



O CHAMADO DA TRIBO

Uma retrospectiva de 2019
e nossas expectativas para 2020



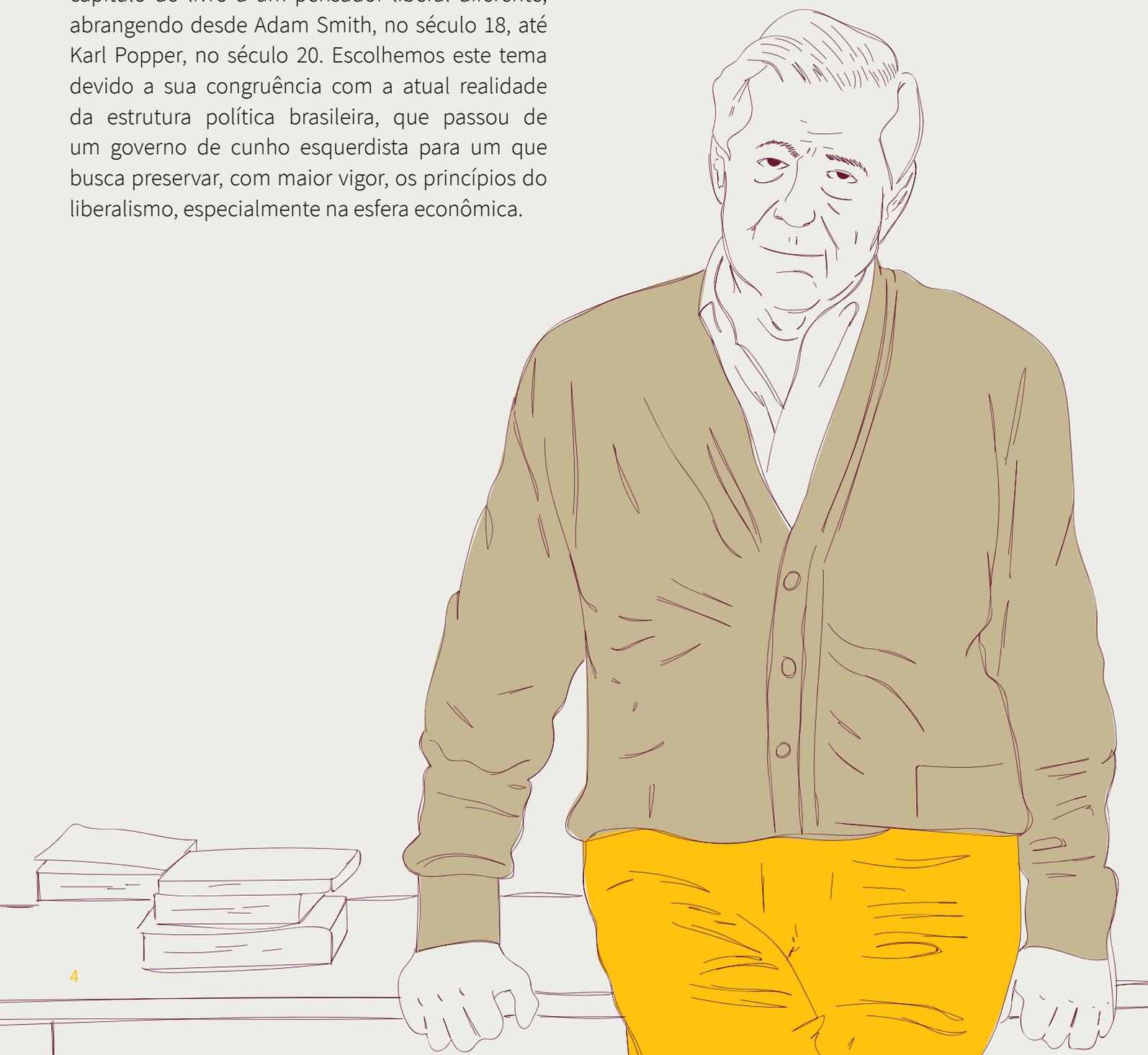


SUMÁRIO

Prefácio	04
O Chamado da Tribo	05
Retrospectiva	10
Riscos Internacionais	14
Riscos Brasil	17
Mercado acionário	22
Carteira Anual 2020	23

PREFÁCIO

Como tema deste ano, nos baseamos na autobiografia intelectual de Mario Vargas Llosa, renomado escritor peruano e prêmio Nobel de literatura. Em *O chamado da tribo* (Objetiva, 2019), Vargas Llosa procura explorar de que forma sua própria trajetória intelectual sofreu mudanças ao longo do tempo, deixando de ser marxista fervoroso para se tornar um convicto defensor do liberalismo político e econômico. Assim, o autor dedica cada capítulo do livro a um pensador liberal diferente, abrangendo desde Adam Smith, no século 18, até Karl Popper, no século 20. Escolhemos este tema devido a sua congruência com a atual realidade da estrutura política brasileira, que passou de um governo de cunho esquerdista para um que busca preservar, com maior vigor, os princípios do liberalismo, especialmente na esfera econômica.



O CHAMADO DA TRIBO

O ano de 2019 foi marcado por uma guinada em direção ao liberalismo, provocada, principalmente, por uma enorme necessidade de reformar o Estado brasileiro. Sem dúvida, indícios dessa mudança começaram a surgir já durante o governo Temer (2016-2018), que ensaiou a sua própria reforma Previdenciária, promoveu redução inflacionária de 11% para 4%, aprovou a reforma trabalhista, o teto de gastos e deu início a importantes programas como o plano de parceria público-privadas. Essas medidas representaram o início de uma nítida ruptura com a prática de inflar o Estado em detrimento da iniciativa privada como principal vetor de desenvolvimento econômico. Ao longo do ano, o governo Bolsonaro, com seu grupo de técnicos altamente qualificados na área econômica, deu continuidade a esse movimento, com ênfase nas reformas estruturais tão necessárias para alavancar o crescimento potencial da economia brasileira.

No plano político, o fim do presidencialismo de coalizão, regime onde o Executivo distribuía ministérios – e seus orçamentos – para partidos dispostos a formar uma base governista, introduziu caos a um sistema político pulverizado pela pluralidade partidária.

O que inicialmente deu vez à instabilidade em poucos meses surtiu efeito transformador no papel do Legislativo brasileiro. A postura dos parlamentares evoluiu da dependência para a autonomia. Um grupo de deputados de centro-direita, sob a liderança do habilidoso Rodrigo Maia (DEM-RJ), abraçou a pauta reformista concebida pelo ministério da Economia e, de forma paciente e determinada, confrontou os interesses das diferentes corporações dentro da sociedade brasileira rumo a uma política fiscal mais sustentável no longo prazo.

"...um governo que começa sem trabalhar em coalizão, que eu acho que foi bom, eu acho que reforçou a nossa democracia ter um parlamento mais independente, um parlamento que recupera a sua prerrogativa do orçamento impositivo, que é assim nos Estados Unidos, é assim na Alemanha, é assim na França, é assim nas grandes democracias"

– Rodrigo Maia, presidente da Câmara dos Deputados

Depois de dez árduos meses e muito esforço político, a reforma da Previdência, com uma economia prevista de R\$ 800¹ bilhões em dez anos, foi aprovada no Congresso. O primeiro grande passo foi dado, mas ainda há um longo caminho a ser trilhado para que se alcance o equilíbrio das contas públicas. Para tanto, a equipe econômica deverá seguir guiando o país na direção contrária ao *Chamado da Tribo*, enfatizando a importância de implementar medidas de cunho liberal em um país marcado pelo estatismo e desenvolvimentismo.

“...esse “chamado da tribo” da qual a cultura democrática e liberal — em última instância, a racionalidade — nos havia liberado foi reaparecendo de tanto em tanto devido aos terríveis líderes carismáticos graças aos quais os cidadãos voltam a ser uma massa avassalada por um caudilho.”

**– Mario Vargas Llosa,
autor do livro O Chamado da Tribo**

A marcha é lenta...

Reduções sucessivas das projeções de crescimento do PIB, que no início do ano estavam próximas de 2,5%, frustraram os ânimos de quem previa uma recuperação econômica robusta já em 2019. Juntos, a expectativa de saneamento fiscal, o efeito marginal do menor nível de juros sobre o investimento e o impulso do consumo, devido a liberação das contas do FGTS, devem levar a economia a crescer, de acordo com nossas estimativas, cerca de 1,4% em 2019, ainda sem romper com a tendência de crescimento fraco verificado nos últimos dois anos.

....mas bem direcionada.

