

# Horizonte de incertezas

*Instabilidade do país faz com que projeções para 2016 sejam revisadas por economistas de assets em uma perspectiva mais pessimista*

O atual cenário de incertezas do país, com instabilidade política agravada em meio a um processo de impeachment aberto contra a presidente Dilma Rousseff e resultados negativos referentes ao terceiro trimestre, acabaram gerando mais pessimismo para as projeções macroeconômicas para 2016. Dados coletados com 40 gestores mostram que no final de novembro, o mercado já mantinha perspectivas não tão boas em relação a esses dados.

O Produto Interno Bruto (PIB) do país, por exemplo, estava com uma queda de 2,5% projetada para o ano que vem, segundo a mediana das projeções das assets, enquanto os economistas esperavam uma manutenção da Selic a 14,25%. Apenas uma semana depois, no início de dezembro, com a divulgação do PIB do terceiro trimestre deste ano - que recuou 1,7% -, as projeções foram revistas e os economistas, em média, já esperam uma queda de até 4% do PIB para 2016 e uma possível alta da Selic ao longo do ano, conforme sinalizou o Banco Central em seus relatórios.

Marcela Rocha, economista da Claritas, destaca que o PIB inicialmente projetado pela gestora, de 2,3% negativos, teve que ser alterado para queda de 3,7% após a asset ter a clareza que a recessão do país é mais intensa e mais duradoura que a prevista anteriormente. “Para mostrar como o cenário do Brasil está incerto, uma semana depois que fizemos nossas projeções, tudo já se alterou. Os dados do terceiro trimestre mostraram que se não fosse o setor externo, o país estaria muito pior. A produção industrial registrou queda de 0,7% e esperamos uma retração ainda mais acentuada das vendas no varejo. Portanto, o baque será maior que o projetado”, destaca Marcela.



Raquel Diniz

**YUKI:** *existe claramente uma visão consensual da necessidade de um ajuste fiscal*

O economista-chefe do BNP Paribas Asset Management, Eduardo Yuki, salienta que nos últimos anos a asset tem projetado cenário de atividade por consenso, mas que houve uma piora nas expectativas do BNP Paribas para 2016 em relação ao que o Focus projeta. “Para 2016, o consenso hoje do Focus projeta um PIB de 2,3% negativos. Nós mudamos nossa projeção recentemente para 4% negativos. Para esse ano, o Focus projeta o PIB em queda de 3,5%, e nós em 3,8% negativos. O que entendemos é que o setor corporativo, famílias e governo ainda precisam continuar em desalavancagem”, destaca Yuki.

Nas famílias, o comprometimento de renda com parâmetro de juros ainda está

muito alto, diz o economista. “Essas famílias vão continuar cortando demanda por crédito e consumo”. Yuki ressalta que a desalavancagem consiste em continuar o processo de corte de investimento e processo de demissão. “O que estimamos de taxa de desemprego para o ano que vem é 11,5%, chegando a 12,5% em meados de 2017. Quando olhamos o lado do governo, existe claramente uma visão consensual da necessidade de um ajuste fiscal, que passa por corte de gastos e investimento público, aumentando impostos”, diz.

Tudo isso prejudica a atividade no curto prazo e são fatores que devem manter a retração do PIB trimestral até o primeiro semestre do ano que vem, salienta Yuki.

“Hoje, não temos nenhum indicador que possa sinalizar uma estabilização da atividade econômica”, complementa o economista do BNP Paribas.

**INFLAÇÃO E INÉRCIA** – Em termos de inflação, os economistas mantiveram projeções em torno de 7%, um patamar ainda alto, acima do teto da meta do Banco Central, que é 6,5%. “A gente deriva de um quadro tão fraco que a inflação não cede mais, ou pelo menos não mais rapidamente”, diz o economista-chefe da Porto Seguro Investimentos (Portopar), José Pena. “Somente este ano sofremos três grandes choques de custo em geral: energia elétrica, taxa de câmbio e escassez de água, afetando a produção. Isso explica a inflação de quase 11% que alcançaremos. Mas os chamados preços livres, que são os de serviços, mostram uma alta maior frente ao que normalmente veríamos em condições estáveis. Isso gera uma inércia muito grande no país, deteriorando muito o componente de expectativas da inflação”, salienta José Pena.

