

ESTRATÉGIA

Brazil: Heads I win, tails you lose!

No último mês, tanto a economia quanto a política tiveram fortes influências no mercado. De modo geral, o cenário de recuperação da atividade vem se mostrando cada vez mais evidente à luz da divulgação dos principais indicadores da economia. O PIB apresentou crescimento e o Banco Central seguiu o mesmo ritmo de flexibilização monetária, enquanto a inflação continua abaixo das expectativas de mercado. Agentes de mercado já começaram a projetar um maior crescimento do PIB para o ano de 2017.

Um conjunto de eventos no campo político também contribuíram para que o mercado testasse sua máxima histórica nos últimos dias. O anúncio da privatização da Eletrobras sinalizou que o governo está disposto a reduzir o tamanho do Estado. Além disso, a aprovação da TLP mostrou que o Executivo ainda possui força considerável no Congresso. Por fim, as alegações de Janot sobre a seletividade das provas da JBS contra Michel Temer enfraquecem a denúncia contra o presidente. Com isso, uma maior governabilidade do governo representaria maiores chances de aprovação da reforma da Previdência.

Neste relatório, destacamos nossas projeções para as principais variáveis macroeconômicas brasileiras. Lembrando que nossos modelos vão além de uma simples perpetuação do presente, apresentando pouca exposição a choques de curto prazo e alterações marginais na conjuntura. Dito isso, seguem os principais destaques no mês de agosto:

- i) **PIB cresce 0,2% no segundo trimestre;**
- ii) **Governo anuncia plano de privatização da Eletrobras;**
- iii) **Meta fiscal para 2017 e 2018 é alterada para déficit de R\$ 159 bilhões;**
- iv) **TLP aprovada;**

Adeodato Netto
Estrategista-Chefe
avn@elevenfinancial.com
+55 11 4302-3340

Rafael Bevilacqua, CGA, CNPI
Renda Fixa e Economia
rb@elevenfinancial.com
+55 11 4302-3340

Thomaz Sarquis
Renda Fixa e Economia
ts@elevenfinancial.com
+55 11 4302-3340

Neste contexto, estamos mantendo nossa projeção de crescimento econômico de 1,5% para 2017. Para inflação, em função do forte movimento de queda dos preços dos últimos meses, mantemos nossa estimativa para 3,9% em 2017. Em relação à política monetária, alteramos nossa projeção de Selic para 7,25% para o final do ano. Quanto ao câmbio, trabalhamos com uma taxa de câmbio de R\$3,35/US\$ para o final do ano.

Projeções para 2017

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Atividade Econômica										
PIB - %	7,54%	3,92%	1,93%	3,02%	0,11%	-3,86%	-3,60%	1,50%	2,50%	3,00%
Inflação										
IPCA	5,91%	6,50%	5,84%	5,91%	6,41%	10,67%	6,29%	3,90%	4,50%	4,50%
Taxa de juros										
SELIC	10,25%	11,00%	7,25%	10,00%	11,75%	14,25%	13,75%	7,25%	7,25%	7,25%
Câmbio										
Taxa (Final)	1,67	1,88	2,04	2,34	2,66	3,90	3,25	3,35	3,35	3,35
Var. tx Final (%)	-4,8%	12,6%	8,9%	14,6%	13,4%	47,0%	-16,8%	3,1%	0,0%	0,0%

Inflação – Mantemos a projeção para 3,9% em 2017

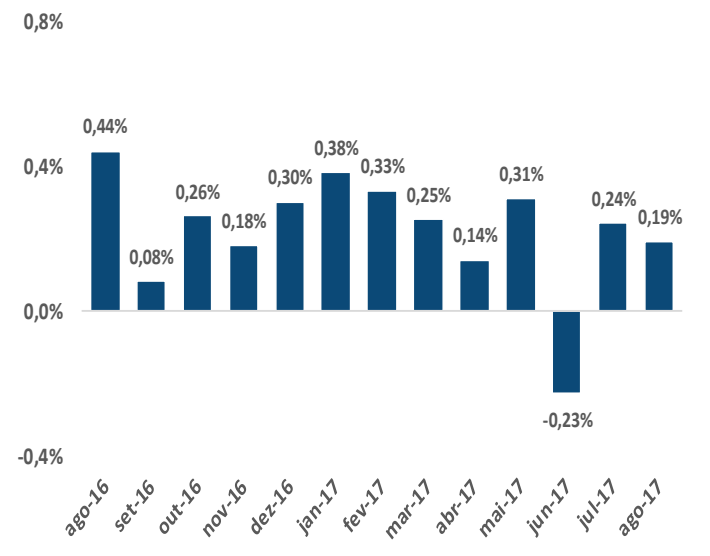
O mês de agosto mostrou, mais uma vez, a persistente tendência de desinflação na economia. O IPCA variou 0,19% no mês, ante 0,44% em agosto do ano anterior. Com isso, o indexador apresentou variação de 2,46% nos últimos 12 meses, o valor mais baixo para este intervalo dos últimos 18 anos. Este valor está abaixo do limite inferior da meta de inflação, de 3,0%, e 2,04 p.p menor que o centro da meta, de 4,5%.

Dos 9 grupos que compõem o IPCA, destacamos a variação positiva de 1,53% nos preços de transportes, ampliando sua trajetória crescente, e variação de -1,07% nos preços de alimentação e Bebidas, o qual acentuou ainda mais sua tendência decrescente.

A desaceleração contínua da inflação iniciou-se no mês de setembro de 2016, logo após o índice acumular alta de 8,97% (12 meses), em agosto. Este processo pode ser entendido como consequência de um cenário conjuntural de forte queda dos preços dos alimentos, desemprego em patamar elevado e apreciação cambial (que tem efeito defasado sobre os preços). Esses fatores se devem especialmente às mudanças estruturais na credibilidade do Banco Central (permitindo a ancoragem das expectativas futuras), à aprovação do teto dos gastos e reforma trabalhista e da manutenção previdenciária na agenda política.

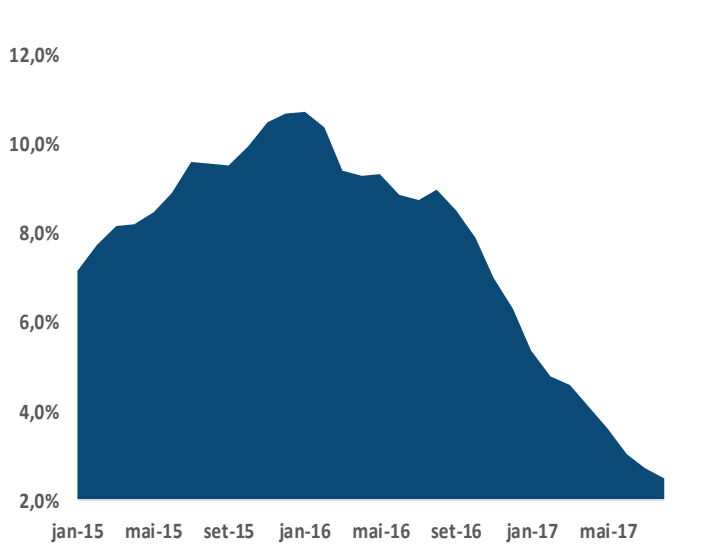
Ainda que grande parte dos agentes projete números muito abaixo do centro da meta estabelecida pelo CMN, nossa equipe entende que a retomada da atividade a partir do terceiro trimestre não deve permitir que a deterioração da economia prevaleça.