Apesar da falta de crescimento que o PIB tem apresentado, a boa notícia é que, com a redução do investimento público, o avanço mais consistente do setor privado começa a assumir o papel de protagonista na economia. Esse movimento acontece em função do efeito *crowding in*. Na medida em que o Estado passa a diminuir seus gastos, sua presença sobre a economia real é minimizada. Consequentemente, abre-se espaço

PROJEÇÕES PIB



Fonte: BCB - Elaboração: Guide

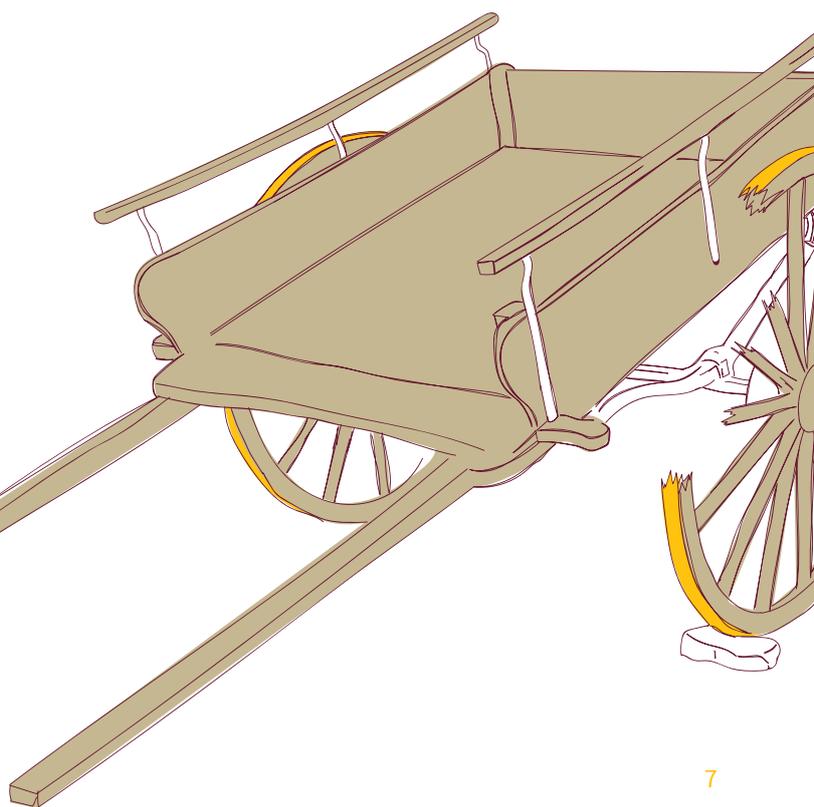
● 2019

¹ Levando em conta a PEC dos militares, o pente-fino nos benefícios do INSS e as novas normas para processos judiciais, que avançaram de forma paralela, o governo estima uma economia do total de até R\$ 1,3 trilhão em 10 anos.

para que o investimento privado tome seu lugar. Dessa forma, a economia de mercado passa a ditar a dinâmica de crescimento ao invés do gasto público elevado, que, com o passar do tempo, se mostra insustentável. Como o próprio ministro da Economia, Paulo Guedes, gosta de defender, o Brasil está no caminho de reconquistar uma dinâmica própria de crescimento econômico, caracterizada pela maior “qualidade”, que passa a ser maior e mais sustentável do que a expansão artificial que se alcança ao inflar a máquina pública.

Esas pressões que antes exigiam cuidado não pesam mais sobre os ombros da economia...

Devido à manutenção da baixa utilização da capacidade instalada da indústria e do nível elevado de desemprego, o hiato do produto, que mensura a diferença entre o PIB corrente e seu valor potencial, isto é, o condizente com a utilização máxima dos fatores de produção (trabalho, capital e terra), continua em território negativo. Por conta disto, a economia brasileira apresentou forte resistência a pressões inflacionárias em 2019. O IPCA, principal medida de inflação utilizada pelo Banco Central do Brasil (BCB) para implementar a política monetária, situou-se de forma contínua bem abaixo da meta de 4,25% do Conselho Monetário Nacional (CMN). Para o fim do ano de 2019, esperamos um IPCA mais próximo dos 4,1%. Para 2020, continuamos enxergando uma dinâmica saudável para esse indicador, que deverá encerrar o ano em 3,7%, mais próximo da meta de 4,0%. Assim, estimamos que exista espaço suficiente para que o Brasil cresça sem que haja pressão sobre os preços, o que permitirá a manutenção da Selic em patamares baixos por mais tempo.



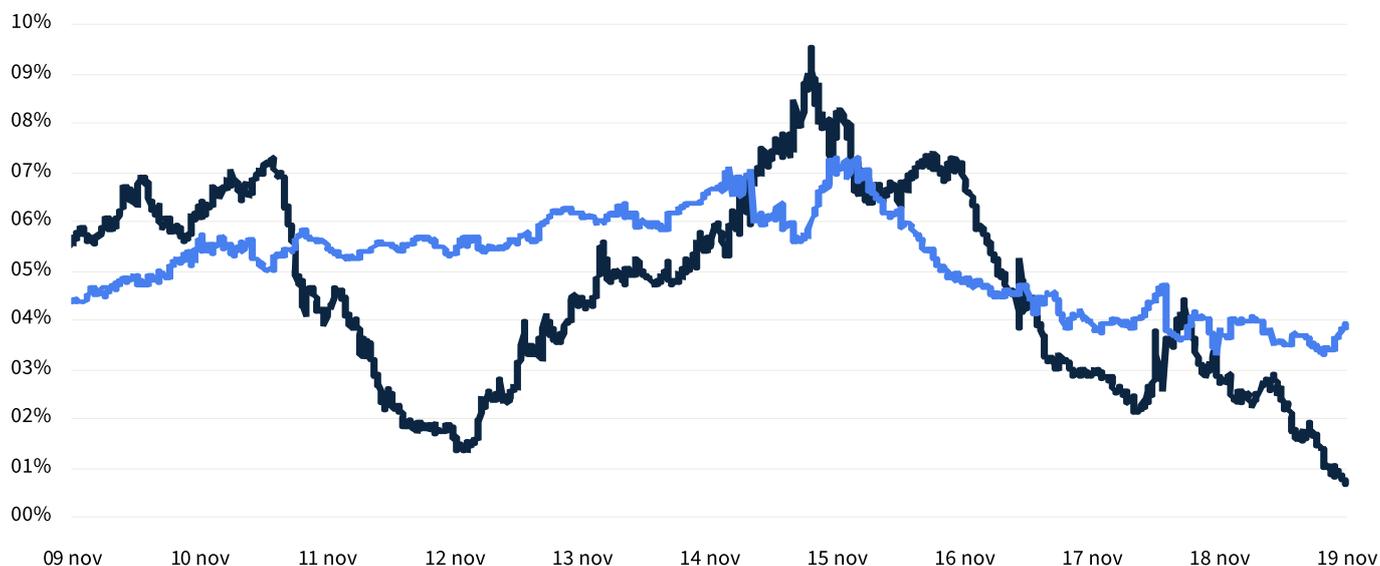
Portanto, o Copom teve espaço para testar novas mínimas da Selic...

O Copom (Comitê de Política Monetária), órgão do BCB responsável pela determinação da taxa de juros de referência, a Selic, deu continuidade aos movimentos de cortes da taxa iniciados ainda na gestão de Ilan Goldfajn, presidente da instituição durante o mandato de Michel Temer. Desde a reunião de julho, a taxa básica de juros da economia renovou quatro mínimas históricas, encerrando o ano em 4,5%. Caso o cenário de inflação baixa e de pouca resposta por parte da atividade persista, acreditamos que a Selic se mantenha em 4,50% ao longo de 2020.

...e mostrou que a paciência é necessária para se alcançar o destino desejado.

Estimamos que, com o avanço da agenda reformista do governo – grande responsável pela queda das medidas de risco-país em 2019 –, o juro real estrutural (taxa que não gera pressões inflacionárias nem restringe a expansão da economia) da economia sofrerá redução relevante, aproximando-se dos 3% no longo prazo (calculamos que hoje este número esteja em 2,5%). Em outras palavras, a economia brasileira alcançou a menor taxa real de juros da sua história, e o mais importante, de maneira sustentável. Isso fica claro quando comparamos a evolução da taxa de juros de longo prazo com a da inflação implícita.

JURO REAL EX-ANTE VS INFLAÇÃO ESPERADA



Fonte: Bloomberg - Elaboração: Guide

Em 2013, o juro real atingiu patamares baixos de forma forçada, sem levar em conta os fundamentos da economia da época, fato que resultou em um descasamento com a inflação e se tornou insustentável em pouco tempo. Ao observar essa relação nos dias de hoje, nota-se uma correlação saudável, o que indica que o BC está fazendo um bom trabalho em ancorar expectativas de inflação ao mesmo tempo em que reduz a taxa básica de juros da economia.

Uma vez lá, os benefícios são muitos...

Se mantida essa nova dinâmica, a economia brasileira só tem a ganhar, pois uma gama de benefícios que favorecem os fundamentos da economia acompanham um ambiente com juros mais baixos. Na medida em que a Selic serve como referência para todas as outras taxas de juros na economia, sua queda contínua impacta diretamente o custo do crédito, causando uma expansão do mesmo. Com o tempo, as menores taxas acompanhadas de um maior volume de crédito tendem a impulsionar o investimento e o crescimento da economia. Além disso, como muitos dos títulos emitidos pelo setor público têm seus juros atrelados à taxa, sua queda faz diminuir o custo da dívida, favorecendo os esforços atuais de redução da dívida pública. Essa dinâmica tem reflexo sobre o risco-país, que também passa a operar em queda devido à redução do peso da dívida. Por fim, taxas de juros menores, quando sustentadas por mais tempo, criam um ambiente de maior previsibilidade, componente fundamental para setores sensíveis ao alongamento da dívida, como a infraestrutura.

CDS 5 ANOS



Fonte: Bloomberg - Elaboração: Guide

E a moeda?

A cotação do real frente ao dólar apresentou alto grau de volatilidade ao longo do ano. Por um lado, as incertezas em torno da aprovação de novas reformas estruturais, assim como os quatro cortes de juros na taxa Selic, promovidos pelo Copom, fizeram com que o real cedesse terreno à divisa americana. Por outro lado, a redução consistente do risco-país (medido pelo CDS de cinco anos) que acompanhou o progresso no trâmite da reforma da Previdência e situou-se no menor patamar desde 2013 forçou um movimento na direção oposta. Não obstante, a manutenção de incertezas em torno do crescimento da economia mundial, que promovem um ambiente de dólar mais forte no mercado internacional; a instabilidade verificada na América Latina, que prejudica de forma generalizada as divisas da região; e as decepções em relação à entrada de capital estrangeiro no ano devem situar o dólar no raio de R\$ 4,00 e R\$ 4,20 no início de 2020, patamar em que acreditamos que a cotação deve se manter pela maior parte do próximo ano.



