado). Ou seja, após o experimento heterodoxo, as taxas de juros voltaram ao patamar anterior.
3. A partir de meados de 2015, quando ficou claro que a dívida pública havia entrado em uma trajetória explosiva, o cupom, pela primeira vez em mais de uma década, voltou a mostrar trajetória estrutural crescente.

Gráfico 6
Evolução do cupom da NTN-B de 10 anos



Fonte: Western Asset

A dúvida, neste momento, é: conseguirá o novo governo reverter esta trajetória? É esta pergunta que vamos procurar responder nas próximas sessões.

2. Um pouco sobre a dinâmica da dívida pública

O crescimento da dívida pública de qualquer país pode ser calculado da seguinte forma:

$$DP_t - DP_{t-1} \times \frac{(1 + i_t)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} - SP_t + \Delta_t$$

DP_t e DP_{t-1} : Dívida pública dos anos t e $t-1$.

i_t : custo da dívida no ano t .

gt: crescimento real do PIB no ano **t**.

π t: inflação do ano **t**. Ao multiplicar-se o crescimento real do PIB pela inflação do período, obtém-se o crescimento nominal do PIB. A taxa de inflação utilizada é o deflator do PIB.

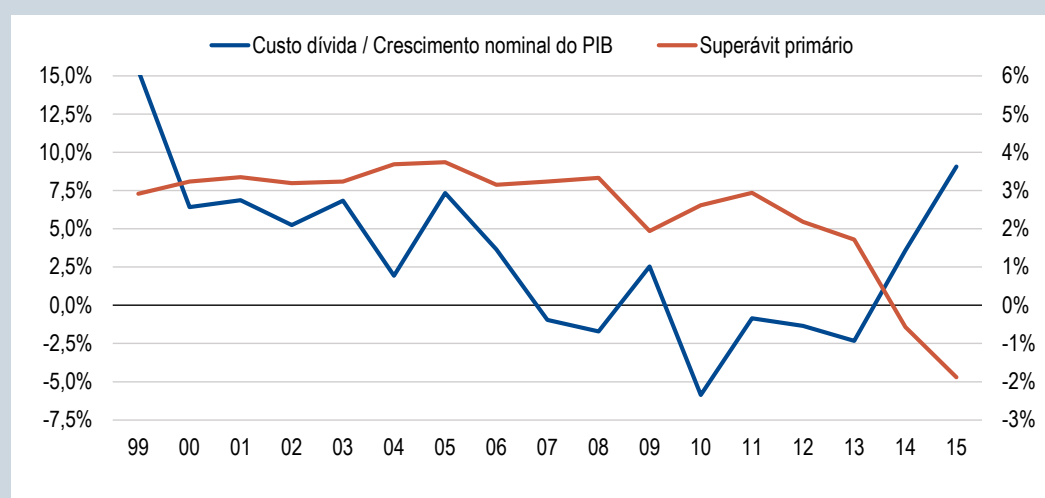
SPr: superávit primário do ano **t**.

Δ t: crescimento dos ativos do Tesouro.

O crescimento da dívida pública, portanto, é função do seu custo, do crescimento nominal do PIB, do superávit primário e do crescimento (ou diminuição) do total de ativos detidos pelo Tesouro. Entre estes ativos, os principais, hoje, são a capitalização dos bancos oficiais (principalmente BNDES) e os títulos utilizados pelo Banco Central para imunizar a entrada de reservas internacionais. Observado-se a trajetória das dívidas bruta e líquida, em conjunto, a capitalização do BNDES e o aumento das reservas internacionais fizeram a dívida bruta brasileira crescer cerca de 13% do PIB nos últimos 10 anos (entre 2006 e 2015).

Em resumo, podemos dizer que os dois grandes fatores que determinam a dinâmica da dívida pública (se o volume de ativos detidos pelo Tesouro se mantiver constante) são i) a relação entre o custo da dívida e o crescimento nominal da economia e ii) o superávit primário. Veja, no Gráfico 7, como estes dois fatores se comportaram ao longo do tempo. Observe que a relação custo da dívida/crescimento do PIB cai de maneira consistente durante a década passada, principalmente em função da queda das taxas de juros que vimos no Gráfico 6. A partir desta década, este movimento é interrompido e, a partir de 2014, a relação sobe de maneira relevante, principalmente por conta da queda abrupta do crescimento do PIB. O mesmo podemos observar com relação ao superávit primário: após mais de 10 anos entre 3% e 4% do PIB, o superávit primário começa a cair nesta década, para despencar e transformar-se em déficit primário nos últimos dois anos.

Gráfico 7
Fatores determinantes da dinâmica da dívida pública



Fonte: Banco Central / Western Asset

Portanto, para que possamos voltar a estabilizar a dívida pública, precisamos atacar estes dois fatores: diminuir a relação custo da dívida / crescimento nominal do PIB e aumentar o superávit primário. Vejamos, na próxima sessão, como este objetivo pode ser alcançado.

3. Como reverter a trajetória explosiva da dívida pública brasileira

Como vimos na sessão anterior, há duas formas de reverter a dinâmica desfavorável da dívida pública: diminuir a relação custo da dívida / crescimento nominal do PIB e aumentar o superávit primário. Vejamos cada uma delas.

É possível aumentar a altura de uma pessoa?

O ser humano nasce com uma carga genética que define várias coisas: a cor de seus cabelos e de seus olhos, a sua propensão a adquirir certas doenças, e uma longa lista de etceteras. Nesta lista está a sua altura: dentro de uma variação estatística, a altura de uma pessoa está determinada pela sua genética. A medicina moderna consegue, através da aplicação de hormônios do crescimento, corrigir certos desvios da média. Mas uma criança cujos pais tenham 1,65m de altura jamais terá 2,00m de altura, por mais hormônios que tome.

O nível de taxa de juros e o potencial de crescimento econômico dependem da “genética” de um país. Alguns pensam que seria possível cortar as taxas de juros “por decreto”, ou que a injeção de “hormônios” na economia (incentivos governamentais) poderia alterar, de maneira permanente, a sua taxa de crescimento. Infelizmente, não é possível. Se o fosse, bastaria “vontade política” para que os países pudessem ter taxas de juros japonesas e crescimento econômico chinês. Particularmente no Brasil, deveríamos estar vacinados contra este tipo de ilusão. Nos últimos anos, a economia brasileira serviu de laboratório para experimentos voluntaristas deste tipo, com cortes artificiais de juros e incentivos governamentais de todo tipo, sem qualquer mudança perceptível na taxa de crescimento. Pelo contrário, desembocamos na maior recessão da história do país.

Portanto, para aumentar o crescimento real do PIB e reduzir as taxas de juros de maneira estrutural, “hormônios” estão longe de serem suficientes. É necessário mudar a “genética” do país. E mudar a genética de um país envolve um trabalho de longo prazo, que diminua os gargalos que impedem o crescimento, e aumente a poupança doméstica, o que permitirá a redução das taxas de juros de maneira permanente. Por isso, são tão importantes as chamadas “reformas microeconômicas”: a reforma trabalhista, a simplificação tributária, uma agenda que ataque os gargalos identificados no ranking Doing Business⁸, do Banco Mundial. Na medida em que estas reformas avançarem, o crescimento potencial do PIB aumentará, e a taxa de juros cairá, diminuindo a relação custo da dívida / crescimento nominal do PIB.

Por fim, uma outra forma de aumentar o PIB nominal é deixar a inflação elevar-se. Esta “metodologia” para lidar com a dívida pública já foi usada muitas vezes na história brasileira, com as consequências já conhecidas. Nem vamos perder tempo com essa possibilidade.

Dieta ou cirurgia bariátrica?

Ao contrário da altura de uma pessoa, a “largura” é perfeitamente manejável. Há, claro, tendências genéticas envolvidas, mas emagrecer é possível, como mostram inúmeros casos de sucesso. Se aumentar o ritmo do crescimento econômico ou reduzir as taxas de juros são equivalentes a tentar aumentar a altura de uma pessoa, fazer superávit primário é equivalente a fazer uma dieta. Basta um bom plano e força de vontade.