Gráfico 1 - IPCA Mensal



Fonte: IBGE. Elaborado por: Eleven Financial Research

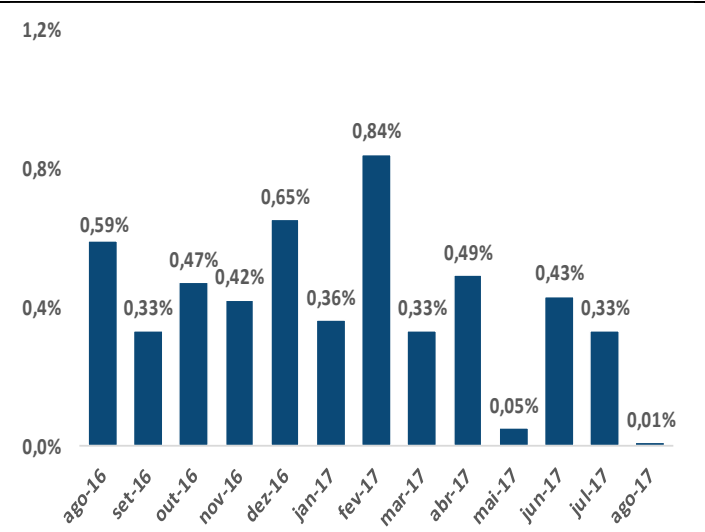
Gráfico 2 - IPCA Acumulado 12 meses



Fonte: IBGE. Elaborado por: Eleven Financial Research

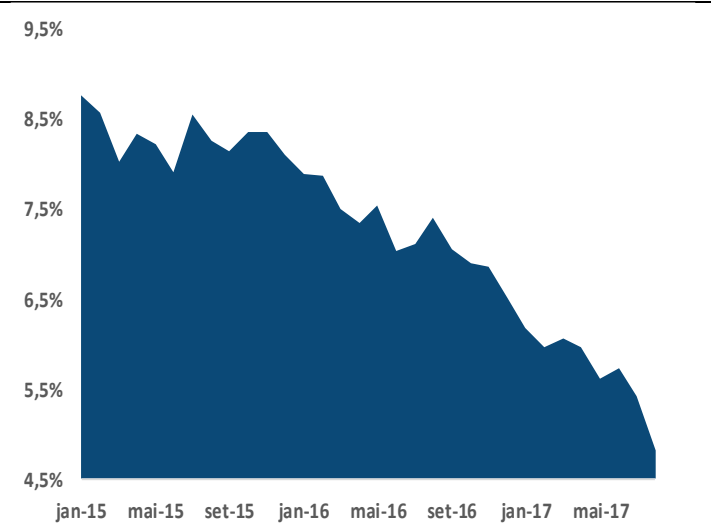
Enquanto isso, o índice de inflação de serviços segue em queda, sugerindo que a atividade econômica ainda opera de forma enfraquecida. O índice de serviços é uma das fontes de inflação que o Banco Central acompanha de perto e é um importante termômetro para o Copom na condução da política monetária. No mês de agosto, a inflação de serviços avançou 0,01%, ante 0,59% em agosto de 2016. Em 12 meses, este índice acumula alta de 4,81%, ante 5,42% em julho de 2017.

Gráfico 3 - IPCA Serviços Mensal



Fonte: IBGE. Elaborado por: Eleven Financial Research

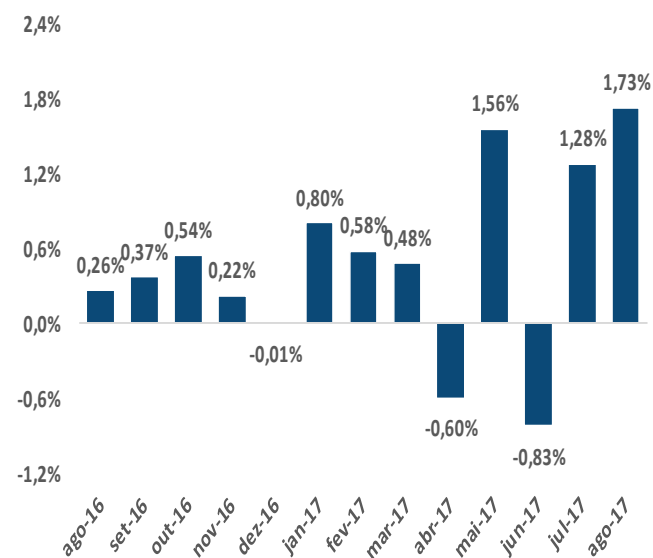
Gráfico 4 - IPCA Serviços Acumulado 12 meses



Fonte: IBGE. Elaborado por: Eleven Financial Research

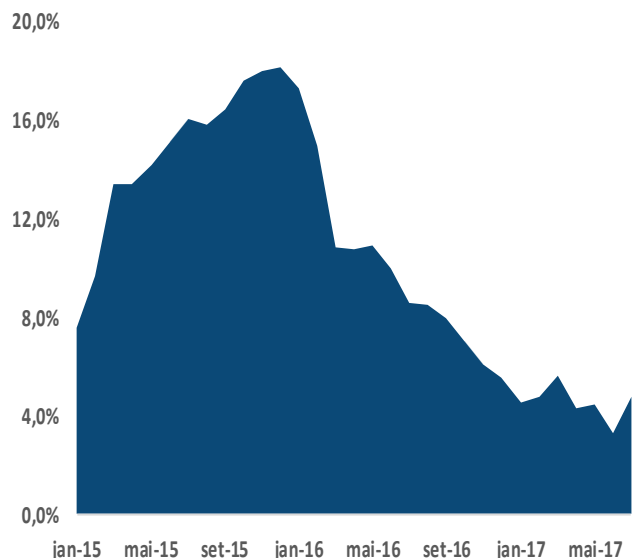
Em contrapartida, os preços monitorados apresentaram forte alta no mês de agosto. O índice de monitorados avançou 1,73% em agosto, ante variação de 0,26% em agosto de 2016. Este forte avanço se deu, principalmente, pelo acionamento da bandeira tarifária vermelha, que impulsionou o preço da energia elétrica em 1,97% no mês; e do aumento do preço dos combustíveis em 6,67%, ainda devido aos aumentos do PIB/Cofins. Em 12 meses, este índice acumula alta de 6,26%.