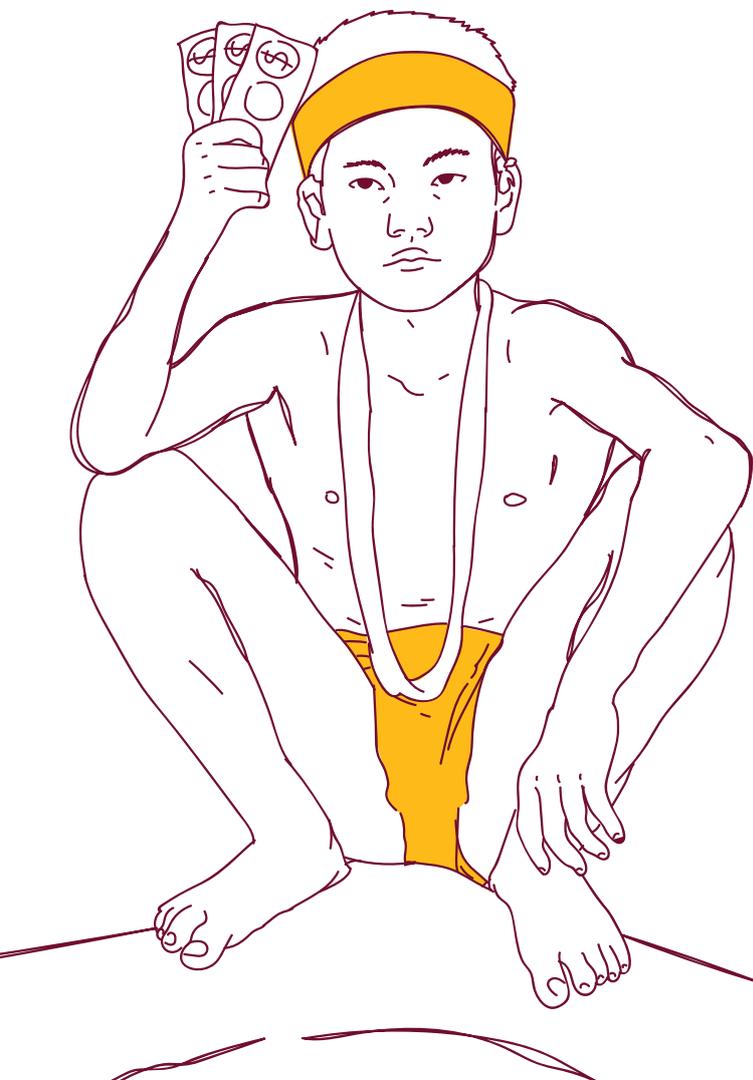
RETROSPECTIVA 2019

Enquanto isso, em tribos distantes...

O movimento de desaceleração, que assolou as economias desenvolvidas no final de 2018, continuou em 2019, e teve como principais agravantes as disputas geopolíticas envolvendo as principais economias do mundo. Nessa frente, indicadores econômicos têm apontado para perda clara de ritmo, principalmente na China e na zona do euro, aparecendo em menor grau nos Estados Unidos. Muito em função disso, as condições financeiras passaram a ficar menos restritivas ao redor de todo o globo, atividade iniciada por uma mudança de direção da política monetária nos Estados Unidos.

EUA... Na maior economia do mundo, os dados de crescimento (PIB) e de mercado de trabalho seguiram apontando para uma economia robusta que aos poucos perde fôlego, mas ainda está longe de ilustrar uma desaceleração de final de ciclo. O consumo das famílias, representante de 68% da economia americana, sustenta o crescimento do país, ainda sem dar indícios de uma reversão de quadro relevante. Apesar disso, devido ao ano repleto de incertezas que foi 2019, estas lideradas pela disputa comercial entre China e Estados Unidos, notou-se uma redução expressiva de investimentos no ano, sobretudo no setor manufatureiro. A redução do investimento, acompanhada do cenário comercial desafiador e da ausência de pressões inflacionárias relevantes, foi o suficiente para que o Fed revertesse o ciclo de alta da taxa de juros – como estava previsto no início do ano – em um novo ciclo de cortes, realizando três reduções de 0,25 p.p. ao longo de 2019. O limite superior da taxa básica de juros da economia *rate* encerra 2019 em 1,75%, sem indícios de que irá voltar a subir em 2020.

Europa... Do outro lado do atlântico, a economia continental encerra 2019 com um quadro muito mais delicado. A queda de investimento, por conta da falta de previsibilidade, e o declínio das exportações, em função do cenário comercial global mais desafiador, foram os principais responsáveis pela deterioração da economia do bloco. Na outra ponta, um maior encaminhamento do divórcio entre Reino Unido e UE contribuiria para uma melhora do ambiente de negócios, ao permitir uma maior previsibilidade das regras que serão seguidas por agentes econômicos de ambas as partes – mesmo com a aprovação final do acordo de cisão, o Reino Unido deverá permanecer em união aduaneira com a Europa em 2020.



follow on... O ano de 2019 foi repleto de altos e baixos para países emergentes. Enquanto o cenário de maior incerteza contribuiu para a fuga de capital do grupo, o afrouxamento da política monetária nas economias centrais aumentava a atratividade de ativos para investidores em busca de maiores rendimentos. De modo geral, o ano foi positivo para estes países, que tiveram, em sua maioria, redução significativa do risco-país ao longo do ano. Nesse período, três países se destacaram de forma negativa, Turquia, Argentina e Chile. O primeiro pelas inquerências econômicas e radicalismo do governo Erdogan, o segundo pela guinada de volta ao Peronismo e uma elevada probabilidade de default e o último pelas manifestações violentas que tomaram conta do país no fim do ano.

2020: Um novo caminho passa a ser trilhado...

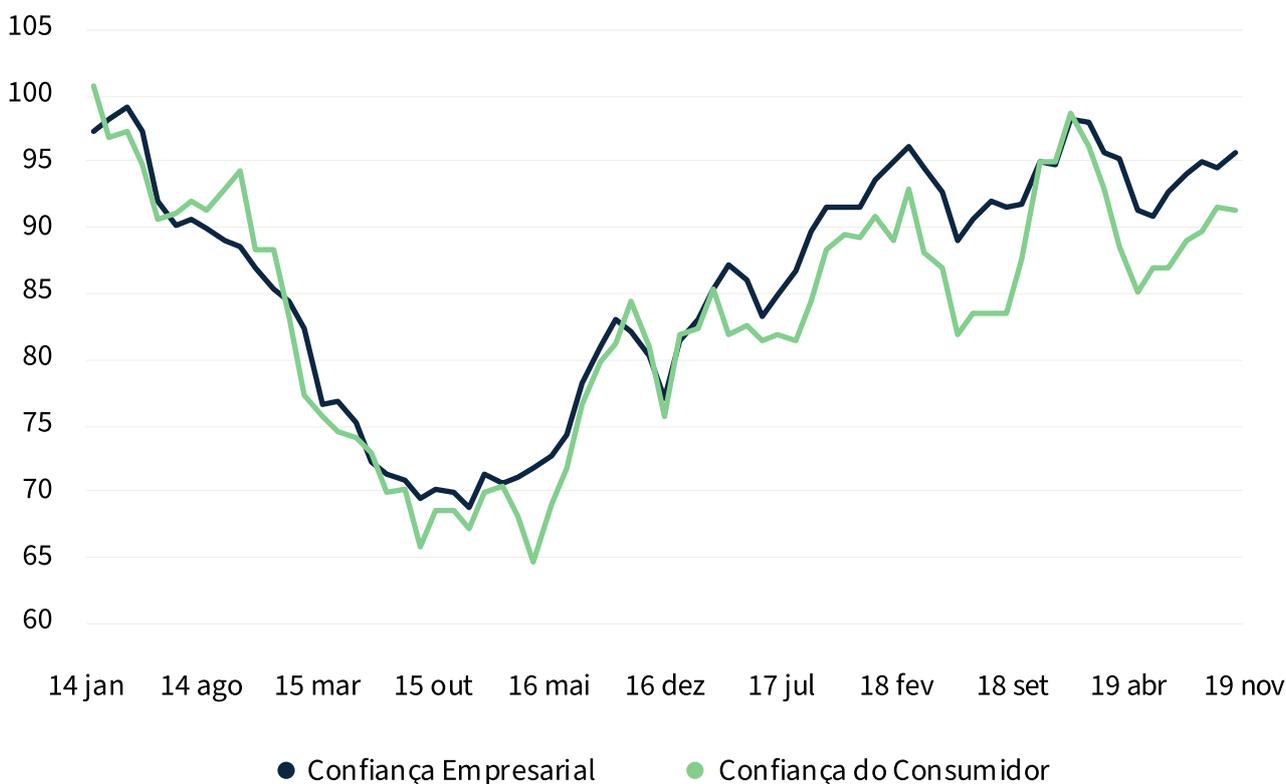
Levando em conta as mudanças relevantes que ocorreram no Brasil e no mundo em 2019, assim como nossas projeções para o ano de 2020, acreditamos que a economia brasileira irá crescer a um ritmo mais próximo de 2,2%. Essa marca, apesar de conservadora frente às projeções de mercado por considerar que existem riscos relevantes nos âmbitos doméstico e internacional, já descola da tendência que vem sendo registrada desde o fim da crise que perdurou do 2º trimestre de 2014 ao fim de 2016. Esse avanço irá derivar de maior confiança dos agentes na economia, assim como o cenário mais propício para a entrada do investimento privado, com juros reais mais baixos e com maior previsibilidade em função da aprovação de reformas estruturais.