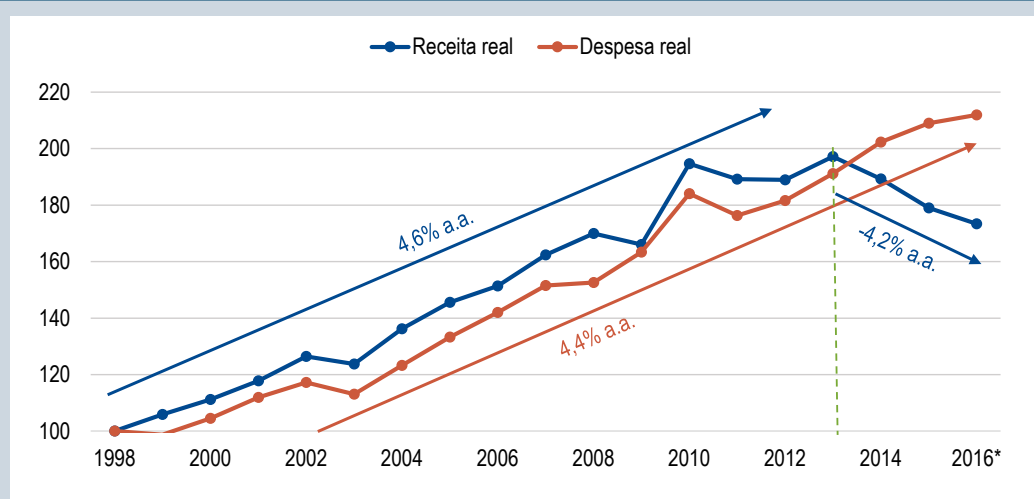
Quem já tentou a sério fazer regime, sabe que falar é muito mais fácil do que fazer. Em casos extremos, quando a força de vontade se mostra claramente insuficiente, o peso está muito acima do desejável, e

8 O Doing Business é um ranking elaborado pelo Banco Mundial, com base em vários quesitos considerados fundamentais para a vida das empresas. Veja aqui: <http://www.doingbusiness.org/rankings>.

fatores genéticos jogam contra, um caminho possível é lançar mão do recurso extremo da cirurgia bariátrica. É exatamente isto o que o governo Temer está tentando no momento: o recurso extremo de inscrever o teto de gastos públicos na Constituição é o equivalente a uma cirurgia bariátrica no caso de um obeso que tem tendência genética a engordar, já tentou todas as dietas, e que não tem tido força de vontade suficiente para vencer o seu sobrepeso.

Para entender porque é necessário estabelecer um freio de arrumação nos gastos públicos, veja o Gráfico 8. Observe como, até 2014, receitas e despesas crescem, em termos reais, praticamente no mesmo ritmo, aproximadamente 4,5% ao ano. Em 2014, no entanto, há uma quebra estrutural: as receitas passam a encolher em termos reais, cerca de 4% ao ano! Este encolhimento se deve a uma série de fatores: uma recessão brutal, queda acentuada dos preços das commodities, e uma série de desonerações fiscais que se mostraram pouco efetivas no seu objetivo de acelerar o crescimento do PIB.

Gráfico 8
Evolução das receitas e despesas do Governo Central em termos reais (1998=100)

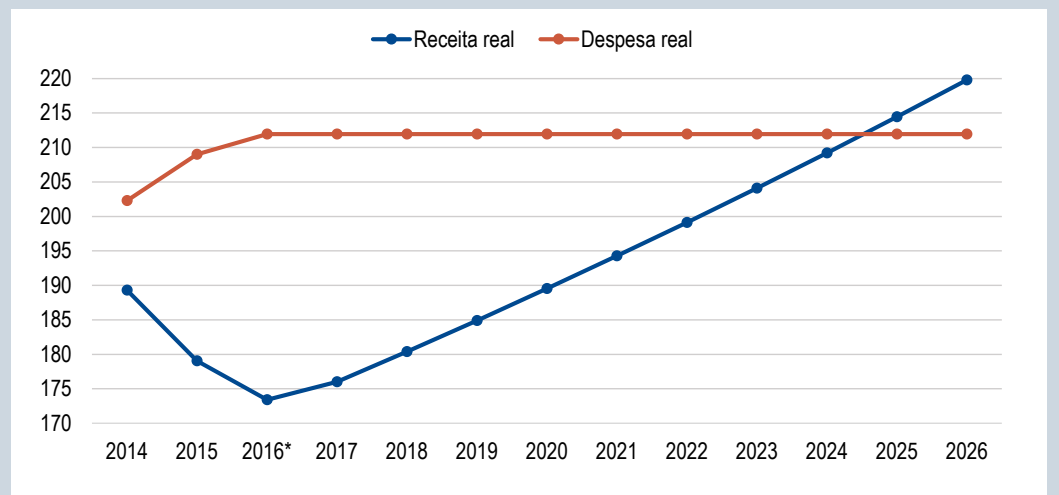


Fonte: Tesouro Central / Western Asset

2016*: Até agosto

No entanto, as despesas continuaram a crescer, ainda que a um ritmo menor que nos anos anteriores (3,5% ao ano). Uma série de compromissos constitucionais (os chamados “direitos adquiridos”) engessaram de tal maneira o orçamento público brasileiro, que não é possível adequá-lo ao novo regime de crescimento (no caso, redução) de receitas. Daí a necessidade de se estabelecer um “teto de gastos”. Ao se limitar o crescimento dos gastos públicos à inflação do ano anterior, o que se está fazendo é derrubar o crescimento real das despesas para zero. Ao se limitar o crescimento real a zero durante um número suficiente de anos, espera-se que as receitas possam se recuperar, a ponto de voltarem a ser maiores que as despesas. Podemos ver uma possível trajetória de recuperação das receitas no Gráfico 9, assumindo-se crescimento real das receitas de 1,5% em 2017, e de 2,5% ao ano a partir de 2018. Observe como, com essas premissas, as receitas voltam a ultrapassar as despesas somente em 2025. Podemos considerar estas premissas conservadoras pois, uma vez o país retomando o crescimento econômico, as receitas podem crescer acima do PIB. De qualquer forma, dá uma ideia de quão difícil é reverter o déficit primário.

Gráfico 9
Estimativa da evolução real das receitas e despesas do Governo Central (1998=100)