Yuki destaca que a inflação foi mantida em 6% nas projeções da asset do BNP Paribas, mesmo com incertezas em relação a quais impostos serão aumentados no começo do ano que vem para ajudar as contas públicas. “ Fizemos uma hipótese de aumento de imposto que pode ser maior ou menor, mas projetamos também uma desinflação grande. Devemos ter menos pressão inflacionária. Mas há uma incerteza muito grande ”, diz o economista.

A previsão da Claritas, de inflação a 6,9%, também se mantém, mostrando importante desaceleração em relação a esse ano. “Mas ainda é um patamar mais alto do que imaginávamos”, destaca Marcela Rocha, economista da asset. “Ficamos na dependência do Congresso Nacional aprovar medidas. Por isso, para o ano que vem teremos provavelmente um aumento da Cide e da gasolina como consequência da não aprovação do ajuste fiscal”, salienta.

Pelo fato dos preços administrados já terem passado por ajustes fortes esse ano, e que não vão se repetir ano que vem, a inflação foi mantida em 7% nas projeções da asset do Modal. “Por mais que exista uma inércia, a inflação será mais baixa em

Projeções Macroeconômicas (consolidado de 40 gestores)				
	Média das projeções	Mediana das projeções	Maior projeção	Menor projeção
Inflação INPC (em %)	7,08	7,00	8,50	6,00
Inflação IPCA (em %)	7,01	7,00	8,10	6,00
Inflação IGPM (em %)	6,84	6,70	9,00	5,50
Taxa de juros Selic (em %)	14,27	14,25	16,25	12,25
Taxa de desemprego (em %)	10,62	10,50	14,00	9,00
Dólar (em R\$)	4,22	4,20	4,60	3,30
Importações (em US\$ bi)	166,11	168,46	241,00	130,00
Exportações (em US\$ bi)	190,62	193,46	252,00	140,00
Reservas internacionais (em US\$ bi)	370,32	370,00	420,00	334,10
Investimento Estrangeiro Direto (em US\$ bi)	54,45	55,00	65,00	40,00
Taxa de investimento da economia (em %)	16,75	17,45	20,00	0,00
Superávit primário (em %)	-0,78	-0,80	0,40	-1,60
Dívida líquida setor público (em %)	41,76	40,00	77,00	33,00
Crescimento do PIB Brasil (em %)	-2,32	-2,50	-0,80	-3,30
Crescimento do PIB EUA (em %)	2,47	2,50	3,00	2,00
Crescimento do PIB China (em %)	6,36	6,50	6,50	5,80
Ibovespa (em pontos)	52.889	53.379	62.000	38.000

\*Pesquisa realizada no final de nov/2015.

Projeções de Demanda por Ativos (consolidado de 40 gestores)				
	Média das projeções	Mediana das projeções	Maior projeção	Menor projeção
Demanda por títulos públicos	2,92	4	5	-1
Demanda por títulos privados	0,81	1	5	-3
Demanda por eurobonds e bradys	0,21	0	4	-5
Demanda por ações de empresas exportadoras	2,35	2	5	-2
Demanda por ações de empresas mercado doméstico	0,05	0	3	-3
Demanda por ações small caps	-0,62	0	3	-5
Demanda por ADRs	0,64	0	4	-5
Demanda por BDRs	1,31	1	4	-1
Demanda por fundos de private equity	0,15	0	5	-4
Demanda por fundos de direitos creditórios	0,60	0	5	-2
Demanda por fundos de investimento no exterior	2,33	3	5	-1
Demanda por ativos cambiais (fundos e moedas)	1,57	2	5	-1
Demanda por ativos imobiliários (fundos e imóveis)	-0,50	-1	5	-5

As projeções podiam variar entre 5 e -5 para indicar crescimento muito forte ou retração muito forte; 4 ou -4 para indicar crescimento ou retração forte; 3 ou -3 para indicar crescimento ou retração média; 2 ou -2 para indicar crescimento ou retração moderada; 1 ou -1 para indicar crescimento ou retração fraca; 0 para indicar estabilidade.