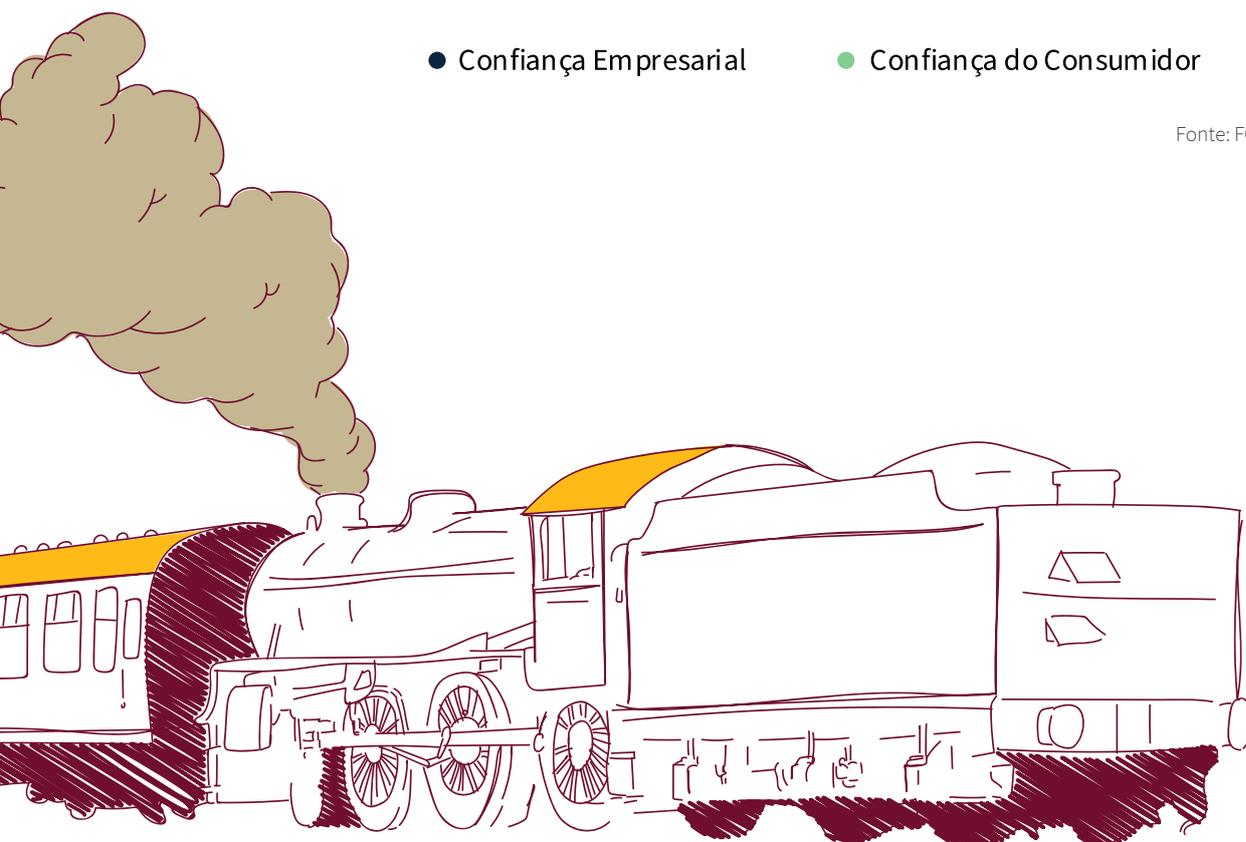
Acompanhando esse cenário de crescimento, esperamos uma recuperação gradual do mercado de trabalho, cuja taxa de desemprego deve encerrar o ano mais próxima de 10,0%. Com maior destaque, esperamos uma reação mais expressiva do emprego formal no ano, dando sequência ao movimento iniciado nos últimos meses de 2019 – como mostrado pelos dados do Caged (Cadastro Geral de Empregados e Desempregados).

Apesar das perspectivas favoráveis, como já foi supracitado, os riscos são diversos, concentrados na esfera política no Brasil e nas esferas econômicas e geopolíticas no resto do mundo.

ÍNDICE DE CONFIANÇA (FGV)



Fonte: FGV - Elaboração: Guide



RISCOS INTERNACIONAIS

Lá fora, a única certeza é que prevalecerá o duelo entre duas grandes forças da natureza...

As projeções para a taxa de crescimento mundial foram, ao longo de 2019, revistas subsequentemente. No início do ano, o FMI previa um crescimento de 3,5% do PIB mundial, número que foi revisado para 3% em seu último relatório. Essas revisões, naturalmente, incorporaram as tensões geopolíticas que assolaram, as expectativas, e por consequência, as decisões de agentes econômicos no mundo todo. De modo mais específico, a elevada incerteza junto à imposição de tarifas sobre bens de consumo e de capital resultou em uma desaceleração do setor manufatureiro em escala global, impulsionada pelo fraco volume do comércio internacional.

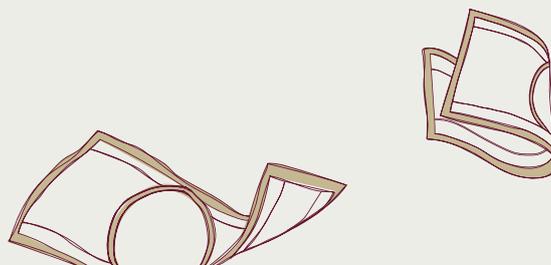
O crescimento previsto de 3% para a economia global, porém, sustentou-se apenas na medida em que levou em conta as quedas de juros promovidas pelos bancos centrais nas principais economias do mundo, assim como a melhor perspectiva em torno do desfecho da Trade War. De especial importância estão os três cortes de juros promovidos pelo Fed, realizados com o intuito de sustentar o ciclo de expansão da economia americana, assim como a decisão do Banco Central Europeu de cortar juros e retomar a prática de afrouxamento quantitativo (compra de títulos públicos e privados), em uma última tentativa de reerguer a economia europeia. Nas estimativas do FMI, o crescimento global seria 0,50 p.p. menor na ausência de políticas econômicas desta natureza. Para 2020, as perspectivas são mais positivas, com um crescimento estimado de 3,4%, mas será necessária a cooperação entre formuladores de política monetária e governos ao redor do mundo, assim como uma trégua entre as duas maiores potências econômicas do planeta, para que a estimativa não sofra novas revisões baixistas.



EUA

Invariavelmente, as incertezas em torno da disputa comercial continuarão condicionadas as decisões de investimento e produção das firmas norte-americanas. O Índice de Gerentes de Compra (PMI, em inglês), que incorpora as expectativas dos produtores com relação à estabilidade da conjuntura econômica, operou em queda ao longo de praticamente todo 2019. Por mais que uma maior estabilidade das expectativas tenha sido alcançada devido à costura da “fase um” do acordo no curto prazo e do crescimento do mercado de trabalho a níveis não vistos desde 1969, a manutenção das tarifas que já vigoram no comércio entre as duas maiores economias mundiais configura um cenário de longo prazo mais desafiador. Assim, acreditamos que um entendimento mais abrangente terá de ser alcançado para que o quadro atual de desaceleração econômica seja revertido.

Entendemos, porém, que Trump deve, ao longo de 2020, executar relevantes esforços para tratar de garantir um acordo mais abrangente, uma vez que pretende se reeleger nas eleições presidenciais que vão ocorrer ao final do ano. A persistência do comportamento errático e incoerente, que o presidente americano tem demonstrado desde que tomou posse, não será útil devido à restrição temporal imposta pela proximidade das eleições presidenciais. Caso não haja progresso, é muito provável que Trump seguirá travando batalhas em duas frentes, pressionado simultaneamente pelo processo de impeachment que avança no Congresso americano.





Reino Unido

O principal risco político que assolava o território britânico – o de um Brexit sem acordo – perdeu relevância no fim do ano de 2019. Após uma série de esforços políticos, Boris Johnson, premiê britânico, costurou um acordo junto à União Europeia que tornou tal risco virtualmente inexistente. Devido a desentendimentos em Westminster no tocante à análise da proposta, porém, o divórcio entre o Reino Unido e a União Europeia não pôde ser executado antes do 31 de outubro, data que estava prevista para a saída quando Johnson tomou posse. De qualquer maneira, a vitória expressiva de Boris Johnson e do Partido Conservador nas eleições gerais convocadas em dezembro parece ter encaminhado a questão a um desfecho antes do dia 31 de janeiro de 2020.



Europa

O principal desafio do velho continente será reverter o quadro de desaceleração que tomou conta da sua economia em 2019. Um importante risco que identificamos é até que ponto as diferentes nações do bloco tem espaço fiscal para executar uma expansão dos gastos públicos para alavancar o crescimento econômico, medida que tem sido defendida pelo agora ex-presidente do BCE, Mario Draghi, há algum tempo. Sabe-se que uma expansão de gastos é viável na medida em que não torna a dinâmica do endividamento público explosiva. Para que isso não ocorra, a taxa de crescimento da economia deve exceder a taxa real de juros. Como muitas das economias têm taxas de crescimento positivas e taxas de juros reais (taxa nominal descontada a inflação) negativas, uma expansão dos gastos não colocaria a dívida em trajetória explosiva. O risco, porém, é que caso uma deterioração econômica induza taxas de crescimento negativas, a ausência de superávits primários (que é o caso com a maioria dos países da zona, com exceção da Alemanha e da Holanda) reverteria essa tendência, ocasionando, possivelmente, mais uma crise da dívida sobre os países da região.