Gráfico 5 - IPCA Monitorados Mensal



Fonte: IBGE. Elaborado por: Eleven Financial Research

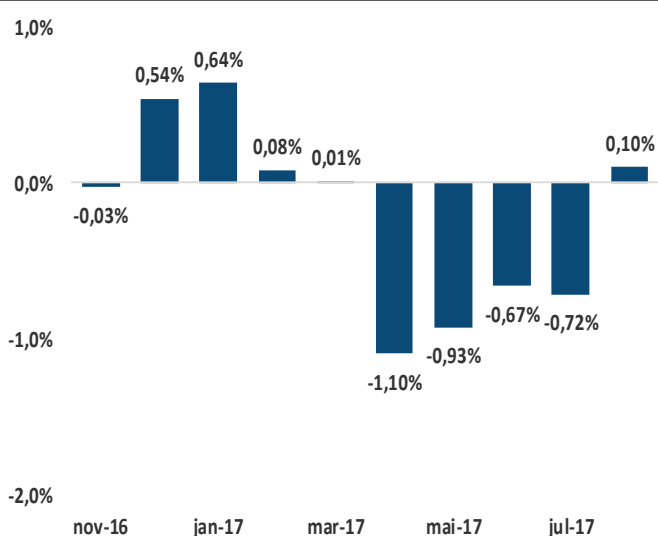
Gráfico 6 – IPCA Monitorados Acumulado 12 meses



Fonte: IBGE. Elaborado por: Eleven Financial Research

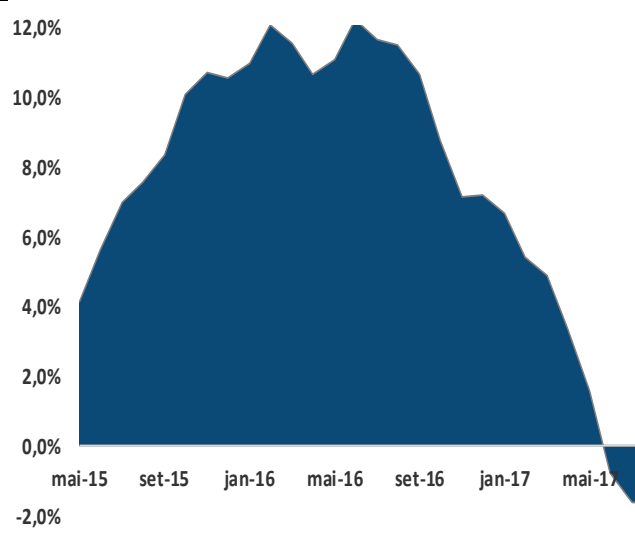
Outro dado que chama a atenção para o forte movimento do processo de queda dos preços foi o Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M), o principal índice utilizado nos reajustes de contratos de aluguel. Em agosto, este indicador apresentou alta de 0,10%, ante uma elevação de 0,15% em agosto de 2016. Em 12 meses, o IGP-M acumula uma deflação de 1,71%, contra queda de 1,66% no mês anterior.

Gráfico 7 – IGP-M Mensal



Fonte: IBGE. Elaborado por: Eleven Financial Research

Gráfico 8 – IGP-M Acumulado 12 meses



Fonte: IBGE. Elaborado por: Eleven Financial Research

Os resultados dos índices de inflação confirmam a trajetória de forte queda que, aliado à expectativa de um choque de oferta favorável, levam o time de economia da Eleven a reduzir a projeção do IPCA para 3,9%, ao final de 2017.

Mesmo com a redução, nossos números ainda estão acima da média do mercado, principalmente por considerarmos uma recuperação da atividade mais forte que o consenso, produzindo efeitos no indicador, principalmente nos últimos meses de 2017.

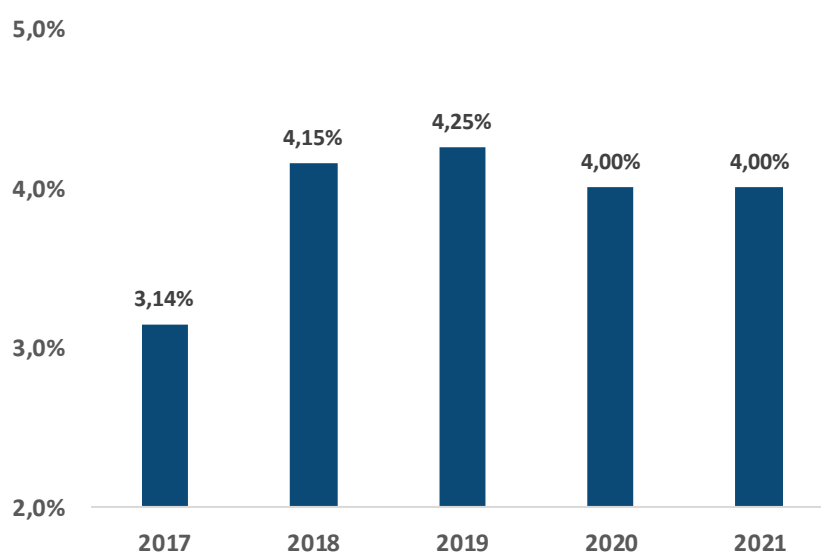
Selic em 7,25% para o final de 2017

O cenário de intensa queda da inflação, somado à ainda lenta retomada da economia, abre margem para maiores movimentos de flexibilização monetária. Assim, alteramos nossa projeção de Selic para 7,25% no final de 2017, vinda de um corte de 75 bps na reunião de outubro seguida de um corte de 25 bps no Copom de dezembro.

Em primeiro lugar, baseamos nossa projeção com base na plena ancoragem das expectativas de inflação pelo mercado. A pesquisa Focus, organizada pelo Banco Central com as principais instituições financeiras do país, mostra que as expectativas de inflação para 2017 e 2018 estão abaixo de suas respectivas metas. Por se tratar de projeções para horizontes curtos de tempo, estes valores estão sujeitos a choques de curto prazo.

O que de fato confirma a plena ancoragem das expectativas é que, de 2019 em diante, o Focus projeta que a inflação se mantenha no centro da meta.

Gráfico 9 – Projeção Focus IPCA



Fonte: BCB. Elaborado por: Eleven Financial Research

É preciso lembrar que, como consequência da mudança na dinâmica do nível de preços no Brasil, o Conselho Monetário Nacional (CMN) decidiu reduzir a meta de inflação para os próximos anos. Para 2019, a meta foi reduzida para 4,25% e, para 2020, foi reduzida para 4,0%. A mudança na meta da inflação é de suma importância para missão que o Banco Central tem de reduzir o juro real no Brasil. Desde o começo de sua gestão, o novo presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn, cita que a queda do juro estrutural é muito importante para o desenvolvimento do Brasil.