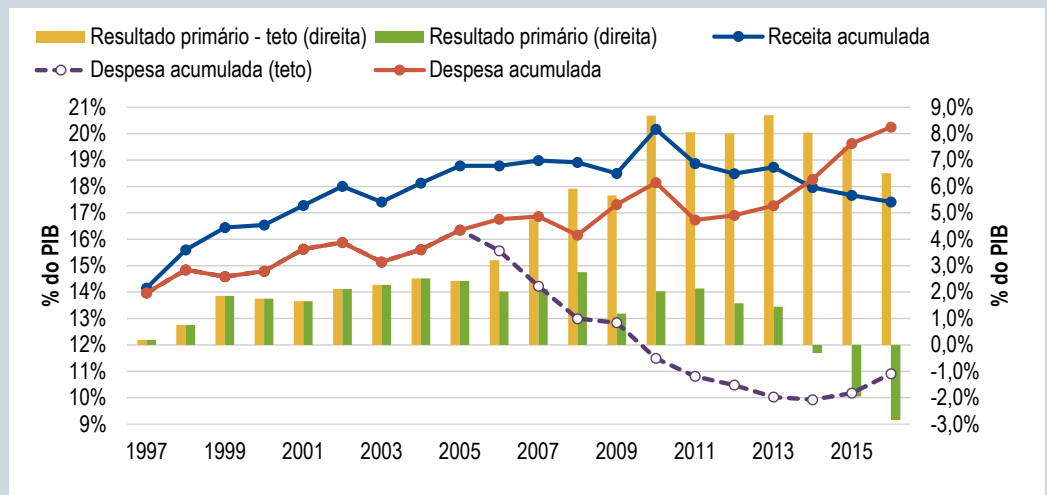
Fonte: Tesouro Central / Western Asset

2016*: Até agosto

Se o teto de gastos houvesse sido adotado há 10 anos, a história teria sido bastante diferente. No Gráfico 10, mostramos a trajetória das despesas e receitas do Governo Central, e o superávit (ou déficit) primário resultante. Esta simulação considera a correlação das despesas do ano anterior pela inflação do ano seguinte, mantendo-se todas as outras variáveis constantes. Em primeiro lugar, observe as trajetórias das receitas (linha azul) e despesas (linha vermelha). Como já vimos, até 2013 o governo conseguiu produzir superávits primários (barras verdes), mantendo as receitas acima das despesas. A partir de 2014, no entanto, com a desaceleração da atividade econômica, as receitas começaram a recuar, enquanto as despesas continuaram a subir, produzindo déficits primários. Se o teto de gastos houvesse sido estabelecido em 2005, as despesas em relação ao PIB (linha roxa pontilhada) teriam recuado para algo como 10% do PIB, produzindo superávits primários bem maiores (barras amarelas). Note, além disso, que as despesas começam a aumentar (e, consequentemente, os superávits primários começam a diminuir) a partir de 2015, quando começa a recessão. Ou seja, no período de vacas gordas, o excesso de receitas é poupado para ser usado durante o período de vacas magras. Esta é a grande virtude do teto de gastos, o fato de ser anticíclico.

Obviamente, trata-se de um mero exercício teórico, e nada garante que todas as outras variáveis envolvidas permanecessem constantes. De qualquer forma, podemos concluir que, se o teto de gastos é uma necessidade que se impõe, por outro lado trata-se de uma medida duríssima, que depende de apoio político não só para ser aprovada, mas principalmente para ser efetivamente implementada. Caso contrário, virará letra morta, como foi o caso da Lei de Responsabilidade Fiscal, que foi burlada, de uma maneira ou de outra, por vários Estados.

Gráfico 10
Resultado Primário do Governo Central - sem e com o teto de gastos

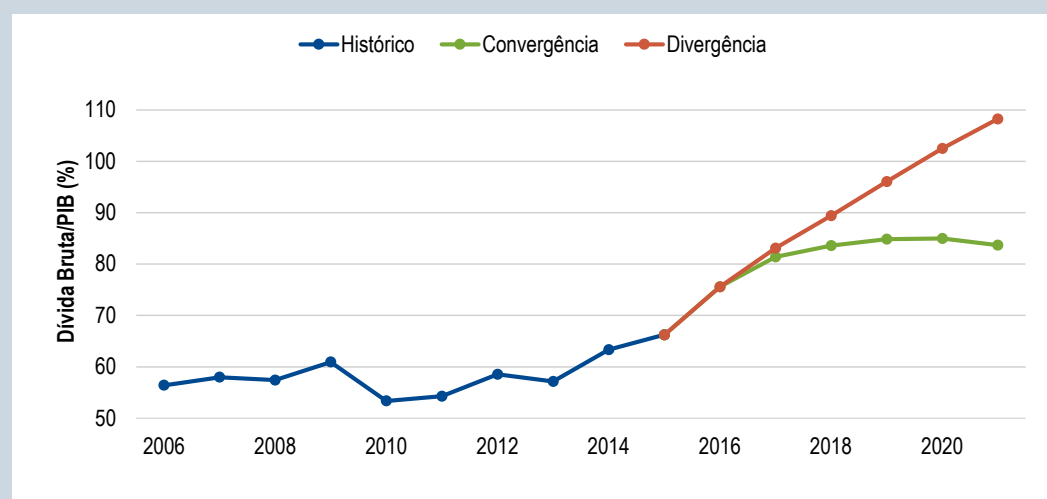


Fonte: Tesouro Central / Western Asset

2016*: Até agosto

4. Convergência ou Divergência?

Gráfico 11
Dinâmica da Dívida Pública Bruta em dois cenários



Fonte: Banco Central / Western Asset

A não adoção de um teto para os gastos públicos faria com que a dívida pública continuasse em seu crescimento explosivo pelos próximos anos, conforme podemos observar no Gráfico 11 (linha vermelha), no cenário que chamamos de Divergente. Por outro lado, com a adoção do teto para os gastos, teremos o cenário que chamamos de Convergente. As premissas adotadas para ambos os cenários se encontram na Tabela 3.

Estes dois cenários podem ser interpretados da seguinte forma: o Cenário de Convergência é aquele em que o governo Temer consegue avançar a sua agenda de ajuste fiscal e de aceleração das privatizações e concessões, reconquistando a confiança dos agentes econômicos, e permitindo a retomada do crescimento econômico no médio prazo. Já o Cenário de Divergência significa o fracasso dessa agenda, com a consequente deterioração do quadro atual. No limite, este cenário não é estável, pois, em determinado momento, os agentes econômicos colocam em dúvida a solvência do Tesouro, forçando um default pela recusa em rolar a dívida ou, o que é mais provável, o governo monetiza a dívida, gerando inflação. De qualquer forma, mesmo no cenário de Divergência, mais cedo ou mais tarde, o governo precisará ajustar as suas contas. Caso contrário, a inflação precisará tender a infinito, na medida em que o déficit não encontre financiadores. Em resumo, o ajuste fiscal não é uma escolha, é uma imposição econômica, e quanto mais tempo demorar a ser feita, mais dolorosa será para a sociedade brasileira. O teto de gastos é apenas uma forma de se realizar o ajuste. Também se poderia aumentar ainda mais a carga tributária, o que significaria tirar ainda mais recursos da iniciativa privada. Aparentemente, o atual governo entendeu que esta segunda saída é ainda mais difícil do ponto de vista político.

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
Convergência	Custo da Dívida	14,00%	12,50%	9,75%	9,00%	8,50%	8,00%
	Inflação	7,20%	5,50%	4,50%	4,25%	4,00%	4,00%
	Crescimento	-3,20%	1,30%	1,70%	2,20%	2,50%	2,50%
	Superávit Primário	-2,70%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%
Divergência	Custo da Dívida	14,25%	14,25%	14,25%	15,25%	16,25%	17,25%
	Inflação	7,20%	6,50%	7,50%	8,50%	10,00%	12,00%
	Crescimento	-3,20%	0,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
	Superávit Primário	-2,70%	-2,00%	-2,00%	-2,00%	-2,00%	-2,00%

Tabela 3: Premissas utilizadas para o cálculo da trajetória da dívida pública.

Fonte: Western Asset (31/10/2016)

Na Tabela 4, mostramos os principais fatores que influenciarão a percepção dos financiadores da dívida pública quanto ao cenário mais provável. Estes fatores podem ser divididos em medidas fiscais e medidas que auxiliam no aumento do crescimento potencial da economia. Entre as medidas fiscais, a aprovação do teto para os gastos públicos é a mais importante para o curto prazo, enquanto a reforma da previdência provê uma sinalização de equilíbrio fiscal de mais longo prazo, e sem a qual o teto de gastos pode tornar-se letra morta ao longo do tempo, por absoluta impossibilidade de implementação. Por fim, um eventual aumento de impostos no ano que vem, uma vez aprovada as medidas fiscais mais duras, não está descartada, e ajudaria na percepção de Convergência.

	Fator	Convergência	Divergência
Fiscal	Teto para gastos	Aprovado em 2016	Não aprovado
	Reforma da Previdência	Aprovado em 2017	Postergada
	Aumento de Impostos	Sim	Não
Crescimento	Concessões / Privatizações	Aceleração	Falta de foco
	Reforma Trabalhista	Sim	Não
	Simplificação Tributária	Sim	Não
	Eleições 2018	Continuidade	Ruptura

Tabela 4: Fatores que definirão cenários de convergência / divergência nos próximos dois anos.

Adicionalmente, as medidas para aumentar o crescimento potencial do país incluem a aceleração do programa de concessões / privatizações, e as reformas trabalhista e tributária. Estas últimas têm como objetivo principal simplificar e tornar menos insegura, do ponto de vista jurídico, a vida das empresas. Já o programa de concessões / privatizações, ao aumentar a remuneração dos investidores e procurar eliminar entraves burocráticos antes mesmo das licitações, deve atrair investimentos em infraestrutura. A importância que o novo governo dá a este programa pode ser medido pela velocidade com que endereçou este ponto: no primeiro dia de sua presidência (ainda interina), Michel Temer assinou a medida provisória que criou o Programa de Parcerias em Investimentos, vinculada a uma secretaria com reporte direto à presidência. Vontade política, portanto, existe. O que não significa que todas as dificuldades inerentes a este tipo de processo, principalmente os entraves burocráticos, tenham desaparecido da noite para o dia.