\*Pesquisa realizada no final de nov/2015.

2016 do que neste ano”, explica Luiz Eduardo Portella, sócio-gestor do Modal Asset Management. “Jogamos o PIB muito para baixo, saindo de uma queda de -2% para uma queda de -4%, e mudaríamos a inflação para cima, pois achamos que poderemos ter um câmbio mais depreciado, mas ainda há uma incerteza fiscal. Se não houver reformas institucionais, contudo, podemos ter uma inflação mais alta”, prevê Portella.

**SOBE E DESCE DOS JUROS** – Apesar dos economistas terem previsto, em novembro, uma manutenção da taxa de juros para o ano que vem, o último relatório do Banco Central sinalizou uma possível alta da Selic, o que fez com que as projeções fossem revistas para uma taxa de até 16% no ano que vem. “Ficamos surpresos com a última comunicação do Banco Central, com um tom mais duro e preocupado com

Projeções Macroeconômicas								
	INPC (em %)	IPCA (em %)	IGPM (em %)	Selic (em %)	Desemprego (em %)	Dólar (em R\$)	Importações (em US\$ bi)	Exportações (em US\$ bi)
Arx	8,00	7,40	6,00	16,25	10,50	4,30	154,00	192,00
BNP Paribas	Nd	6,00	6,00	12,25	11,00	3,30	140,00	175,00
Bozano	7,00	6,57	5,91	14,25	11,00	4,00	173,00	205,00
Bram	6,54	6,33	6,52	14,25	10,10	4,15	177,00	206,00
Brasil Plural	7,00	7,00	7,50	14,25	11,00	4,25	167,00	202,00
BRB	6,20	6,20	5,90	13,00	9,00	4,00	159,44	175,60
BTG Pactual	7,00	7,00	7,60	15,75	11,50	4,30	175,00	208,00
Caixa	6,70	6,80	6,30	14,25	9,80	3,95	183,50	209,80
Canvas	7,40	7,40	7,50	14,25	12,00	4,48	138,60	172,30
Claritas	6,80	6,90	6,00	14,25	9,00	4,05	175,10	194,92
Credit Agricole	6,70	6,80	6,50	14,25	11,00	4,20	174,00	206,00
Cultinvest	8,50	8,00	7,00	16,00	10,50	4,50	130,00	170,00
Fator	7,05	7,25	7,15	14,25	11,50	4,25	169,92	184,64
Franklin Templeton	6,70	6,45	7,50	14,25	11,00	4,10	142,00	175,00
GAP	Nd	7,25	Nd	14,25	12,00	4,50	Nd	Nd
Garde	Nd	7,30	6,60	16,25	12,00	4,20	143,60	173,40
Icatu	7,10	7,10	6,70	15,25	10,70	4,45	174,00	196,50
Integral	6,50	6,50	6,40	13,00	9,00	4,20	197,00	165,60
Itau	7,00	7,20	6,50	14,25	11,00	4,20	146,90	177,50
JMalucelli	7,00	6,50	6,50	13,25	10,00	4,20	175,00	200,00
Kyros	7,50	7,20	9,00	14,75	10,00	4,50	166,00	196,00
Mapfre	7,50	7,50	6,30	15,50	10,00	4,40	241,00	252,00
Maua	Nd	7,00	Nd	14,25	9,40	4,20	137,40	188,60
Mirae	6,20	6,20	5,50	14,25	12,00	3,50	200,00	220,00
Modal	7,30	7,00	7,50	14,25	12,00	4,00	180,00	150,00
Pacifico	7,50	7,50	7,50	14,25	11,00	4,50	150,00	190,00
Patria	6,20	6,60	6,70	14,25	9,50	4,55	174,00	202,00
Planner Redwood	6,87	7,17	6,83	13,50	9,20	4,17	170,60	199,10
Planner Corretora	6,87	6,94	6,62	13,00	9,20	4,05	170,60	199,10
Portopar	7,50	7,00	7,00	13,25	10,50	4,20	139,00	189,00
Quantitas	Nd	7,00	Nd	14,25	10,00	4,20	Nd	Nd
Queluz	8,30	8,10	8,60	14,25	9,50	4,60	177,00	165,00
Saga	6,00	7,10	6,80	14,25	12,00	4,50	160,00	200,00
Santander	8,20	7,70	7,20	15,75	10,00	4,30	165,00	205,00
Schroder	6,50	6,50	6,50	14,25	10,00	4,20	180,00	140,00
Somma	7,30	7,00	8,00	13,25	14,00	4,20	175,00	210,00
Sul América	7,42	7,20	5,72	14,25	10,60	4,27	150,60	182,50
Vinci	8,00	8,00	8,00	14,25	12,00	4,20	156,00	176,00
Votorantim	6,40	6,50	6,50	13,00	10,50	4,30	160,00	200,00
Western	7,20	7,40	6,90	14,25	9,80	4,20	165,00	190,00