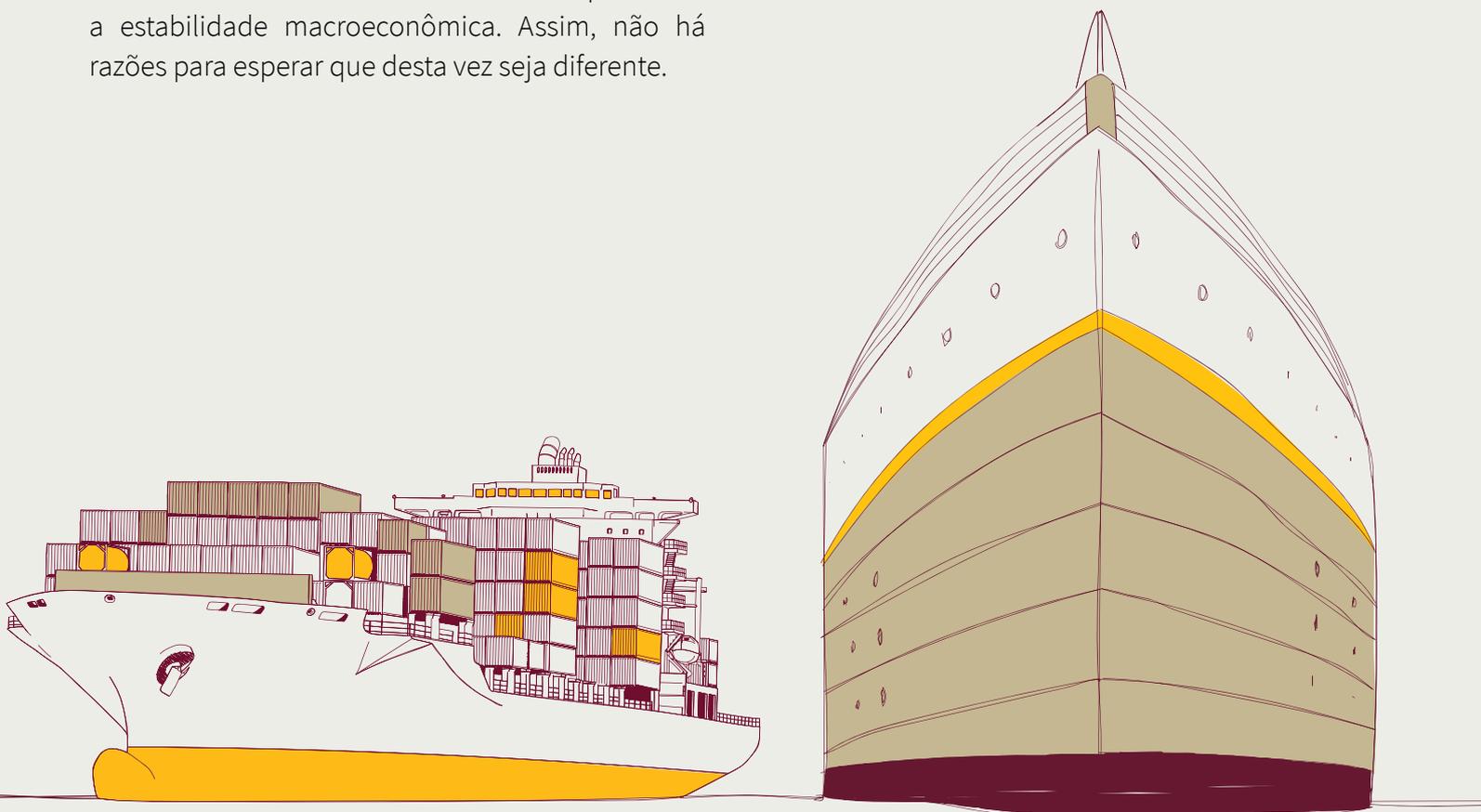
Argentina

A começar pela Argentina, as perspectivas são sombrias devido à falta de responsabilidade fiscal. Com a tomada de poder pelos peronistas, o tão necessitado ajuste das contas públicas, essencial para a retomada do crescimento e queda da taxa de inflação, certamente será colocado em último plano. Alberto Fernández, o novo presidente, já anunciou uma gama de medidas que visam elevar os salários - via pacto com os diferentes setores da economia -, a quantidade de planos sociais e os gastos com aposentadorias. Além disso, o governo anunciou um novo imposto sobre exportações como forma de bancar gastos adicionais, além do imposto sobre a compra de dólares no exterior, de forma a arrecadar recursos ao mesmo tempo em que controla o câmbio. Historicamente, medidas como essas mostraram-se ineficazes em promover a estabilidade macroeconômica. Assim, não há razões para esperar que desta vez seja diferente.



Chile

A agitação civil que tem contaminado tanto a sociedade chilena quanto seus próprios ativos de risco deve continuar promovendo instabilidade na virada do ano. A falta de consenso entre os manifestantes e o governo federal não aparenta estar próxima de um fim. A tão desejada reforma constitucional, que na visão dos manifestantes deveria abordar diretamente os temas relacionados à desigualdade econômica e ao sistema previdenciário, continua caracterizada pela indefinição. Em função disto, o peso chileno, que renovou sua menor cotação na história contra o dólar, deve seguir pressionado no início de 2020, e o BC chileno deve manter a intervenção no mercado cambial na tentativa de conter a dinâmica depreciativa da moeda local.





Bolívia e Venezuela

Na esteira dos eventos que têm ocorrido no Chile, a Bolívia e Venezuela também passam por momentos característicos no que tange à reformulação de suas estruturas políticas. Na Bolívia, a saída de Evo Morales e a rejeição da sua visão estatizante que colocou Jeanine Áñez como presidente incumbente deve continuar gerando volatilidade adicional nos mercados emergentes latino-americanos. A renúncia de Morales, porém, também deve criar, ao longo do tempo, maior movimento de pressão por parte das forças de direita em atual formação no país venezuelano. O líder da oposição, Juan Gaidó, já fez referência à “brisa democrática que vem da Bolívia.”

“O liberalismo é uma doutrina que não tem respostas para tudo, como pretende o marxismo, e admite em seu seio a divergência e a crítica, a partir de um corpo pequeno, mas inequívoco, de convicções. Por exemplo, de que a liberdade é o valor supremo e de que ela não é divisível e fragmentária; é uma só, e numa sociedade genuinamente democrática deve se manifestar em todos os domínios — o econômico, o político, o social, o cultural.”

– Mario Vargas Llosa,
autor do livro *O Chamado da Tribo*



RISCOS BRASIL

Aqui, o chamado vem de dentro das fronteiras...

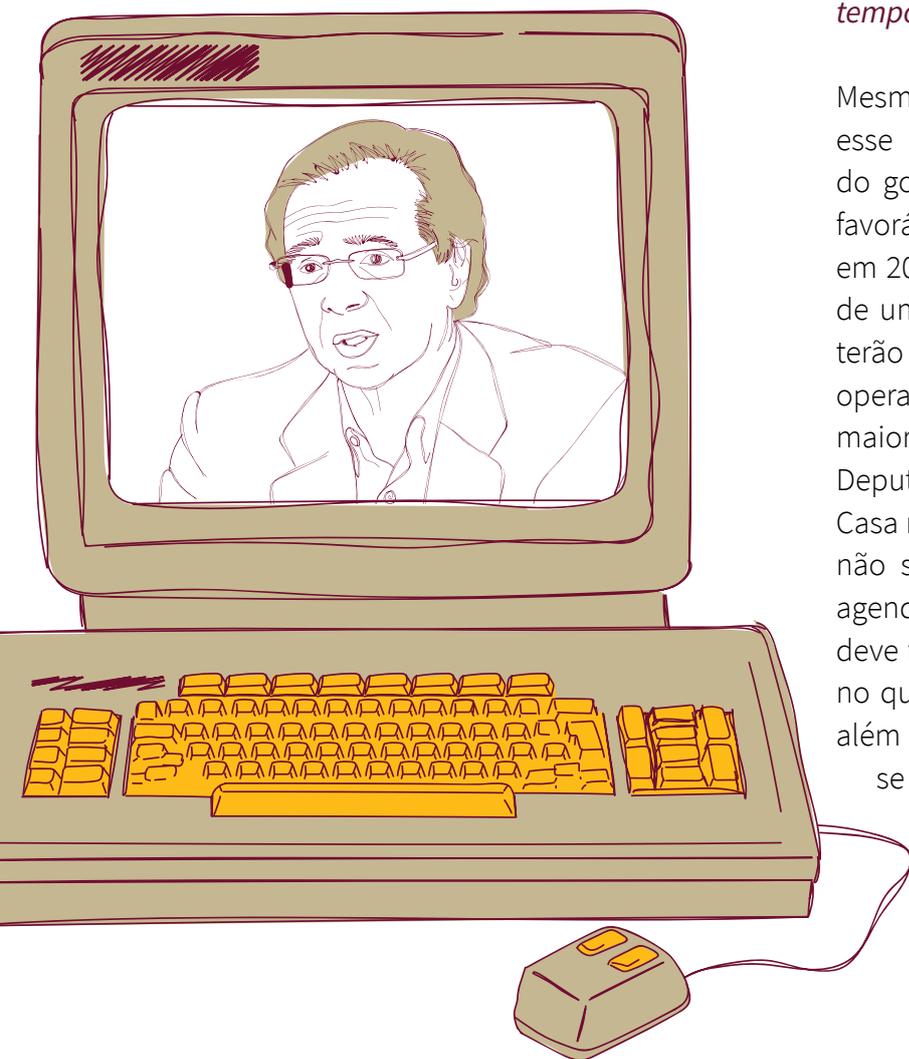
Os riscos do Brasil continuam concentrados na esfera política, pois a melhora do desempenho da economia seguirá dependente da continuidade do avanço da agenda reformista do governo no Congresso. Apesar de ter aprovado com folga a reforma da Previdência, resta uma pauta extensa de medidas para que a agenda de retomada de crescimento sustentável do Ministro Paulo Guedes comece a surtir efeito sobre a economia real.

Os planos de mudança são ambiciosos...