Por fim, a questão política é também fundamental: as eleições de 2018 já começarão a afetar os mercados a partir do fim de 2017, que ficarão atentos à possibilidade de continuidade ou não do projeto iniciado pelo atual governo. Obviamente, esta possibilidade será tanto maior quanto mais intensa for a recuperação da atividade econômica e, em consequência, do emprego e da renda real. Podemos dizer que este é quase um fator endógeno: se todos os outros fatores caminharem bem, a sucessão em 2018 tende a ser mais tranquila.

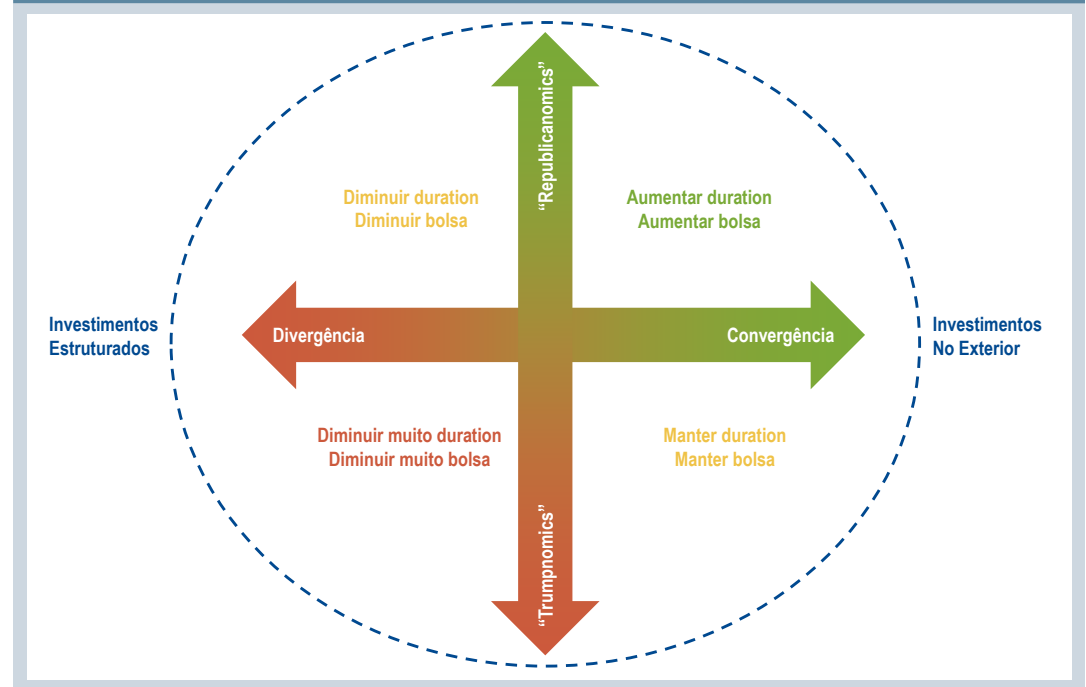
O quadro apresentado na Tabela 4 serve como um check-list do que os investidores deveriam acompanhar para avaliar a probabilidade de materialização dos cenários de Convergência e Divergência.

5. Diante da encruzilhada, o que fazer?

Como dissemos no início, estamos atravessando um daqueles momentos definidores, em que governo e sociedade decidem o que querem fazer com o país nos próximos anos. A pergunta que qualquer investidor deveria estar se fazendo neste momento é: estamos caminhando para o Cenário de Convergência ou para o Cenário de Divergência? A depender de sua resposta, deveria aumentar ou diminuir a duration de sua carteira de renda fixa, aumentar ou diminuir a participação em bolsa. Para complicar, há o “risco Trump”, o que nos leva a quatro cenários diferentes. O Gráfico 12 ilustra esta decisão.

Gráfico 12

Investimentos e relação entre os Cenários de Convergência, Divergência e o risco Trump

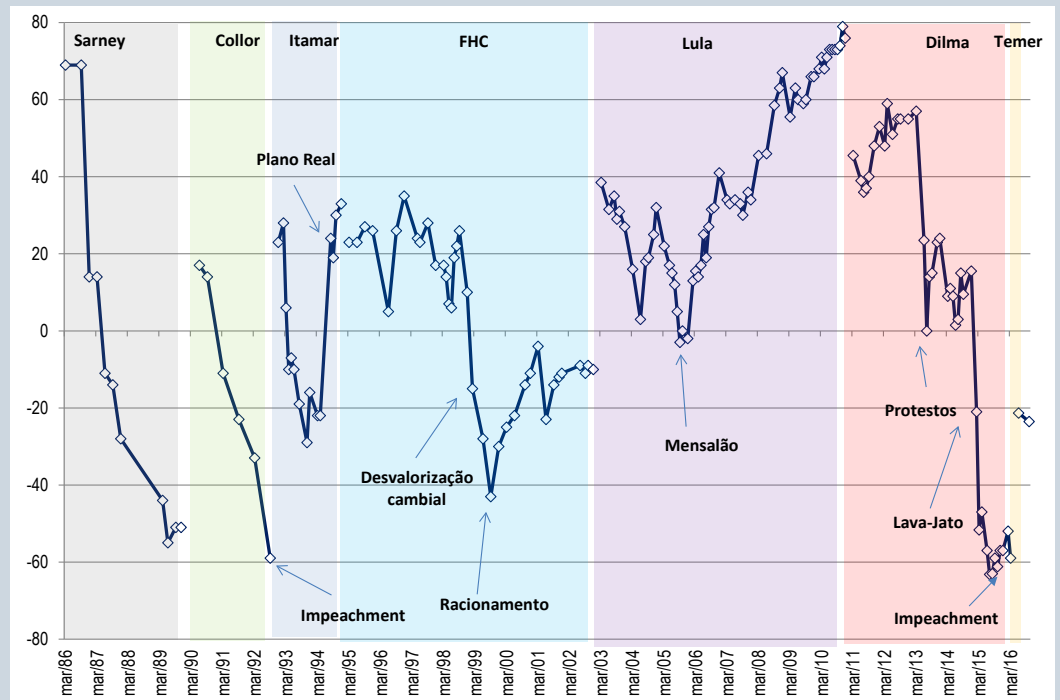


Supondo o acerto do modelo, quanto mais se acredita que o cenário de Convergência vai se materializar, mais se deveria aumentar a duration das carteiras, e mais se deveria aumentar a alocação em bolsa. E vice-versa. Estes dois cenários são temperados pelo “risco Trump”: se caminharmos para o cenário “Trumpnomics”, o posicionamento deveria ser mais conservador. Por outro lado, o cenário “Republicanomics” nos levaria ao cenário mais benigno. Por fim, investimentos no exterior e investimentos estruturados deveriam ser utilizados como fontes de diversificação, independentemente do cenário.