\*Pesquisa realizada no final de nov/2015.

Reservas internacionais (em US\$ bi)	Invest. Estrang. Direto (em US\$ bi)	Taxa de Investim. (em %)	Superávit primário (em %)	Dívida líquida setor público (em %)	Crescimento do PIB Brasil (em %)	Crescimento do PIB EUA (em %)	Crescimento do PIB China (em %)	Ibovespa (em pontos)
385,00	40,00	18,00	-1,30	38,00	-2,50	2,30	5,80	55.000
420,00	61,00	15,00	-0,80	40,00	-2,70	2,00	6,00	Nd
370,00	60,00	19,00	-1,00	40,00	-1,70	2,00	6,00	Nd
370,00	60,00	18,30	-0,40	35,20	-2,10	2,60	6,50	52.000
370,00	50,00	16,50	-0,70	39,40	-2,50	2,25	6,50	52.500
372,40	47,50	0,00	0,40	41,10	-2,50	2,60	6,50	51.026
370,00	40,00	17,00	-1,30	40,00	-2,50	2,40	6,30	48.346
360,00	45,00	16,90	-0,80	36,60	-2,00	2,60	6,30	57.300
370,00	46,90	17,50	-1,10	36,20	-2,50	2,50	6,50	47.000
369,00	51,00	18,50	-0,60	38,50	-2,30	2,70	6,50	Nd
360,00	60,00	18,00	-0,70	38,00	-2,80	2,60	6,50	50.000
355,00	60,00	14,00	0,00	45,00	-3,00	2,20	5,80	55.000
374,10	53,21	17,00	-1,00	41,20	-3,30	2,50	6,50	60.000
370,00	56,00	17,00	-0,80	43,00	-2,70	2,70	6,50	55.185
370,00	Nd	Nd	-1,00	Nd	-2,50	Nd	Nd	Nd
370,00	48,00	17,00	-1,00	37,00	-2,00	2,50	6,50	Nd
371,00	55,00	17,80	-1,20	41,00	-2,70	2,40	6,20	46.000
334,10	60,00	16,20	-0,40	39,50	-1,00	2,60	6,40	47.000
370,00	52,90	19,00	-0,60	Nd	-3,20	2,60	6,30	50.000
335,00	57,00	20,00	-0,56	41,00	-2,50	2,50	6,50	55.554
370,00	60,00	12,00	-1,00	38,70	-1,50	2,20	6,30	38.000
378,00	50,00	16,50	-1,00	72,00	-0,80	2,80	6,30	62.000
Nd	45,00	Nd	-0,78	Nd	-2,20	Nd	Nd	Nd
368,00	65,00	18,00	-0,30	42,50	-1,70	2,50	6,50	55.000
370,00	55,00	17,00	-0,80	41,20	-2,00	2,20	6,50	52.000
370,00	65,00	17,00	-1,00	38,00	-2,50	2,50	6,50	45.000
404,00	55,00	18,00	-1,00	33,00	-2,00	2,50	6,30	Nd
395,70	61,01	19,50	-1,12	43,43	-2,06	3,00	6,20	53.757
395,70	61,01	19,50	-1,12	43,43	-2,00	3,00	6,20	53.000
370,00	50,00	17,50	-0,70	Nd	-2,50	2,50	6,50	Nd
Nd	Nd	Nd	-1,00	Nd	-3,00	Nd	Nd	Nd
340,00	55,00	18,00	0,00	36,00	-2,00	2,00	6,50	53.000
370,00	61,00	17,40	-1,00	43,00	-2,50	2,50	6,50	54.000
370,00	50,00	17,50	-0,50	40,00	-2,50	2,60	6,30	53.000
370,00	50,00	17,50	0,00	40,00	-2,00	2,70	6,40	54.000
350,00	60,00	16,00	-0,90	43,00	-2,50	2,00	6,50	Nd
370,00	Nd	Nd	-0,90	39,30	-2,20	2,60	6,40	62.000
370,00	50,00	15,00	-1,60	77,00	-3,00	2,50	6,50	55.000
375,00	55,00	16,00	-0,80	42,00	-2,00	2,20	6,50	60.000
370,00	63,00	18,00	-0,70	38,30	-2,80	2,60	6,30	55.000