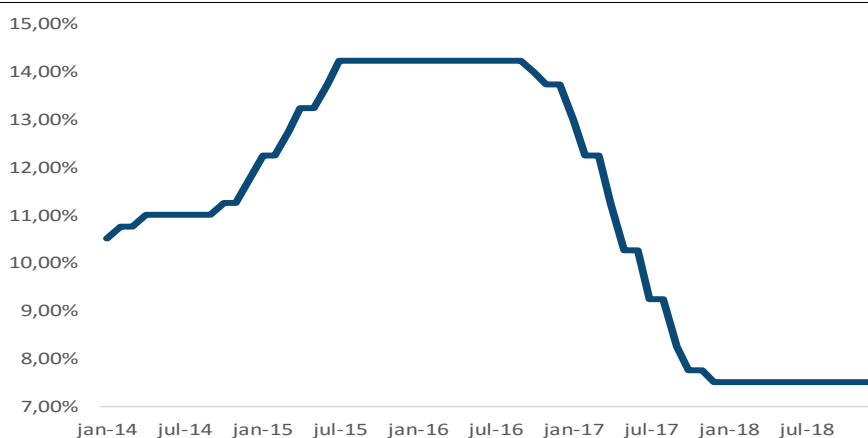
Isso demonstra que o arrefecimento dos níveis de preços não são consequência apenas de fatores conjunturais, como a queda da atividade econômica e desempregos em patamar elevado do visto nos últimos anos, mas também são consequências de mudanças estruturais. Entre elas está a aprovação da reforma trabalhista, da PEC que garante o teto dos gastos públicos e da política clara de reajustes dos preços administrados, as quais produzem mais clarezas nas instituições e, com isso, permitem que as expectativas futuram sejam ancoradas.

Além destas medidas, a aprovação da TLP contribuirá para uma política mais transparente em relação aos empréstimos do BNDES. O acesso privilegiado de grandes empresas à taxa subsidiada TJLP gerou fortes distorções no mercado de crédito brasileiro, inibindo, portanto, um dos principais canais de transmissão da política monetária do Banco Central. Como resultado, foram necessárias mudanças mais abruptas na taxa Selic para compensar o desequilíbrio gerado pela TJLP. Por isso, a aprovação da MP 777, que cria a TLP, trará maior eficácia para a execução da política monetária. Em outras palavras, abre espaço para taxas de juros estruturalmente mais baixas para o futuro.

Mesmo assim, compreendemos que ainda existe um balanço de risco considerável a respeito da reforma da Previdência, não havendo, portanto, garantias concretas de que caminhamos a um cenário de estabilidade fiscal no longo prazo.

Dito isso, nossos modelos contemplam um corte de 75 bps em outubro, e um corte de 25 bps em dezembro. Assim, esperamos que o ano de 2017 termine com a taxa Selic em 7,25% a.a.

Gráfico 10 – Selic Projeção



Fonte: BCB. Elaborado por: Eleven Financial Research

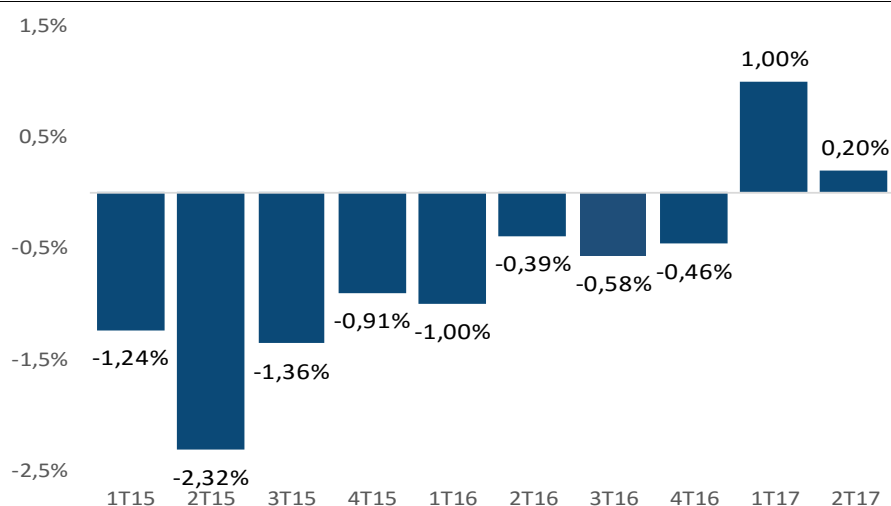
Segundo trimestre com crescimento

Os dados divulgados por diversas instituições relativos ao segundo trimestre comprovam que a economia engata em ritmo de retomada. Valores referentes à produção industrial, nível de consumo e geração de emprego e atividade econômica mostraram melhora nos meses de junho e julho em relação aos primeiros meses do ano.

Conforme nossas expectativas, o PIB apresentou crescimento de 0,2% no segundo trimestre em relação ao anterior, o que representa a segunda alta consecutiva na atividade econômica. Destacamos que os últimos dois trimestres positivos quebraram uma série de oito trimestres negativos na economia brasileira, o que reforça as evidências de uma recuperação estrutural da atividade.

A variação positiva de 0,2% no PIB no segundo trimestre foi impulsionada principalmente pelo consumo das famílias, que cresceu 1,4% no período. Este avanço pode ser explicado, em grande parte, pela melhora na conjuntura macroeconômica.

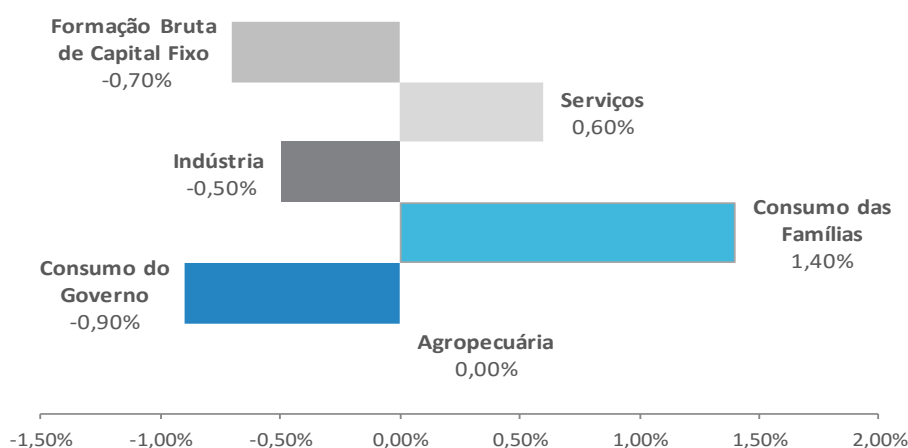
Gráfico 11 – PIB – Variação trimestral



Fonte: IBGE. Elaborado por: Eleven Financial Research

A inflação em um baixo patamar aumenta o poder de compra da população de forma considerável. Adicionalmente, a queda das taxas de juros da economia reduz o endividamento das famílias, o que abre mais espaço para consumo em seus orçamentos individuais. Por fim, a liberação dos saques das contas inativas do FGTS também teve sua participação no aumento do consumo neste trimestre, apesar de grande parte destes recursos terem sido utilizados para quitação de dívidas. De qualquer forma, houve um incremento na renda disponível da população, o que possibilitou um aumento no consumo.