A Western Asset acredita que estejamos caminhando para o Cenário de Convergência, ainda que, claro, com riscos de atrasos e desvios no meio do caminho. Em nossa avaliação, o governo Michel Temer reúne as condições para implementar parte relevante da agenda da Convergência, por dois motivos:

1. **Agenda correta.** O primeiro passo para resolver um problema é diagnosticá-lo de maneira correta. O governo Temer já nasceu sob a égide do plano Uma Ponte Para o Futuro. Elaborado pelo Instituto Teotônio Vilela, think tank do PMDB, lá são delineados, em linhas gerais, as bases do que seria o pensamento econômico do novo governo: responsabilidade fiscal, redução do papel do Estado na atividade econômica, privatizações. Michel Temer e seus principais assessores têm a leitura correta dos problemas, e do que precisa ser feito para endereça-los. Não que Dilma Rousseff não tivesse. Por incrível que pareça, a caminhada para o cenário de Convergência começou a ser trilhado logo após as eleições de 2014: a presidente eleita, para decepção de seu próprio partido, nomeou como ministro da Fazenda um símbolo da Convergência: Joaquim Levy, doutor em economia pela Universidade de Chicago, templo do liberalismo econômico. A ex-presidente já havia percebido que a trajetória da dívida era insustentável, e algo precisava ser feito. O que lhe faltou foi convicção e apoio político.
2. **Apoio político.** O segundo mandato de Dilma Rousseff foi profundamente marcado por contradições: a oposição entre o seu discurso pré e pós eleitoral, o contraste entre o seu discurso e o de seu partido. Aos poucos, estas contradições, combinadas com a deterioração profunda da atividade econômica e alguns erros crassos de condução da política miúda, minaram o apoio que tinha da “maior base eleitoral da história do Congresso”. Michel Temer, por outro lado, tem no sangue o jogo congressional. Além, é claro, de não sofrer das ambiguidades ideológicas de sua antecessora. O único senão a este apoio seria, em tese, a baixa popularidade do presidente. Esta baixa popularidade, no entanto, deve ser colocada em perspectiva. Com uma recessão de 7% em dois anos e desemprego em 12%, e ainda subindo, não há presidente que consiga ser popular. Mas a popularidade de Temer é bem melhor do que a de Dilma no final de seu mandato, conforme podemos ver no Gráfico 13. Temer hoje tem a mesma popularidade que FHC teve, em média, durante o seu segundo mandato. Nada espetacular, mas um nível que não inviabiliza o apoio que tem no Congresso, dada a urgência, relevância e consenso das matérias a serem analisadas e aprovadas.

Gráfico 13
Popularidade dos presidentes, medida pela diferença ótimo/bom e ruim/péssimo



Fonte: média entre os números do Datafolha, Ibope e MDA

Os primeiros movimentos foram promissores: um time de técnicos bastante competentes à frente dos principais ministérios e autarquias econômicas, além das principais estatais; e vitórias acachapantes nos primeiros embates no Congresso, em um tema tão espinhoso quanto o teto de gastos. Mas estes são apenas os primeiros passos. Voltemos à Tabela 4: há ainda um longo caminho pela frente, antes de se considerar o Cenário de Convergência definitivamente materializado. De qualquer forma, consideramos este um início bastante positivo, acima das expectativas iniciais, o que reforça a nossa visão de que o Cenário de Convergência é o mais provável neste momento.

Se internamente o cenário parece mais claro, o mesmo não se pode dizer sobre o cenário global. Ainda é muito cedo para saber se caminhamos para o cenário “Trumpnomics” ou para o cenário “Republicanomics”. Desse modo, ainda que todas as conclusões das sessões seguintes considerem o cenário de Convergência, devem ser temperadas com a possibilidade de caminarmos para um cenário global mais desafiador.

Decisões de Políticas de Investimento

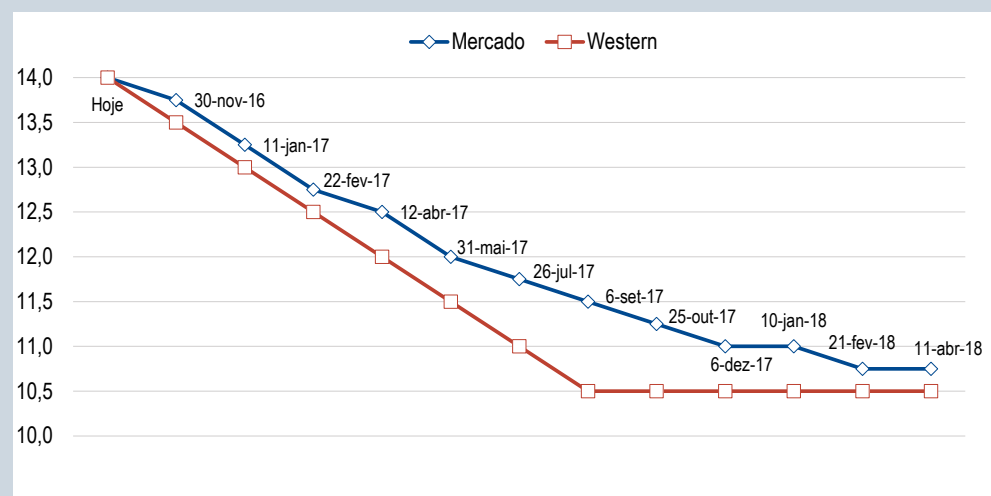
Com base nos cenários traçados acima, vamos analisar os efeitos nos diversos mercados.

1. Renda Fixa: até onde vão as taxas de juros?

O Banco Central finalmente iniciou o processo de afrouxamento monetário, após o período mais longo (quase 15 meses) do regime de metas de inflação, em que manteve a taxa de juros no mesmo patamar. E, mesmo assim, começou de maneira muito cautelosa (redução de 25 pontos-base em uma taxa de 14,25%), pois o COPOM ainda não se sente suficientemente seguro se as condições necessárias para uma redução maior da taxa Selic estarão satisfeitas em um futuro próximo.

No Gráfico 14, podemos observar que a curva de juros do mercado futuro embute uma Selic de 10,75% no final do ciclo de cortes, em janeiro de 2018, o que significaria um total de cortes de 350 pontos-base. Nós da Western Asset avaliamos que este corte pode ser um pouco maior, de 375 pontos-base. De qualquer forma, o que se tem a ganhar nesta parte da curva de juros (até 2018) não parece compensar o risco. Resta a parte mais longa, e é aí que concentraremos a nossa análise.

Gráfico 14
Taxa Selic embutida na curva de juros e estimativa da Western Asset



Fonte: Bloomberg / Western Asset (31/10/2016)

Para quanto pode ir a taxa de juros real de longo prazo no Brasil? Não é nenhuma novidade que praticamos os juros reais mais altos do mundo. Aqui, a questão é sobre a taxa de juros real de equilíbrio da economia brasileira, que está longe de ser um assunto pacificado, ainda mais depois de uma quebra estrutural da atividade econômica, vivenciada nos últimos dois anos.

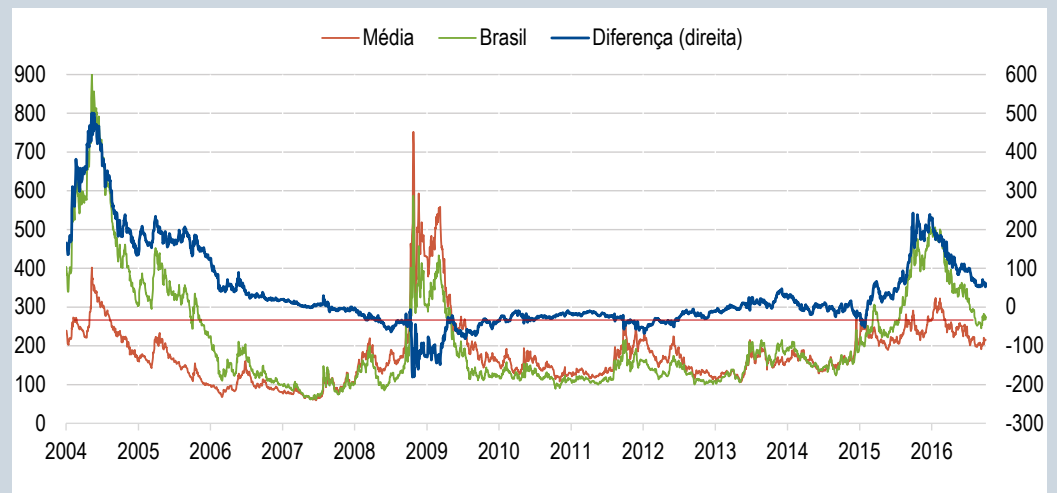
Ao invés de procurar estimar qual seria esta taxa de juros de equilíbrio, será mais útil procurar antecipar a direção das taxas de juros reais em 2017. Avaliamos que há espaço para recuos adicionais nas taxas de juros mais longas em função de dois fatores: o recuo do risco-país com o avanço da agenda do ajuste fiscal e o conservadorismo do Banco Central.