**PENA:** *previsão de aumento da Selic já a partir de janeiro de 2016*

**PORTELLA:** *teremos um possível novo rebaixamento pela S&P*

a inflação, preocupado em alcançar as metas, mostrado que novo ciclo de juros deve ocorrer”, destaca Marcela Rocha. A economista projeta um aumento de 150 bps, o que levaria os juros para 15,75%.

Já Yuki entende que o aumento da taxa de juros ajuda nas expectativas do médio e longo prazo, mas a atividade está tão fraca que esse aumento acaba tendo custo alto em relação ao benefício de trazer um pouco para baixo as expectativas de inflação. “Com juros a 14,25%, empresas estão perdendo lucro em relação ao custo de oportunidade do país”, salienta.

José Pena também destaca que acreditava em um corte de juros a partir dos 14,25%, mas com as dificuldades de avanço no ajuste fiscal, não há espaço para cair. “Os mercados já precificam uma alta dos juros e não consigo ver como não irmos para o aumento da da Selic já a partir de janeiro”, diz o executivo.

O Modal, por sua vez, projeta que a Selic passará por três altas e meia e depois voltará a cair. Alinhando o ajuste fiscal, contudo, Portella destaca que o Banco

Central terá mais espaço para voltar a cair juros. “Assim que tivermos uma ancoragem fiscal, o BC voltará a cair juros rapidamente. A preocupação é que a gente sente que os políticos não têm noção da urgência de aprovar esses ajustes fiscais para o país”, diz Portella.

**DOWNGRADE** – Os desdobramentos da instabilidade política que o país vive no momento, principalmente a partir da aprovação do pedido de impeachment contra a presidente Dilma Rousseff pela Câmara dos Deputados, faz com que a confiança no Brasil caia mais ainda. Já é dado como certo pelos economistas o rebaixamento do rating soberano do país pela Moody’s.

Luiz Eduardo Portella prevê, contudo, um cenário ainda mais pessimista com um possível novo rebaixamento pela Standard & Poor’s (S&P), que já rebaixou a nota do Brasil esse ano. “As agências de rating olham muito para a capacidade de crescimento do país, e a capacidade de pagar a dívida. As últimas estimativas é que nosso potencial caiu para 1,5%. É

preciso ter um superávit muito alto para reverter o crescimento da dívida bruta em 2017, que gira em torno de 80%”, salienta. Para o executivo, a questão fiscal deve ser enfrentada e só se resolverá com reformas na constituição. “Mas sabemos que será difícil mexer na previdência, por exemplo, ou em cargos públicos, já que ano que vem é ano eleitoral”, destaca.

Em relação aos desdobramentos de um cenário com ou sem Dilma na presidência, é mais fácil visualizar que a manutenção da presidente pode acentuar dramas na opinião de José Pena, da Portopar. Ele acredita que caso a presidente se mantenha no poder, não terá apoio o suficiente para fazer parte dos ajustes necessários.

Pena acredita, entretanto, que a saída da atual presidente daria um alívio apenas momentâneo. “É difícil antever o resultado desse imbróglia político. Não é uma crise que se resolve rapidamente, pois ao passo que um novo governo aponta para muitas esperanças renovadas, tenho dúvidas sobre a duração dessa provável melhora na hipótese de substituição da Dilma”, diz.