Gráfico 13 – PIB – Variação trimestral dos componentes

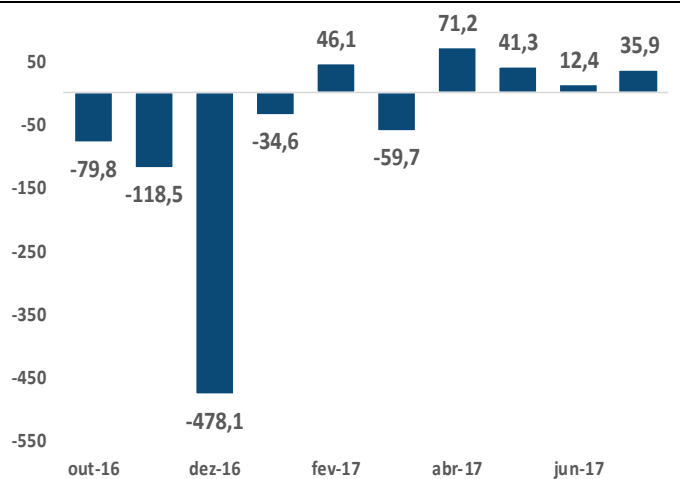


Fonte: IBGE. Elaborado por: Eleven Financial Research

Mais uma evidência que corrobora a tese de retomada da economia está na geração de emprego. Em julho, o CAGED divulgou geração líquida de 35.900 vagas formais de emprego. Este dado corresponde ao quarto mês consecutivo em que houveram mais vagas de emprego criadas do que fechadas. O impacto direto disso é a redução do desemprego.

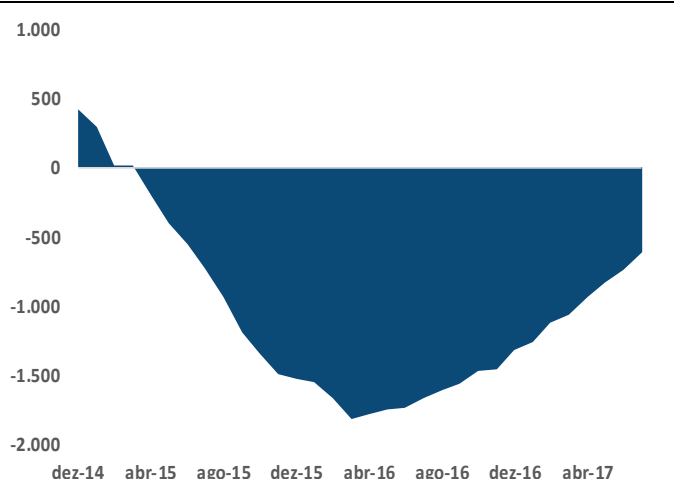
Ainda que marginal, a inversão da tendência da curva de desemprego é mais uma evidência de que a atividade econômica apresentará crescimento. Em termos econômicos, o mercado de trabalho tende a ser o último a responder aos impulsos positivos da economia. Além disso, a recente aprovação da reforma trabalhista deve contribuir para uma reversão de tendência ainda mais acentuada para o ano que vem.

Gráfico 15 – CAGED Mensal - milhares de vagas



Fonte: Banco Central. Elaborado por: Eleven Financial Research

Gráfico 16 – CAGED – Acumulado 12 Meses - milhares



Fonte: Banco Central. Elaborado por: Eleven Financial Research

Estes são alguns dos pilares que sustentam nossa visão e projeção, mesmo considerando o chamado *carry over*. O resultado na leitura da equipe de economia da Eleven é um crescimento do PIB positivo de 1,5%, em 2017.

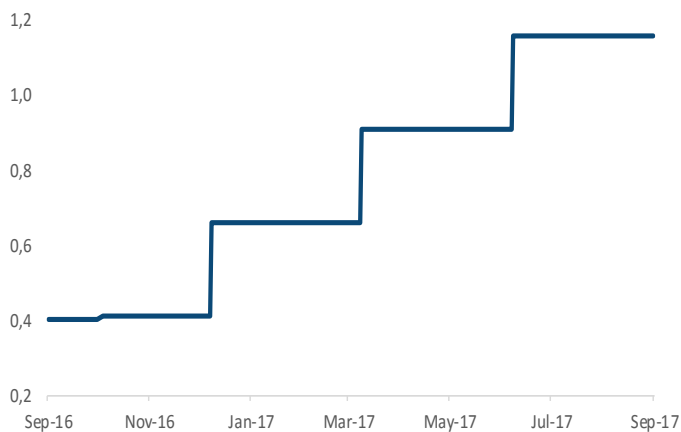
Seguimos com R\$ 3,35 por Dólar para o final de 2017.

O time de renda fixa e economia da Eleven mantém a projeção de câmbio para R\$3,35/US\$, para o final de 2017. O Real seguiu os movimentos das moedas emergentes e se mantém apreciado em relação à moeda americana. No fechamento de 12/09, a cotação era R\$ 3,12 / US\$ 1,00. Nossa projeção se baseia no diferencial entre a taxa de juros brasileira e a norte-americana, além da evolução do risco país, representado pelo CDS.

O FOMC, em sua última reunião, decidiu manter a FED Funds Rate entre 1 – 1,25%, conforme já antecipado pelas projeções de mercado. No comunicado, o comitê sinalizou a manutenção de elevações graduais na taxa de juros norte-americana, a fim de controlar a inflação em torno do objetivo de 2% sem prejudicar a geração de empregos nos EUA. Em contrapartida, no cenário local esperamos mais reduções na taxa Selic, conforme já exposto na seção da taxa de juros.