Risco-país e ajuste fiscal: o Gráfico 15 mostra a evolução do risco-Brasil e do risco de uma média de cinco países comparáveis (África do Sul, Rússia, Turquia, México e Colômbia), risco este medido pelo CDS⁹ de 5 anos. Podemos observar que a diferença entre o risco-Brasil e a média (linha azul) manteve-se em zero ou abaixo de zero entre 2007 e 2014, para subir até 200 pontos-base no final de 2015, quando a crise brasileira

9 CDS: Credit Default Swap – derivativo que protege o comprador de um default do emissor, pagando para isso um prêmio. O risco-país é medido por este prêmio.

se tornou mais aguda. A partir da troca de governo, a diferença começou a cair, e hoje está em cerca de 50 pontos-base. Avaliamos que, na medida em que a agenda do ajuste fiscal avance, há espaço para quedas adicionais, até este indicador atingir o nível pré-crise em relação à média dos emergentes. Adicionalmente, se o cenário “Republicanomics” se confirmar, o risco pode cair para todos os países emergentes, adicionando aos ganhos da convergência do risco-Brasil. Por outro lado, o cenário “Trumpnomics” pode fazer com que o risco de todos os países emergentes se eleve, prejudicando o movimento de queda das taxas de juros.

Gráfico 15
Risco medido pelo CDS 5 anos



Fonte: Bloomberg

Conservadorismo do BC: o BC se mostrou, na reunião do COPOM de outubro, mais conservador do que o esperado pela média do mercado. Não tanto pela decisão de cortar a Selic em somente 25 pontos-base, decisão já antecipada, mas pelo fato de não ter aberto a porta para uma aceleração do ritmo de cortes na próxima reunião, no final de novembro. O BC deixou claro que continuará monitorando as condições sob as quais se sentiria confortável em aumentar o ritmo de cortes: i) avanço da agenda da reforma fiscal no Congresso e ii) retomada da convergência da inflação de serviços para a meta. O fato do BC estabelecer critérios objetivos (na medida do possível) para a condução da política monetária passa a mensagem para os agentes econômicos de que não haverá surpresas populistas ao longo do caminho. Esta postura certamente resultará na necessidade de menores taxas de juros reais para se alcançar o mesmo objetivo monetário.

Assim, considerando que estamos caminhando para um cenário de Convergência, o aumento da duration dos mandatos deveria estar na pauta das Entidades. Por outro lado, o cenário global pode se tornar mais desafiador, o que indica que qualquer movimento neste sentido deve ser feito de maneira moderada.

2. Até onde vai a bolsa?

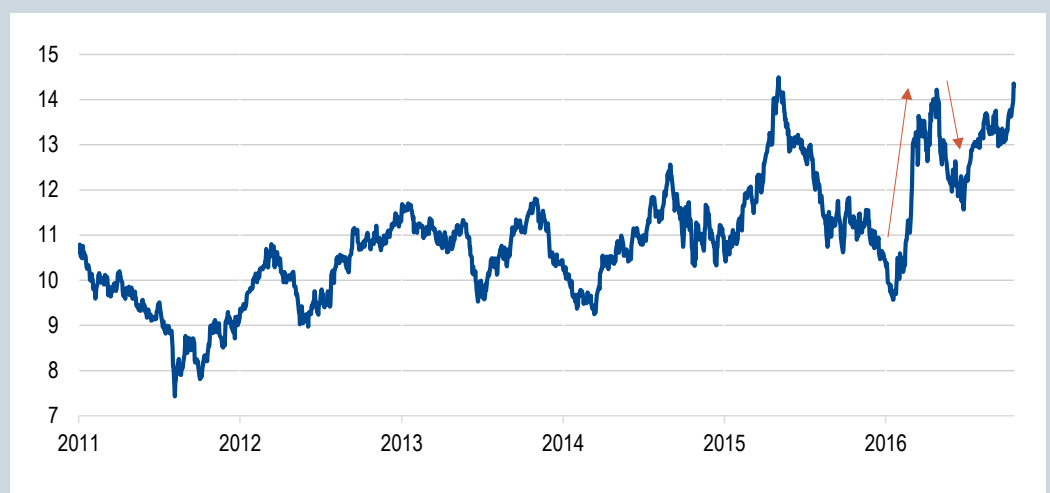
Em agosto escrevemos um artigo justamente com este título: até onde vai a bolsa? Na época, o IBrX estava em 23.900 pontos, e a nossa conclusão era de que, apesar da alta, vários fatores poderiam continuar impulsionando a alta. E agora, com o IBrX fechando o mês de outubro em mais de 26.700 pontos, ou mais de 10% acima¹⁰? Ainda se pode dizer o mesmo? Para responder a esta questão, vamos atualizar os dados daquele artigo.

10 Tomamos como referência o valor da bolsa do último dia de outubro para fazer o raciocínio do restante desta sessão. Para outros valores do índice, basta refazer as contas proporcionalmente. Por exemplo, com a bolsa 5% abaixo do fechamento de outubro, o seu potencial de alta será 5% maior do que o indicado neste artigo.

Podemos abordar esta questão de duas maneiras. A primeira é analisar a trajetória do risco-país. O risco-país é uma medida da taxa de desconto utilizada para o cálculo do valor intrínseco ou justo das empresas. Quanto menor, portanto, maior será este valor intrínseco. Como mostramos no Gráfico 15, o risco-país já recuou de maneira significativa desde o pico da crise, mas ainda há espaço para quedas adicionais. Portanto, no que se refere ao risco-Brasil, o IBrX teria espaço para valorizações adicionais.

A segunda abordagem para tentar avaliar o provável comportamento da bolsa nos próximos meses é o preço da bolsa em si. Para avaliar se o preço atual (IBrX em 26.700 pontos) está exagerado ou não, uma métrica geralmente utilizada é o índice P/L (preço/lucro). Através deste índice, comparamos o preço da bolsa hoje com a projeção dos lucros para um determinado período no futuro, normalmente 12 meses. Assim, por exemplo, se o P/L for 10, significa que os lucros por ação de todas as empresas do IBrX, ponderados pelos seus pesos no índice, somam R\$ 2.670 para os próximos 12 meses. Dividindo-se o valor do índice (26.700) pelo lucro projetado, obtemos o P/L projetado de 10. A Bloomberg fornece um histórico dos P/Ls da bolsa, que podemos ver no Gráfico 16.

Gráfico 16
Evolução do P/L do IBrX nos últimos 5 anos



Fonte: Bloomberg

A Bloomberg calcula este gráfico com base na média de lucros projetados pelos vários analistas que fornecem suas previsões. Hoje, o P/L pela Bloomberg está em aproximadamente 14,5, muito próximo do pico dos últimos 5 anos. Isto significa que, por este critério, a bolsa estaria cara. Há duas formas de o P/L diminuir, indicando uma bolsa mais barata: o preço cair ou o lucro subir. Note que o P/L mudou este ano por conta de movimentos deste tipo: em março, a subida da bolsa sem revisão de lucros fez o P/L subir (seta para cima). Já a partir de maio, quando os analistas começaram a rever os lucros para cima, o P/L começou a cair (seta para baixo). A nossa aposta é de que os lucros serão revistos ainda mais para cima pelos analistas. São quatro os fatores que levarão a este revisão ao longo dos próximos meses: a melhor governança das empresas estatais, o câmbio mais valorizado, a taxa de juros mais baixa e o crescimento maior do PIB.

É notória a maior qualidade da governança nas estatais listadas em bolsa, principalmente Petrobras e Eletrobras. Esta melhor governança já está levando a uma revisão para cima dos lucros dessas empresas. Acreditamos que este movimento deve continuar ainda por um bom tempo, na medida em que as incertezas

vão ficando para trás.

Em segundo lugar, o câmbio mais valorizado é benéfico para todas as empresas que têm dívidas em dólar: o seu estoque de dívida diminui em reais, diminuindo o valor do serviço desta dívida. Considerando as dívidas gigantescas, em dólar, de empresas como Petrobras e Eletrobrás, entre várias outras, inclusive as exportadoras, o ganho com a valorização do Real pelo impacto positivo nas dívidas é bem maior do que o efeito negativo sobre as receitas com exportações.