Os principais pontos da agenda do ano que vem serão os itens previstos no pacote de ajuste fiscal pós-previdência do Ministério da Economia, o projeto “Mais Brasil”. Visto que a reforma da Previdência, apesar de ser de extrema importância para salvar as contas públicas do governo, não imprimirá um efeito relevante nos próximos anos, as três PECs (Extinção de Fundos, Pacto Federativo e Emergencial) contidas no projeto buscam a sustentabilidade do teto de gastos e a recuperação da capacidade de investimento ao ampliar o espaço de manobra do setor público no curto prazo. A Emergencial e a Federativa serão as mais providenciais nesta frente, pois aprovisionarão os entes da federação com mais instrumentos para conter despesas obrigatórias em caso de desequilíbrio dos indicadores da Regra de Ouro (lei que impede que o governo contraia dívida para pagar despesas correntes). Uma vez aprovadas, um desequilíbrio dos indicadores da Regra de Ouro, como foi observado em 2019, permitirá a adoção automática de uma série de medidas para conter as despesas obrigatórias.

“É mais um capítulo: desvinculação, desobrigação, desindexação. Descarimbar o dinheiro. Devolver os orçamentos públicos para a classe política. Hoje o Brasil é gerido por um software. Está tudo carimbado. Já está escrito quanto será gasto em educação, saúde, com salários.”

– Paulo Guedes, ministro da Economia



Dentre essas medidas, estão aquelas contidas na PEC do teto dos gastos, como a que veda aumentos de custos com pessoal, criação e elevação de despesas obrigatórias e concessão de benefícios tributários. Além disso, será possível suspender por dois anos progressões e promoções, sem alterações de atribuições, dos servidores públicos, e será permitida a redução da jornada de trabalho, em até 25%, com redução proporcional da remuneração. Adicionalmente, será possível aplicar um quarto do montante economizado na contenção das despesas obrigatórias, nestes dois anos, em obras de infraestrutura.

...mas o chamado da tribo já é perseguido por algum tempo...

Mesmo com a presença de um senso de urgência, esse novo conjunto de reformas exigirá cautela do governo. Na nossa visão, a situação continua favorável para o avanço das reformas entrando em 2020, ano de eleições municipais, mas na falta de uma base de apoio consistente no Congresso, terão de ser superadas diversas dificuldades operacionais pelo caminho. Como de costume, o maior desafio deve ser encontrado na Câmara dos Deputados, após a passagem pelo Senado, pois é a Casa mais fragmentada e dificilmente as propostas não sofrerão alterações. Junto a isso, a extensa agenda de reformas contidas no projeto Mais Brasil deve ter poucos avanços em 2019, principalmente no que tange a Emergencial, que deve se arrastar além do 1º semestre de 2020. Caso essa projeção se concretize, haverá pouco tempo para que possam começar a ser analisadas outras reformas de extrema importância, como a tributária e a administrativa.

... e apesar dos ventos favoráveis...

Dois fatores, inexistentes em 2019, devem favorecer o avanço da pauta fiscal de 2020. Primeiro, o amadurecimento do relacionamento entre o Executivo e o Congresso. Durante 2019, o governo escalou uma íngreme curva de aprendizado, marcada por desentendimentos entre o presidente e a sua equipe e o Congresso. Após um período inicial marcado pelo atrito, o presidente, que, apesar de passar décadas na Câmara dos Deputados, nunca protagonizou a articulação entre os três poderes, entendeu a importância de harmonizar o convívio com o Legislativo e o Judiciário. As falas do presidente da Câmara dos Deputados, Rodrigo Maia, registraram essa evolução. Em junho, Maia chamou o governo de “usina de crises”. Já em novembro, declarou que tinha “zero” razões para reclamar sobre o diálogo com o Executivo.

O segundo fator que trabalha em favor das reformas do Executivo é a retomada do crescimento econômico. Diferente do ocorrido em 2019, quando as perspectivas de crescimento minguavam a todo mês que passava, em 2020, a economia deve fortalecer o presidente e confirmar a efetividade da sua agenda reformista, apesar de ainda não ter exercido grande impacto sobre o ritmo de crescimento do PIB. O fato de a nova Previdência ter sido promulgada pouco mais de um mês antes do resultado encorajador do PIB do terceiro trimestre cria uma forte correlação psicológica entre o avanço das reformas e a retomada da economia.

... levará tempo para que se acabem os vestígios deixados ao longo dos anos

Apesar das iniciativas tomadas pelo governo em 2019 para ajustar as contas públicas, a dinâmica explosiva da dívida herdada de governos anteriores ainda assola o Brasil. Estimamos que o déficit

primário do governo encerre o ano em R\$ -102 bilhões, ante R\$ -120 bilhões do ano passado; melhora devida principalmente ao forte controle sobre despesas, principalmente as discricionárias, e pela contribuição relevante de receitas não administradas (aprox. R\$ 240 bilhões) – o que configura um ajuste fiscal de baixa qualidade por não ser sustentável no médio e longo prazo.

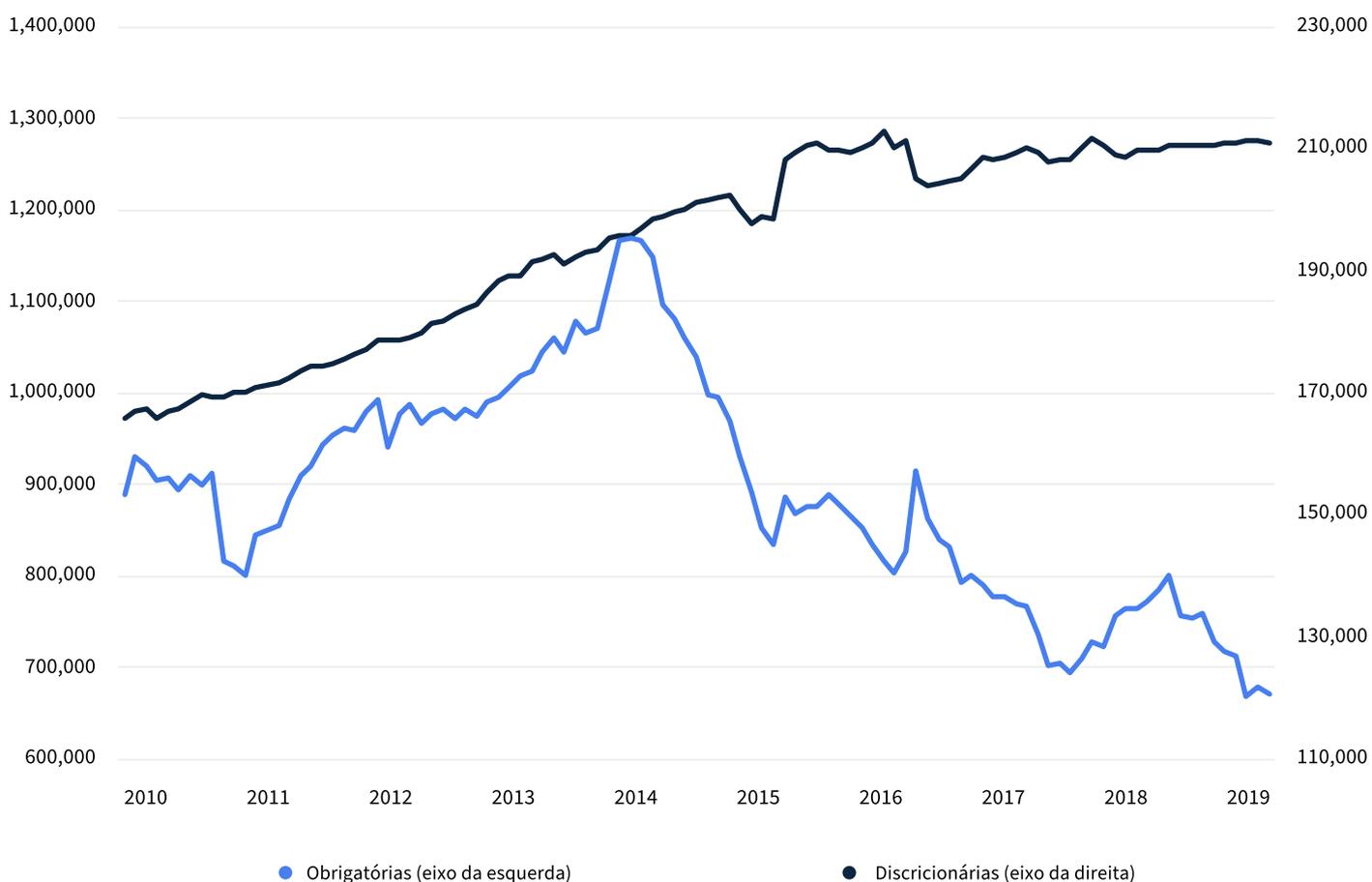
Em função disso, o natural é que a expansão das despesas primárias obrigatórias – principal responsável pelo desequilíbrio das contas brasileiras –, além das discricionárias com execução mínima (saúde e educação), continuem comprimindo as despesas discricionárias para que o teto de gastos³ seja respeitado. Sem a aprovação das medidas de ajuste adicionais trazidas no plano Mais Brasil, com base no cenário traçado pelo Instituição Fiscal Independente (IFI), a manutenção do teto de gastos se tornará insustentável já em 2021. Isso acontecerá uma vez que a margem fiscal⁴ ficar menor do que o nível mínimo para a realização de despesas essenciais para o funcionamento da máquina pública – hoje em torno dos R\$ 80 bilhões (IFI).

Para 2020, o risco de descumprir o teto de gastos é mínimo, com margem fiscal de cerca de R\$ 90,7 bilhões, mais de 10% acima do mínimo necessário. No ano seguinte, a situação é diferente, com margem fiscal estimada em R\$ 69 bilhões (<90% do mínimo necessário estimado). Caso essa projeção se confirme, uma série de gatilhos seriam acionados para a contenção dos gastos obrigatórios, congelando as despesas com pessoal a partir de 2022. Do ponto de vista das contas públicas, as medidas serão benéficas; em contrapartida, os novos cortes poderão paralisar um sistema público já ineficiente, gerando pressões políticas e atrapalhando a dinâmica de crescimento da economia.