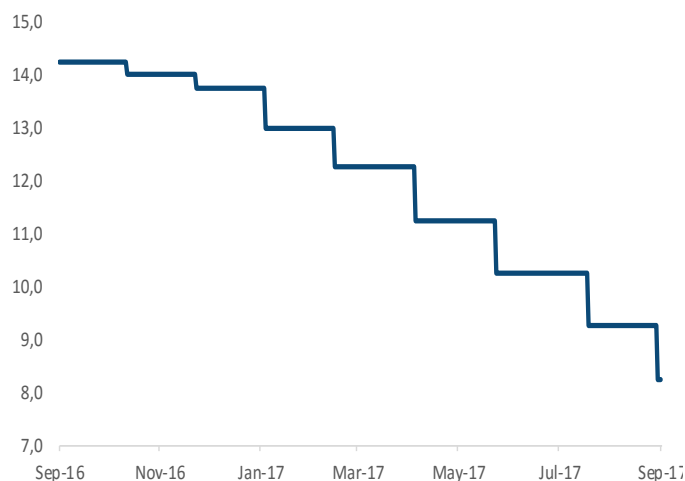
As elevações na FED Funds Rate, se acompanhadas de reduções da Selic gerariam uma redução no diferencial de juros entre o Brasil e EUA, impactando negativamente a atratividade de capital financeiro pelo mercado brasileiro e deslocando-o para o mercado norte-americano. Com isso, a demanda por dólares aumentaria em detrimento da queda da demanda por reais brasileiros. A consequência disso seria uma leve depreciação do Real frente ao dólar.

Gráfico 17 – FED Funds Rate



Fonte: Bloomberg. Elaborado por: Eleven Financial Research

Gráfico 18 – Taxa Selic

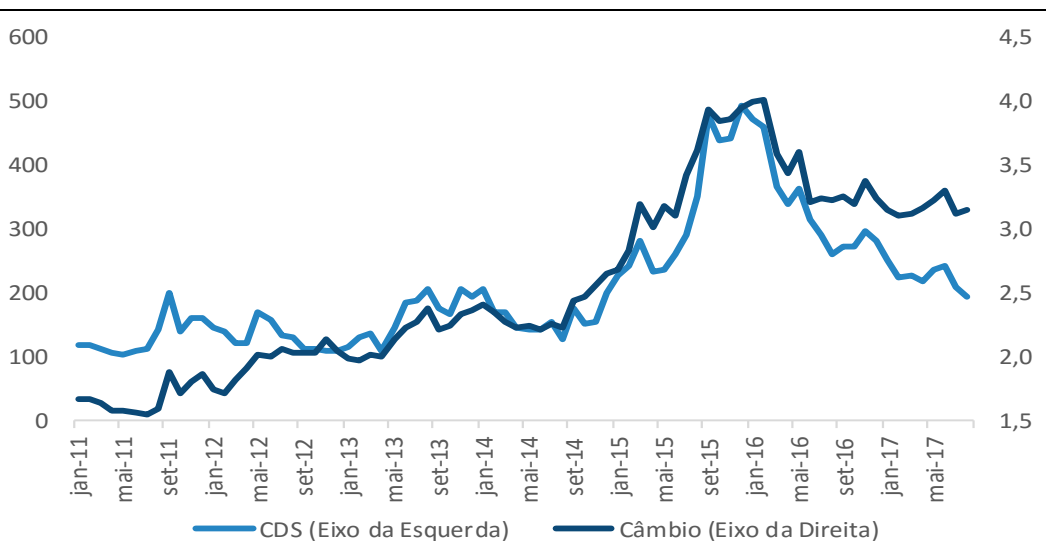


Fonte: Bloomberg. Elaborado por: Eleven Financial Research

Além do diferencial de juros, um determinante da taxa de câmbio é a percepção de risco do país. Isso ocorre porque um aumento do risco-país tende a repelir fluxos financeiros e investimentos vindos do exterior. No caso do Brasil, a relação entre a taxa de câmbio R\$/US\$ e o Credit Default Swap (CDS)¹ é bastante notável. Quando o CDS sobe, consequentemente, o câmbio tende a depreciar.

¹ CDS é um ativo financeiro que reflete um seguro contra um risco de calote. No caso do Brasil, utilizamos o CDS Brazil 5Y, referente a um prazo de 5 anos. Assim, se a percepção de risco aumenta, o preço de se proteger de um calote daquele país também aumenta.

Gráfico 19 – CDS 5Y Brazil e Taxa de Câmbio (R\$/US\$)



Fonte: Bloomberg. Elaborado por: Eleven Financial Research

O processo de reformas fiscais e de melhora do ambiente econômico fez o risco-país cair desde meados de 2016. Com isso, a taxa de câmbio apresentou uma apreciação considerável neste mesmo período. A existência de alguma incerteza política ainda nos leva a compreender certo risco em relação à implementação de reformas estruturais.

Outro fator importante é o ímpeto do FED em acelerar a redução de seu balanço. Por mais que existam cada vez mais pressões internas e externas para tal movimento, nosso time vê, na característica e no histórico da gestão de Janet Yellen, postura conservadora em relação aos impactos nos mercados globais de seus movimentos estruturais. Assim, visando evitar criação de pressões adicionais sobre o fluxo de capital internacional, temos como cenário-base uma sequencia muito lenta de movimentos do Banco Central americano nesta direção.

Por todos estes fatores, projetamos que o câmbio se mantenha em um patamar relativamente estável até o final do ano, flutuando na banda entre R\$ 3,10 e R\$ 3,35/US\$, fechando o ano no topo do *range* de variação.

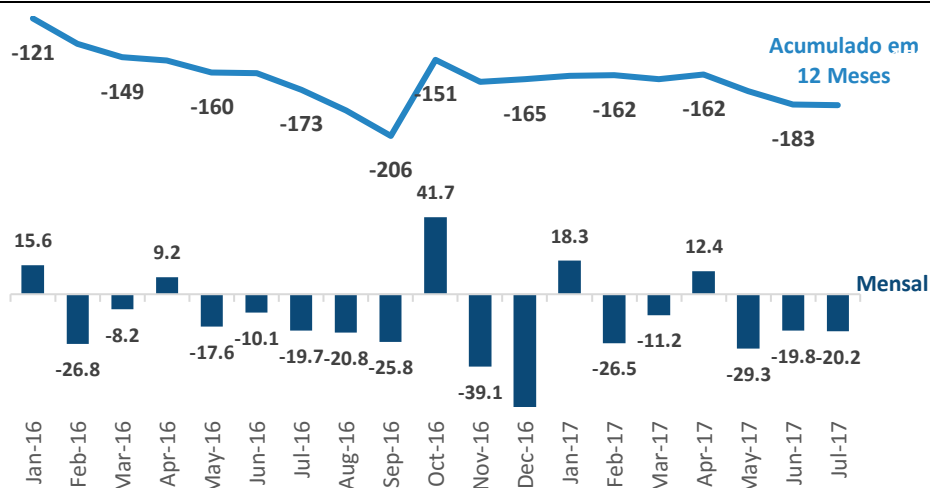
Resultados Fiscais

O resultado primário do Governo Central de julho apresentou déficit de R\$ 20,15 bilhões, ante um déficit de R\$ 19,23 bilhões, em julho de 2016. Em valores reais, este é o pior resultado para o mês de julho da série histórica iniciada em 1997. No ano, o Governo Central acumula déficit de R\$ 76,28 bilhões.