A taxa de juros mais baixa também tem efeito benéfico sobre o serviço da dívida das empresas, desta vez em moeda local. Além disso, o valor presente dos projetos torna-se maior, aumentando a competitividade das empresas.

Por fim, o crescimento do PIB, em algum momento do ano que vem, deve começar a surpreender para cima, fazendo os analistas revisarem o faturamento das empresas e, conseqüentemente, suas margens.

Na Tabela 5, podemos observar as revisões das projeções dos analistas para o câmbio, a taxa Selic e o PIB para 2017, segundo o relatório Focus, em três datas: no pico da crise, quatro meses depois (época em que escrevemos nosso primeiro artigo), e hoje.

	Dólar	Selic	PIB
31/03/2016	4,1	12,50%	0,30%
31/07/2016	3,5	11,00%	1,10%
31/10/2016	3,4	10,75%	1,21%

Tabela 5: Previsões do mercado segundo o relatório Focus do Banco Central

Note como os analistas revisaram de maneira significativa suas previsões em apenas quatro meses, e continuaram revisando, ainda que de maneira mais moderada, nos três meses seguintes. Acreditamos que essas revisões estão apenas parcialmente incorporadas às previsões de lucros das empresas, e que continuarão ao longo dos próximos meses.

E para quanto pode ir a bolsa? Obviamente, não se trata de uma pergunta com resposta trivial, pela quantidade de variáveis envolvidas, como vimos acima. Mas podemos aproximar uma resposta analisando justamente a projeção de lucros das empresas. Na Tabela 6 colocamos as projeções da Western Asset para o crescimento de lucros para 2016¹¹, 2017 e 2018.

	2015	2016 (E)	2017 (E)	2018 (E)
Lucro por Ação	1.218	1.401	1.702	2.127
Crescimento		15,00%	21,50%	25,00%
CAGR*		15,00%	18,20%	20,40%

Tabela 6: Estimativas da Western Asset para o crescimento de lucros do IBrX no período de 2016-2018

CAGR: Compound Annual Growth Rate (taxa de crescimento composto anual). É o crescimento acumulado no período, anualizado.*

Com estas premissas, o P/L da bolsa no final de outubro, considerando o crescimento de lucros estimado pela Western Asset para os próximos 12 meses, estava em aproximadamente 14,5. Para manter este mesmo nível de P/L daqui a um ano (em outubro de 2017), considerando o crescimento de lucros para os 12 meses

11 O crescimento de lucros de 2016 considera uma base ajustada de lucros em 2015, desconsiderando vários efeitos não recorrentes que ocorreram naquele ano, como os ajustes no balanço da Petrobras e os prejuízos acumulados da Eletrobras, que foram lançados de maneira completa em 2015.

seguintes (até outubro de 2018), a bolsa deveria subir 15,8% nos próximos 12 meses, conforme podemos observar na Tabela 7:

CAGR Lucro/Ação (2018/2016)	P/L Forward de 12 meses daqui a 1 ano							
	13,5	14,0	14,5	15,0	15,5	16,0	16,5	17,0
16,5%	-2,0%	1,7%	5,3%	8,9%	12,6%	16,2%	19,8%	23,5%
17,0%	-0,8%	2,9%	6,6%	10,3%	13,9%	17,6%	21,3%	25,0%
17,5%	0,4%	4,1%	7,9%	11,6%	15,3%	19,0%	22,7%	26,5%
18,0%	1,6%	5,4%	9,2%	12,9%	16,7%	20,4%	24,2%	28,0%
18,5%	2,8%	6,6%	10,5%	14,3%	18,1%	21,9%	25,7%	29,5%
19,0%	4,1%	7,9%	11,8%	15,6%	19,5%	23,3%	27,2%	31,0%
19,5%	5,3%	9,2%	13,1%	17,0%	20,9%	24,8%	28,7%	32,6%
20,0%	6,5%	10,5%	14,4%	18,4%	22,3%	26,3%	30,2%	34,1%
20,5%	7,8%	11,8%	15,8%	19,7%	23,7%	27,7%	31,7%	35,7%
21,0%	9,0%	13,1%	17,1%	21,1%	25,2%	29,2%	33,3%	37,3%
21,5%	10,3%	14,4%	18,5%	22,6%	26,6%	30,7%	34,8%	38,9%
22,0%	11,6%	15,7%	19,8%	24,0%	28,1%	32,2%	36,4%	40,5%
22,5%	12,9%	17,0%	21,2%	25,4%	29,6%	33,8%	37,9%	42,1%
23,0%	14,2%	18,4%	22,6%	26,8%	31,1%	35,3%	39,5%	43,8%
23,5%	15,5%	19,7%	24,0%	28,3%	32,6%	36,8%	41,1%	45,4%
24,0%	16,8%	21,1%	25,4%	29,8%	34,1%	38,4%	42,7%	47,1%
24,5%	18,1%	22,5%	26,9%	31,2%	35,6%	40,0%	44,3%	48,7%

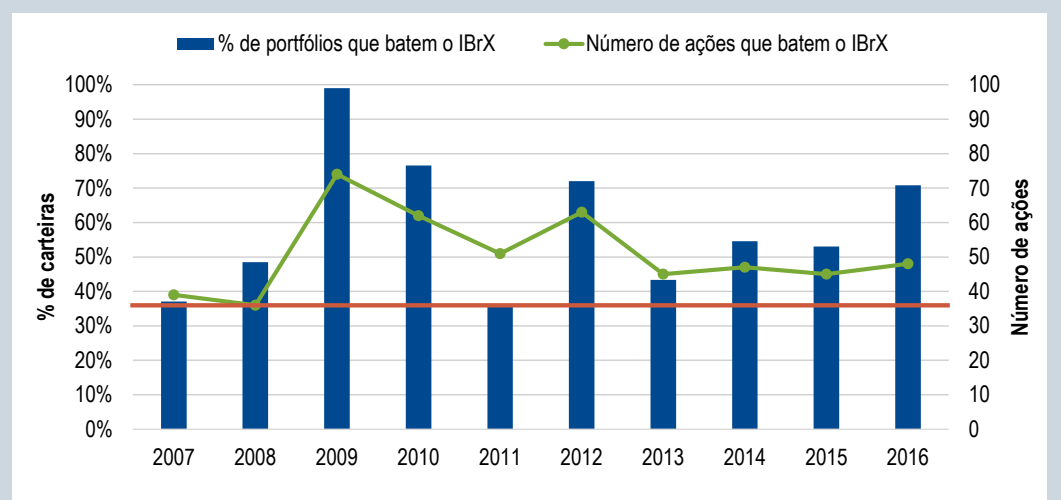
Tabela 7: Potencial de alta do IBrX em função do crescimento dos lucros e do P/L do IBrX
Fonte: Western Asset

Obviamente, esta é uma avaliação que está sujeita a muita imprecisão. De qualquer forma, mostra que ainda há um potencial de alta decente para o IBrX, mesmo nos atuais níveis do índice. Alguns, no entanto, ponderarão que este potencial de alta não é suficiente para compensar o risco da classe de ativo. É possível que não seja mesmo, ainda mais com um cenário global tão incerto. Por isso, para jogar este jogo, talvez o melhor veículo seja um fundo de Valor, em que o gestor escolhe as melhores alternativas de investimento da bolsa, segundo a sua avaliação, sem compromisso com nenhum benchmark.

Para entender porque os fundos de Valor podem ser uma alternativa interessante para obter retornos superiores, veja o Gráfico 17. Neste gráfico, mostramos o resultado de uma simulação que considerou portfólios formados por 15 ações, dentre as 100 ações mais líquidas de cada ano, e ponderadas pela sua liquidez. O peso máximo de cada ação no portfólio é de 15%. Foram simulados 10.000 portfólios em cada ano, sem rebalanceamento. Verificou-se, então, o percentual de portfólios que apresentaram rentabilidade superior ao IBrX. Além disso, o gráfico mostra o número de ações, dentre as 100 mais líquidas, que apresentaram performance superior ao IBrX naquele ano.