³Lei que estabelece que as despesas da União não podem crescer mais além da variação da inflação acumulada em 12 meses.

⁴Margem calculada pela diferença entre o teto de gastos + o conjunto de despesas discricionárias com execução mínima obrigatória (Saúde e Educação).

DESPESAS DISCRICIONÁRIAS E OBRIGATÓRIAS FEDERAIS ACUMULADAS EM 12 MESES (R\$ BILHÕES - A PREÇOS DE AGO/19)*



*Ajuste em Set/2010 para neutralizar o efeito das despesas de capitalização da Petrobras ocorridas naquele período.
Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

A velocidade de retomada também é fator crucial...

Outro fator que será crucial para o sucesso na implementação de novas medidas pela equipe econômica será o ritmo de crescimento da economia em 2020, pois uma retomada mais lenta do que a esperada tem o potencial de dificultar a aprovação de novas medidas de austeridade. O ambiente turbulento trazido à tona pelo contexto de forte polarização política na América do Sul contribui para esse fator – autoridades do governo já estudam medidas para apaziguar ânimos em

caso de manifestações, como um aumento nos benefícios do programa Bolsa Família.

Para o ano que vem, esperamos um crescimento do PIB na ordem de 2,2%, patamar que acreditamos que permitirá uma retomada mais significativa da confiança na economia do país, e em troca possibilitará ao governo dar sequência a agenda do plano Mais Brasil, além da adoção de medidas que visam impulsionar a própria produtividade. Dentre essas medidas estão uma série de mudanças nas Normas Regulatórias do trabalho, cujo objetivo é incentivar a retomada do mercado de trabalho

ao desonerar o ente empregador – seja por encargos ou por uma redução do risco jurídico –, e as modificações que serão trazidas pela reforma tributária⁵, uma vez que o sistema brasileiro exige 10x mais tempo das companhias para o pagamento de impostos em relação aos nossos pares emergentes (Fonte: Banco Mundial).

... pois sem ela o viajante poderá ficar pelo caminho

Em suma, caso a economia brasileira se mantenha no estado anêmico que tem sido verificado nos últimos anos, esperamos maior resistência política às reformas fiscais ao mesmo tempo em que o debate em torno de se a equipe econômica deve ou não recorrer a estímulos se intensificará. Junto a isso, o governo Bolsonaro tem outros obstáculos a superar no ano que vem, pois, além de não ter base consolidada no Congresso, está no processo de formação do novo partido (o Aliança pelo Brasil), e ainda precisa enfrentar o desafio de arrecadar assinaturas para garantir a participação nas eleições municipais de 2020.



⁵ Sobre a reforma tributária: A reforma tributária ganhou devida atenção este ano principalmente em função de suas implicações microeconômicas. O empresário brasileiro, além de pagar alíquotas similares a países desenvolvidos, enfrenta um sistema de alta complexidade, que tem um ônus administrativo relevante em diversos setores (Gráfico BM e Comp de alíquotas). Por mais ampla que a reforma seja, seu atual nível de desenvolvimento foca na implementação do IBS, um imposto único que incide sobre o valor agregado da produção. Esta característica altamente desejável elimina a incidência do imposto em cascata, reduzindo a distorção de preços relativos que nosso complexo e atual sistema causa. De forma simples, com a implementação do IBS, firmas deixarão de pagar tributos sobre tributos, recebendo, em troca, créditos fiscais ao longo da cadeia produtiva e fazendo com que o valor do tributo incida somente sobre a ponta final: o consumidor. Os benefícios são claros: maior previsibilidade e simplificação junto a uma menor desigualdade e insegurança jurídica. No médio prazo, a produtividade da economia deve aumentar devido à redução das distorções alocativas que a congruência entre estes quatro benefícios acaba causando.

MERCADO ACIONÁRIO

Seguimos com uma visão positiva para o mercado acionário e em relação aos ativos de risco. O cenário permanece favorável, com as medidas da equipe econômica beneficiando o crescimento do lucro das empresas, melhoria no ambiente econômico, retomada da confiança do consumidor e dos empresários e avanço nos investimentos privados. Apesar da decepção com o resultado do PIB em 2019, que começou o ano com expectativa de crescimento ao redor de 2,5% e encerra com crescimento modesto (próximo a 1%), esperamos que no ano de 2020 o crescimento da economia brasileira volte a acelerar, em função: (i) taxa SELIC em patamares historicamente baixos, privilegiando a realização de investimentos pela iniciativa privada; (ii) aprovação das reformas estruturais do governo, melhorando a produtividade e o ambiente econômico; (iii) queda na taxa de desemprego, com o aumento dos investimentos e expansão do setor imobiliário; (iv) continuidade ao ajuste fiscal, principalmente com relação a estados e municípios; e (v) perspectiva de privatização de companhias estatais.

Nesse contexto, projetamos em nosso cenário base o índice Ibovespa ao redor dos 134 mil pontos até o final de 2020. O índice nesse patamar representa um

lucro projetado das companhias presentes no índice de 10300, crescimento de 22% em relação a 2019, e um múltiplo P/L (Preço/Lucro) médio de 13x.

Projeções: Guide Investimentos.

Como posicionar-se na bolsa este ano?

O nosso portfólio para 2020 combina ativos com a perspectiva: (i) retomada do crescimento econômico, principalmente o consumo das famílias; (ii) ativos sensíveis a um cenário de dólar em patamares elevados; (iii) perspectivas de melhora no comércio internacional, favorecendo as companhias exportadoras; (iv) empresas relacionadas à perspectiva de aumento de investimento em infraestrutura e saneamento; (v) estatais com potencial de valorização em meio a melhoria de governança ou privatização.

Entre os riscos: (i) interrupção da agenda de reformas; (ii) manutenção do crescimento econômico brasileiro em patamares anêmicos; (iii) desaceleração das economias desenvolvidas globais; (iv) acirramento das disputas comerciais mundiais. Em todo caso, buscamos um balanceamento do portfólio entre companhias vinculadas ao ambiente doméstico e também ao cenário internacional, além de selecionar empresas com grande potencial de valorização, com momentum favorável.

“Os grandes inimigos do livre mercado são os privilégios, o monopólio, os subsídios, os controles, as proibições”

**– Mario Vargas Llosa,
autor do livro O Chamado da Tribo**



CARTEIRA ANUAL 2020

B3 ON (B3SA3)

Sustentamos nossa recomendação: (i) crescimento no volume negociado em todos os segmentos, em função do aumento do número de investidores e manutenção da Selic em patamares historicamente baixos; (ii) cenário positivo para mercado de capitais, com perspectiva de crescimento no número de operações (IPOs e *follow on*); (iii) posicionamento dominante em derivativos, ações, câmbio, renda fixa e produtos de balcão; (iv) desenvolvimento de novos produtos e serviços em linha com as exigências dos investidores brasileiros, cada vez mais qualificados.

Banco do Brasil ON (BBAS3)

Sustentamos nossa recomendação: (i) melhora na gestão de custos e despesas; (ii) tendência de queda das provisões para perdas de devedores duvidosos; (iii) avanço na rentabilidade (ROE) do banco, em linha com os pares privados; (iv) avanço do banco na parceria com o UBS para atuação em mercado de capitais deve impulsionar os resultados desse segmento; (v) *valuation* atrativo em relação aos bancos privados (P/L de 7,0x em 12 meses, enquanto a média do setor é negociada em torno de 11x)

BRF ON (BRFS3)

Sustentamos nossa recomendação: (i) avanço do plano de reestruturação operacional da empresa; (ii) continuidade no foco de desalavancagem financeira, melhorando sua estrutura de capital; (iii) cenário favorável para os preços de proteína no âmbito global, em função das consequências da gripe suína africana e habilitação de plantas frigoríficas brasileiras para a exportação.

Centauro ON (CNTO3)

Sustentamos nossa recomendação: (i) continuidade no ritmo de expansão de lojas e conversão da rede para o modelo G5, com foco em uma melhor experiência de compra para o cliente; (ii) continuidade no crescimento robusto através do modelo omnicanal, por meio da captação de dados e informações a respeito do comportamento de compra dos clientes; (iii) nível de satisfação do cliente em patamares elevados (NPS de 83); (iv) ganhos de escala com o aumento do número de lojas e gestão eficiente dos custos e despesas.

Cyrela ON (CYRE3)

Sustentamos nossa recomendação: (i) em função da expectativa de uma recuperação mais acelerada da rentabilidade dos *players* de média/alta renda, com Cyrela contando com um *valuation* atrativo (BF P/VC de 2,2x vs 2,4x de EZTC3; e BF P/L de 19,7x vs 26,9x de EZTC3); (ii) por conta o potencial de forte geração de caixa, fruto do maior número de lançamentos, crescimento nos volumes vendidos de estoques e quedas nos distratos; (iii) pela velocidade das vendas (VSO) em patamares elevados; (iv) por conta do grande potencial de novos lançamentos, com banco de terrenos estrategicamente localizados e execução do management consistente.

Petrobras PN (PETR4)

A estatal segue com seu planejamento estratégico com o foco (a) na redução da alavancagem financeira; (b) em maiores investimentos futuros (em exploração e produção) e significativo corte de custos operacionais; (c) e na perspectiva de aumento no pagamento de dividendos a partir de 2021. Assim, a empresa deve continuar a se beneficiar: (i) do processo de vendas de ativos; (ii) da melhora operacional, com ganhos de eficiência e produtividade; e (iii) da contínua desalavancagem financeira.

Rumo ON (RAIL3)

Sustentamos como recomendação do ativo: (i) pelas sinalizações de incentivo às concessões por parte do governo; (ii) pela melhoria nas margens da companhia com ganhos de escala da operação e gestão eficiente de custos, principalmente combustível; (iii) pela expectativa de continuidade no ciclo de crescimento nos volumes de grãos nos próximos trimestres; e (iv) pelo potencial de sinergias dos investimentos estratégicos na Malha Sul, Projeto Sorriso e Araucária. Vale comentar, ainda, que o aumento nos preços dos fretes rodoviários também pode acelerar, e beneficiar, o transporte de grãos via ferrovias.

Sabesp (SBSP3)

Sustentamos nossa recomendação: (i) pela perspectiva de sua privatização, dada a expectativa de menor interferência política em suas decisões, alinhando seus objetivos à indústria, com melhora de governança e administração. Ainda assim, vale notar que a privatização depende da aprovação do novo marco regulatório do setor de saneamento no Brasil, permitindo que os municípios, responsáveis pelo saneamento, assinem contratos com empresas privadas; (ii) porque a companhia segue capturando os ganhos da maior eficiência operacional, com aumento de margens e controle dos custos; (iii) pela recuperação de volume e margens; e (iv) pelos níveis maiores de dividendos devido a expectativa de forte geração de caixa.

Suzano (SUZB3)

Sustentamos nossa recomendação, em função: (i) da expectativa de recuperação do ciclo nos preços da celulose no médio prazo, com normalização da oferta e retomada do consumo; (ii) da contínua redução do custo caixa de produção da companhia, em função da execução consistente da gestão; (iii) de sinergias, após aquisição da Fibria (90% dos R\$ 10 bilhões com previsão para 2020); (iv) do dólar em patamares mais elevado, que contribui para os ganhos da indústria; e (v) por fim, da ausência de aumento de capacidade por novos projetos no curto prazo deve contribuir para a retomada do setor.

Via Varejo (VVAR3)

Sustentamos nossa recomendação: (i) porque a recuperação da confiança do consumidor e retomada do consumo, principalmente nas classes C e D devem ser o principal driver para a companhia; (ii) porque o valuation atrativo em relação aos principais pares (Magazine Luiza e B2W); (iii) porque o processo de *turnaround* sob a gestão Klein segue apresentando seus primeiros resultados, com expectativa de maior integração entre lojas e digital (omnicanalidade), melhoria na gestão logística, expansão do marketplace, crescimento nas margens e expectativa de geração de caixa positiva para 2020.

COMO FOI EM 2019...

Peso	Ticker	Empresa	Setor	28-Dec-18	30-Dec-19	Varição 2019	Contribuição
10%	EVEN3	Even	Construtora	R\$ 6,00	R\$ 15,56	159,33%	15,93%
10%	ECOR3	Ecorodovias	Concessão & Logística	R\$ 9,38	R\$ 16,30	73,77%	7,38%
10%	B3SA3	B3	Financeiro	R\$ 26,05	R\$ 42,62	63,62%	6,36%
10%	EGIE3	Engie	Energia	R\$ 31,88	R\$ 50,80	59,35%	5,94%
10%	BTOW3	B2W	Varejo	R\$ 41,53	R\$ 62,86	51,35%	5,13%
10%	PETR4	Petrobras	Petroleo e Gás	R\$ 21,95	R\$ 30,18	37,48%	3,75%
10%	BBAS3	Banco do Brasil	Financeiro	R\$ 44,15	R\$ 52,82	19,65%	1,96%
10%	PCAR4	Pão de Açúcar	Varejo	R\$ 80,20	R\$ 87,65	9,30%	0,93%
10%	VALE3	Vale	Mineração	R\$ 49,68	R\$ 53,30	7,28%	0,73%
10%	CVCB3	CVC	Consumo	R\$ 60,57	R\$ 43,80	-27,68%	-2,77%

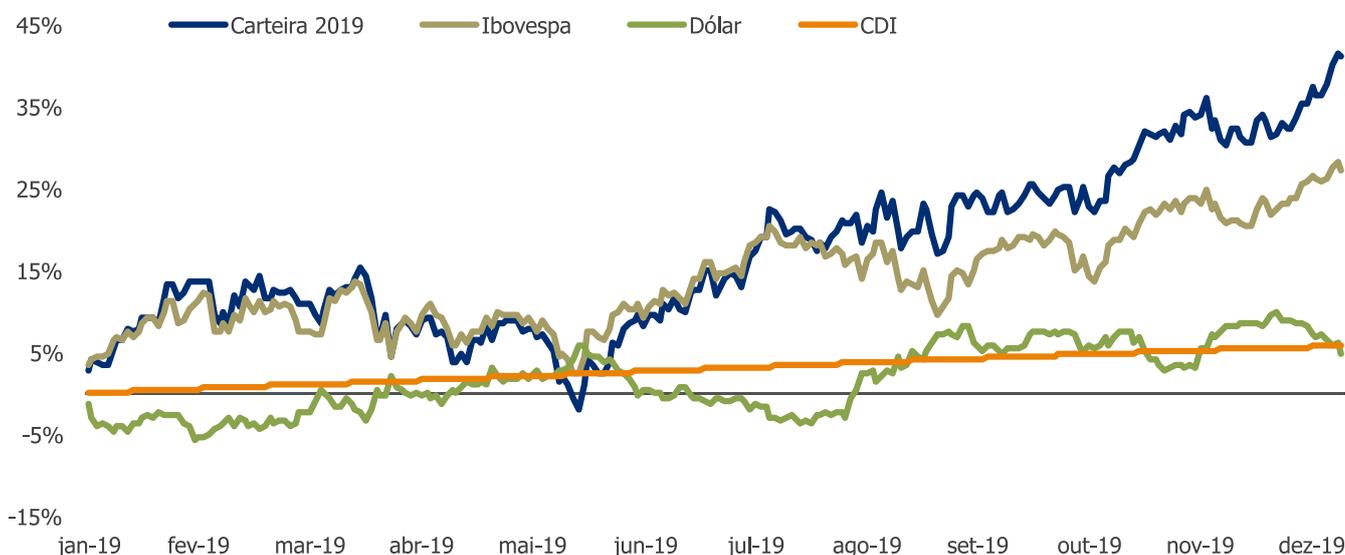
Carteira 2019	45,34%
Ibovespa	31,58%
Diferença	13,76%

Ibovespa	87.887	115.645	31,58%
-----------------	--------	---------	--------

A nossa carteira anual 2019 foi estruturada com base no planejamento da equipe econômica do governo Bolsonaro. Com expectativa do andamento da agenda de reformas, principalmente a previdenciária, continuidade do ciclo de corte na taxa de juros, contribuindo para uma redução da percepção de risco país. Por outro lado, a perspectiva de uma aceleração no crescimento econômico ainda não se concretizou no último ano. Do exterior, as negociações sobre as disputas comerciais e a retomada de políticas monetárias mais acomodáticas estimularam as bolsas globais.

Dentre os ativos que compunham o nosso portfólio, incluímos alguns papes mais correlacionados a atividade doméstica, balanceando com ações defensivas e também empresas relacionadas ao cenário externo.

Entre os destaques positivos, Even, B3, Ecorodovias, Engie se beneficiaram da continuidade do movimento de queda da taxa Selic. Além disso, Petrobras e B2W, Banco do Brasil, Pão de Açúcar e Vale também apresentaram valorização no período. No lado negativo, apenas as ações da CVC apresentaram desvalorização, em meio a dificuldades no setor de aviação.



Fonte: Bloomberg - Elaboração: Guide

Victor Beyruti Guglielmi
Economista

Luis Flavio Chapadeiro de Castro Sales - CNPI*
Analista de Equities

RESEARCH

research@guideinvestimentos.com.br

Conrado Magalhães
Analista político

Alejandro Ortiz Cruceno
Equipe econômica

DIAGRAMAÇÃO E ILUSTRAÇÕES

Felipe Nascimento Veríssimo
Jonas Fernandes Manha Junior
Victor Augusto Marion Peluso

Data de emissão do relatório: 09 de janeiro de 2020

*Analista responsável pelas recomendações de ações.

"Este relatório foi elaborado pela Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores, para uso exclusivo e intransferível de seu destinatário. Este relatório não pode ser reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores. Este relatório é baseado em informações disponíveis ao público. As informações aqui contidas não representam garantia de veracidade das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade das mesmas e não devem ser consideradas como tal. Este relatório não representa uma oferta de compra ou venda ou solicitação de compra ou venda de qualquer ativo. Investir em ações envolve riscos. Este relatório não contém todas as informações relevantes sobre a Companhias citadas. Sendo assim, o relatório não consiste e não deve ser visto como, uma representação ou garantia quanto à integridade, precisão e credibilidade da informação nele contida. Os destinatários devem, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias de investimentos. Os investimentos em ações ou em estratégias de derivativos de ações guardam volatilidade intrinsecamente alta, podendo acarretar fortes prejuízos e devem ser utilizados apenas por investidores experientes e cientes de seus riscos. Os ativos e instrumentos financeiros referidos neste relatório podem não ser adequados a todos os investidores. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de cada investidor. Investimentos em ações representam riscos elevados e sua rentabilidade passada não assegura rentabilidade futura. Informações sobre quaisquer sociedades, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros objeto desta análise podem ser obtidas mediante solicitações. A informação contida neste documento está sujeita a alterações sem aviso prévio, não havendo nenhuma garantia quanto à exatidão de tal informação. A Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores ou seus analistas não aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda decorrente do uso deste documento ou de seu conteúdo. Ao aceitar este documento, concorda-se com as presentes limitações. Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos do artigo 21 da Instrução CVM nº.598/2018, que: (I) Quaisquer recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores."