No fluxo acumulado nos últimos 12 meses o Governo Central gerou um déficit de R\$ 181,86 bilhões. Em relação ao mês anterior, este valor se distancia ainda mais da meta fiscal estipulada para o ano de 2017, de déficit de R\$ 159 bilhões. Lembrando que, em meados de julho, o Executivo ampliou o déficit da meta: de R\$ 139 bilhões para os atuais R\$ 159 bilhões.

O distanciamento neste mês se deu principalmente pelo aumento nas transferências da União para estados e municípios. Em relação a junho deste ano, estes repasses cresceram 1,41% no fluxo de 12 meses, contribuindo para o agravamento do resultado primário. Com isso, a receita líquida recuou 0,25% e a despesa total caiu 0,14%, resultando no déficit acumulado de R\$ 181,86 bilhões de reais, em 12 meses.

Gráfico 20 – Resultado Primário – Mensal e Acumulado em 12 Meses (R\$ bilhões)



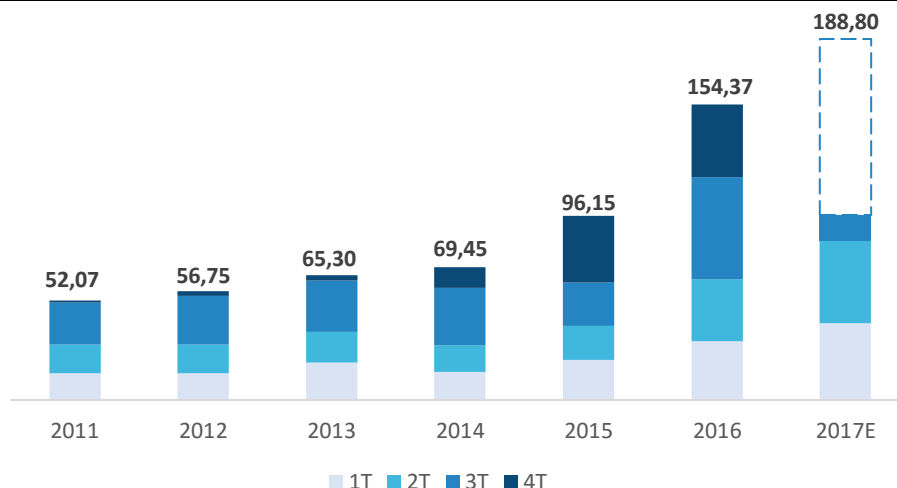
Fonte: Tesouro Nacional. Elaborado por: Eleven Financial Research

Uma vez alterada a meta fiscal, seu cumprimento torna-se ainda mais indispensável. Uma eventual extrapolação dos R\$ 159 bilhões pode significar perda total de credibilidade da equipe econômica da Fazenda. Por isso, quaisquer tentativas de obtenção de receitas de curto prazo, como privatizações e revisão de eventuais desonerações podem ser reforçadas. Mesmo assim, ressaltamos que a privatização da Eletrobras, anunciada pelo governo no final de agosto, não deve ser vista como uma tentativa desesperada de cumprimento da meta fiscal. Por mais que esta operação possa gerar receitas consideráveis aos cofres públicos, o objetivo da venda da estatal será recuperar a eficiência e boa governança no setor energético brasileiro, consolidando cenário para captação de investimentos dedicados, ou seja, focados no longo prazo.

A geração de receitas extraordinárias, porém, podem auxiliar no cumprimento da meta fiscal no curto prazo, mas em nada resolvem o crescente rombo fiscal no qual o país está inserido. A sustentabilidade de longo prazo das finanças públicas depende, inexoravelmente, de uma reversão do crescimento das despesas. O primeiro passo é fechar os ralos obrigatórios do orçamento. De janeiro a junho de 2017, 82% dos gastos realizados foram de natureza compulsória, sendo 57% destes com Benefícios Previdenciários e Benefícios de Prestação Continuada (BPC). Portanto, para evitar que estes números consumam uma parcela ainda maior do orçamento, a reforma do sistema previdenciário se mostra inevitável.

A tramitação da proposta, porém, encontra-se paralisada na Câmara dos Deputados, à espera da votação em primeiro turno no plenário. No início de setembro, o Ministro da Fazenda e o Ministro do Planejamento declararam que a Reforma da Previdência voltará a ser discutida com mais ênfase e que deve ser colocada em votação no Plenário no mês de outubro.

Gráfico 21 – Déficit da Previdência (INSS) (R\$ Bi) – Valores de julho/2017



Fonte: Tesouro Nacional. Estimativas: Ministério da Fazenda. Elaborado por Eleven Financial

Mesmo se aprovada, os impactos da Reforma não serão imediatos. Seus efeitos se tornarão mais significantes conforme a proporção de jovens por idosos no país diminui. Contudo, se na atual disponibilidade demográfica já existe um déficit crescente, o envelhecimento da população agravará o rombo de forma insustentável. Para piorar, as demais despesas obrigatórias, como seguro desemprego, subsídios e pessoal também continuam crescendo. Sem uma flexibilização destas despesas, dado o teto de gastos, não haverá espaço orçamentário para gastos discricionários, aqueles que permitem um mínimo de governabilidade ao Executivo.

Conforme discutido em seções anteriores, a economia apresenta fortes indícios de retomada. Muitos dos equívocos e distorções na estrutura econômica brasileira vêm sendo corrigidos de forma primordial. Todo este avanço, porém, será em vão se as medidas necessárias para estabilizar as finanças públicas não forem devidamente implementadas. O tempo é curto. Precisamos de mais reformas.

Brazil: Heads I win, tails you lose! – por Adeodato Volpi Netto

A discussão de PIB potencial, longo prazo, solvência e capacidade de consolidar crescimento é cada vez mais quente. A deterioração da atividade econômica recente, diferente do que muitos acreditam, não foi o principal fundamento da descrença recente na capacidade de recuperação. Vimos e vivemos uma subversão dos valores de sociedade, de nação. A chegada da Lava-Jato escancarou a metástase que todos sabiam que estava lá, mas poucos consideravam aceitar e enfrentar a realidade.

Uma sociedade desolada contaminou as expectativas da maioria massiva dos economistas, profissionais de mercado, gestores, operadores e empresários. Não escolhemos ser voz dissonante nas projeções de PIB porque queríamos ser diferentes, mas porque entendemos estruturalmente que a virada era inevitável, e olhamos sem paixão, sem deixar o sentimento falar, simplesmente focados no melhor juízo de análise histórica e técnica.

Sem uma verdadeira transformação, o país continuará tendo sua principal saída, como disse meu sócio e nosso líder de Macro, Rafael Bevilacqua, “historicamente a saída do Brasil é Guarulhos”. Enfim, quando trouxemos, ainda ao final de 2016, nossa projeção de PIB +1,5% para 2017, encarávamos o Brasil com a frieza e franqueza que fazem deste país, desta economia e desta nação, um ambiente com dinâmica própria, com bom grau de previsibilidade. O caos vai chegar, de tempos em tempos. O IBC-BR divulgado em 14/09, reportando crescimento de 0,41% em julho sobre junho e 1,41% se comparado com o mesmo mês de 2016, consolidou nossos números. Consenso tinha +0,10% e nós, +0,26%.

Hora de olhar para o carry over, nosso amigo carregado estatístico, com melhores olhos. FOCUS e bancos ajustam suas previsões cada dia mais para cima. Provavelmente cravem o número correto na última semana de Dezembro. Enfim, a resultante é que para o ano seguinte, 2018, no qual teremos a eleição majoritária mais importante da nossa história, se ficarmos “flat” o ano todo, o PIB fecha o ano que vem em +1,8%.

Brasil é buy! Aqui não tem “buy and hold” no modelo clássico, by the book gringo. O caos vai chegar, de tempos em tempos. Perpetuidade em modelos de valuation aqui é um exercício de amor e fé. No limite, as projeções devem trazer uma carga importante da convicção individual.

Vivemos na terra da mistura entre Von Neumann, John Nash e Lacan (somada a uma dose de Mané Garrincha e Vinicius de Moraes). Questiono cada vez mais a falsa dicotomia potencializada pela polarização ideológica (como se houvesse clareza de ideologia na massa) quando refletida nas projeções macroeconômicas.

John Von Neumann, ao trazer o lado comportamental para a Teoria dos Jogos, não aceitava a história da soma zero. Não aceitava a relação absoluta entre um vencedor e um perdedor. Tratava as formas, normal e extensiva com facilidade incrível.

Ainda nos jogos, ressalto que, da forma como são estudados por economistas e jogadores no mundo real, geralmente terminam em um número finito de movimentos. Matemáticos puros não estão restritos a isto, e na teoria de conjuntos em particular estudam jogos que se prolongam por um número infinito de movimentos, com os vencedores (ou prêmios) não são conhecidos até após todos estes movimentos tenham sido completados. O foco da atenção é usualmente não tanto qual o melhor caminho para o jogador em tal jogo, mas simplesmente se um ou outro jogador tem uma estratégia vencedora. Se não me engano é aqui que entra o axioma da escolha.

Voltando para o chão. Se fulano opera vendido esperando que o Brasil frustrasse os otimistas, deixa ele viver *hedging* (protegendo sua carteira). Não é pecado. Tanto quanto canja de galinha, *hedge* não mata ninguém, mas é verdade que não entrega a quantidade de energia necessária para uma vida de atividade intensa, que no mercado significa, em uma janela como a atual, lucro!

Há uma importante discussão sobre sustentabilidade do viés positivo, redução do bônus demográfico, PIB potencial reduzido. Tudo tem muito fundamento. Mas falando francamente, até 2019, viveremos aproximadamente 35 anos na máquina do tempo chamada Brasil. É minha visão estrutural que esperar pela virada negativa vai custar caro, literalmente. Nenhum de nós gosta de deixar dinheiro na mesa.

Capacidade ociosa, baixa necessidade de investimento. Juro real estruturalmente baixos, ex-ante e ex-post, inflação sob controle. Somos uma mola comprimida. O tal do interregno benigno, sob a ótica do cenário internacional, é mais sólido do que um míssil voando sobre o Japão pode destruir. Os *quantitative easings*, ou períodos de autorização irrestrita para imprimir dinheiro, mudaram a dinâmica de precificação dos ativos e dos mercados de tal forma, que as séries históricas servem para fundamentar argumentos de lado a lado. Use-a como quiser, ela não reflete mais a realidade mesmo. Se em 2008, a falta de liquidez derrubou o mundo, em 2018 isto é o que não falta.

Gestor com aversão a risco quebra fundo, perde cotista e tem que sair do Upper East Side e trabalhar como financial advisor no Queen's. Gringo vai comprar Brasil. Pelo menos por mais um tempo. E comprar mais do que a Bolsa. Tem gap em infraestrutura, educação, tecnologia, saúde. Tem ativo para todo gosto.

Durante meu tempo em Chicago, vivi imerso no ambiente do M&A chamado de Main Street. Middle Market. Vivi a indústria do private equity da vida real. Aqui ainda estamos limitados a um universo pequeno de veículos e gestores, cujo investment criteria, ou critério de qualificação para investimento privado, deixa de fora aproximadamente 90% da economia nacional.

Do Tio Sam ao Xing-Ling, todo mundo está entendendo esta realidade, e cada vez mais pronto para comprar Brasil. A relação entre o que é escasso e abundante por aqui, nesta janela temporal, joga substancialmente a nosso favor. Brazil é buy!

Como bons brasileiros, aprendemos na porrada. O último ciclo nos forçou a buscar eficiência. Eliminação de desperdícios, controle de alavancagem e foco na sobrevivência dos negócios. Empresas encolheram, demitiram gente e o desemprego foi para a estratosfera. Paradoxalmente, fizemos com a curva de Philips a mesma coisa que com a Teoria Quantitativa da Moeda (que abordei na Carta Mensal de Fevereiro). Ignoramos a dinâmica histórica.

Mercado mais eficiente e em transformação abre espaço para novos players, novos setores, novas empresas. Boa parte daqueles que ficaram sem emprego, serão realocados em posições criadas pelas oportunidades que abriram durante a crise. A inflexão da curva, por definição, tarda a refletir a mudança.

Mercado começa a ajustar os denominadores da relação Preço/Lucro. Matemática básica, aula 1. Sell-Side forçado a olhar para a rua, para atividade REAL é uma vitória, uma transformação positiva. Excel sendo ferramenta, não muleta. Reposicionamento de preços. WACC's mutantes, modelo do Gordon virando bolinha de papel. Estamos evoluindo.

Varejo, indústria, setor financeiro, saúde, educação. Escolha seus ativos. Fundamento vence o fluxo em momentos de transformação. E o fluxo é muito forte, ou seja, do fundamento virá o "alfa" do próximo ciclo. Tente combinar os dois e boom!, você está na ponta certa.

Mais do que o mercado de "equities", gosto de ver o mercado de dívida quente. Brasileiro está aprendendo que mezanino, para o mercado, não é o andar de cima onde ficam as salas de reunião. Operações melhor estruturadas determinam aplicações mais inteligentes de recursos.

Emissões cada vez maiores, melhores e com mais demanda. Apetite para o crédito privado reduz a dependência do tesouro e dos títulos públicos. Tira o próprio Governo da zona de conforto. É verdade, estamos evoluindo. Em uma janela histórica como esta se você vai apostar contra o Brasil e o momento, preciso dizer que há uma chance grande de, neste cara ou coroa, cara eu ganho, coroa você perde!

Brasil é buy!