Quanto mais alto o percentual de portfólios que bateram o IBrX, mais fácil foi, para o gestor ativo, bater o índice. Por exemplo, no caso extremo de 2009, praticamente 100% das combinações aleatórias de ações bateu o IBrX. Isso aconteceu porque, provavelmente, as 26 ações que não bateram o índice (gráfico verde), perderam do índice por pouco, e não foram capazes de trazer para baixo o resultado do portfólio como um todo. Já neste ano de 2016 (até outubro), cerca de 70% dos portfólios aleatórios bateram o IBrX.

Gráfico 17
% dos portfólios e números de ações que batem o IBrX, entre as 100 mais líquidas de cada ano



Fonte: *Economática / Western Asset*

Se a escolha das ações fosse aleatória, seria natural tomar o nível de 50% como sendo a referência de sucesso dos fundos de Valor. Assim, anos em que o percentual fosse superior a 50% seriam mais favoráveis a fundos de Valor. Ao contrário, anos em que o percentual fosse inferior a 50% seriam menos favoráveis a este tipo de fundo. Mas a escolha não é aleatória. O expertise do gestor deveria aumentar este índice de sucesso. Não existe aqui uma ciência, mas parece ser razoável esperar que, com 40% ou mais de portfólios aleatórios que batem o IBrX, o gestor ativo já deveria, na média, ser capaz de montar portfólios que sejam capazes de ultrapassar o IBrX.

Analisando o Gráfico 17, podemos observar que o percentual de portfólios que batem o IBrX ultrapassa 40% em 8 dos 10 últimos anos. Ou seja, os fundos de Valor, na maior parte do tempo, são boas alternativas para o investidor que deseja retornos adicionais aos oferecidos pelos índices tradicionais. E mais ainda quando, como é o caso no momento, o potencial de alta da bolsa não se apresenta tão atrativo.

3. Investimentos Estruturados e Investimentos no Exterior

Como dissemos acima, a adoção de investimentos estruturados e investimentos no exterior deveria ser independente do cenário econômico. São alternativas de diversificação sempre úteis, que apresentam baixa correlação com os índices de renda fixa e de renda variável. Como ilustração, utilizaremos as alternativas da Western Asset nestas duas categorias: o WA Hub FI **Multimercado** e o WA **Long & Short** FI Multimercado para investimentos estruturados, e o WA **Macro Opportunities** Investimento no Exterior FI Multimercado, o WA **BDR** Nível I FI Ações e o WA **US Index 500** FI Multimercado para investimentos no exterior.

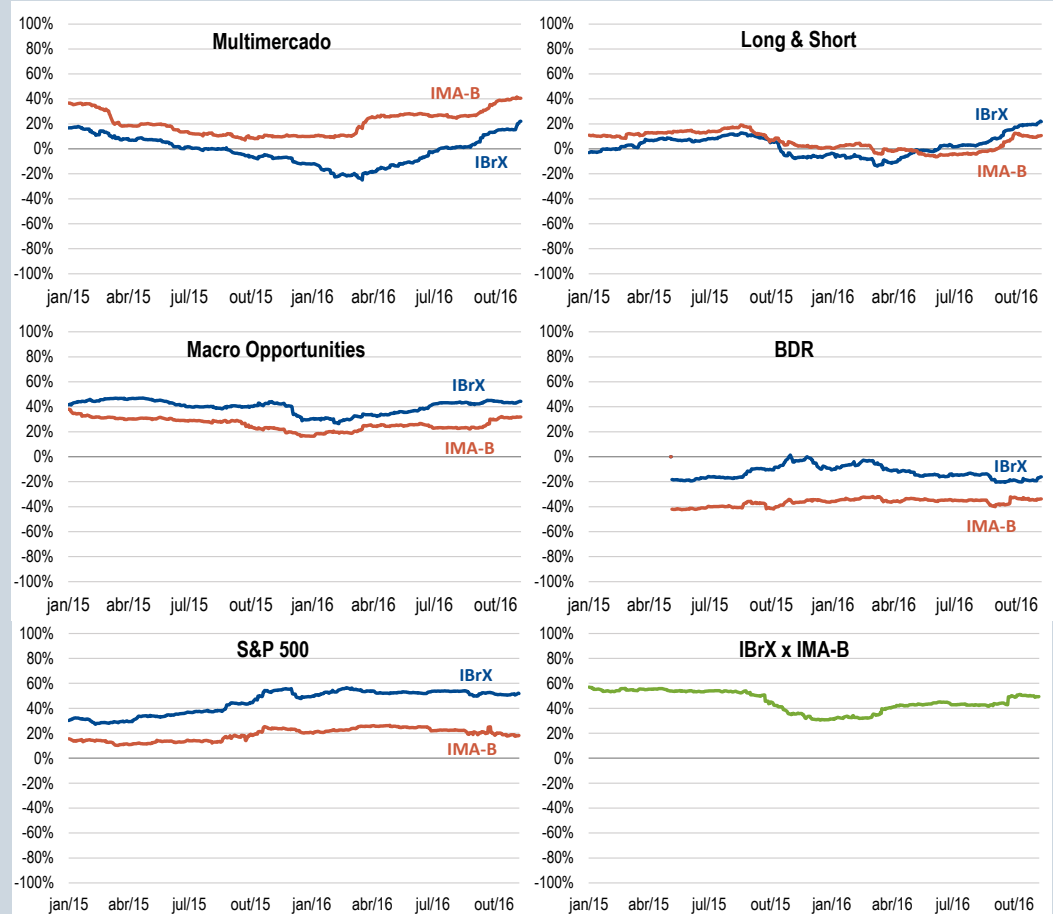
No Gráfico 18, mostramos a evolução da correlação destas alternativas de investimento com o IBrX e o com o IMA-B, considerando que são índices que medem a performance geral da duas principais classes de ativo brasileiras. A correlação é uma medida que mostra como a rentabilidade de um ativo se comporta em relação à rentabilidade de outro ativo, e pode variar de -100% a 100%. Quanto mais baixa for a correlação entre as rentabilidades de dois ativos, mais diversificado estará o portfólio formado por estes dois ativos. Qualquer correlação menor que 100% já funciona para efeitos de diversificação, mas no mercado financeiro consideramos que uma boa diversificação começa com uma correlação menor ou igual a 50%. Observe que, em todos os casos do Gráfico 18, a correlação entre cada uma das estratégias e o IBrX e o IMA-B é igual

ou menor que 50% ao longo do tempo. Ou seja, todas estas estratégias contribuem para a diversificação de portfólios formados por renda fixa e renda variável. Esta característica é ainda mais marcante quando se considera a própria correlação entre o IBrX e o IMA-B, ou seja, entre renda fixa e renda variável. Podemos observar, no último gráfico, que a correlação entre estes dois índices fica por volta de 50%. Ou seja, investimentos estruturados e investimentos no exterior apresentam efeito diversificação maior do que a mistura de duas classes de ativo tão diferentes entre si como renda fixa e renda variável.

Em resumo: investimentos estruturados e investimentos no exterior deveriam fazer parte de qualquer portfólio pelas suas virtudes de diversificação, ainda mais em cenário tão incerto como o que estamos vivendo hoje.

Gráfico 18

Correlações entre as estratégias contra o IBrX e IMA-B - dados diários, janelas móveis de 1 ano



Fonte: Western Asset / BDS

As opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste material, constituem julgamento dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada ("Western Asset") baseadas nas condições atuais do mercado e estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio. A Western Asset acredita que as informações apresentadas neste material são confiáveis, mas não garante sua exatidão. Este material não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.

LEIA O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR, OS QUAIS PODEM SER OBTIDOS EM WWW

FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC.

RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA.

A Western Asset pode ser contatada por meio dos seguintes canais: SAC: 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; www.westernasset.com.br – Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; ouvidoria@westernasset.com. Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1.455, 15º andar, cjt 152 - São Paulo – SP - 04543-011.

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2016. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada e é de uso exclusivo de nossos clientes e de seus respectivos consultores de investimentos. Esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material deve ser tratado como confidencial e não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização