

SUMÁRIO

MUNDO

A Grécia ganha mais tempo, enquanto o mundo espera o aumento de juros americano.

MERCADO

O fim do ajuste fiscal leva o mercado a reprecificar os seus ativos domésticos.

BRASIL

A operação Lava Jato vai chegando perto do cheque mate e a situação política de Dilma ainda consegue piorar.

Est la Maison Tombée?

*“Ergueu no patamar quatro paredes flácidas
Sentou pra descansar como se fosse um pássaro
E flutuou no ar como se fosse um príncipe
E se acabou no chão feito um pacote bêbado
Morreu na contramão atrapalhando o sábado”*

Construção – Chico Buarque

Este clássico da MPB, um delicioso exercício com proparoxítonas, reflete bem o atual momento do Brasil e do seu governo. O atual modelo econômico acabou, o governo acabou e o único fio que sustentava Dilma (o ajuste fiscal) também acabou. Entramos em um perigoso vácuo institucional e de condução do país. Os próximos meses serão particularmente desafiadores e a maneira como iremos passar por eles irão ditar os rumos do Brasil até 2018.

A única expectativa em relação ao governo Dilma eram os ajustes (dos erros que ela mesmo cometeu) fiscais comandados pelo ministro Levy. Em uma surpreendente reviravolta (mais pelos números do que pelo fato em si), o governo abandonou a meta de um superávit primário de R\$ 66 bilhões e candidadamente admite que o mesmo será de apenas R\$ 9 bilhões, que podem inclusive virar um déficit de R\$ 18 bilhões em 2015. O governo ainda conta com receitas extraordinárias para cumprir a minguada meta. Inclusive com 11 bilhões oriundos da repatriação de recursos não declarados de brasileiros no exterior. A isso chamamos contar com o ovo antes até da galinha se deitar com o galo. Tudo indica que fecharemos 2015 com um déficit primário. Será o segundo ano seguido sem economizar para pagar os juros da dívida. Que com um custo anual acima de 14% nos leva inevitavelmente para uma trajetória explosiva da dívida pública. O rebaixamento de nosso rating para um grau especulativo está logo ali depois da esquina.



A confiança (tanto do consumidor quanto do empresariado) que já estava na mínima, sofreu um duro golpe com o fim do único fio de esperança que ainda havia para a economia. Adicionando insulto à injúria, como dizem os ingleses, a agência de rating S&P colocou a avaliação de risco do Brasil com perspectiva negativa. A pergunta que não sai de corações e mentes é o que será do Brasil se continuarmos assim até 2018?

Estamos vivendo um tempo ímpar, onde temos ao mesmo tempo;

- ✓ O fim da hegemonia petista/populista, que junto com uma investigação criminal impiedosa nos lança em um perigoso vácuo onde não temos lideranças capazes de pacificar e conduzir o país até 2018.
- ✓ O fim do modelo econômico 'keynesiano' que induziu uma bolha de consumo e crédito, além de um protecionismo infantil da 'indústria nacional'. No fim a realidade sempre se impõe. Fica claro que riqueza e crescimento advêm de ganho de produtividade (educação) e investimento e não de uma farra de expansão de crédito e consumo.
- ✓ O fim do ciclo de alta internacional das commodities. Até pela lei dos grandes números um dia o crescimento da China iria convergir para uma média menor. Não aproveitamos os tempos de vacas gordas. Ao contrário, aumentamos gastos correntes. A festa acabou.
- ✓ O fim do modelo de 'capitalismo de laços' com relações mais do que promíscuas entre estado (inchado e ineficiente) e algumas empresas escolhidas a dedo p. serem 'as campeãs' do seu segmento. A quase implosão da Petrobrás mostra de maneira clara os custos para a sociedade.
- ✓ O fim do modelo de crescimento desmedido de gastos sociais, acima do crescimento da arrecadação. O Brasil se beneficiou de um período atípico de crescimento de receitas (fruto do aumento da formalização do trabalho, no governo Lula) para aumentar gastos e benefícios sociais. Hoje temos um crescimento de despesas contratado acima do crescimento usual de receitas.

Além dos problemas conjunturais, o Brasil enfrenta questões estruturais em suas contas públicas, que se não forem endereçados através de reformas, trarão uma dinâmica insustentável de dívida pública nas próximas décadas. Mansueto Jr, Marcos Lisboa e Samuel Pessoa recentemente soltaram um *paper* que toca bem nesses pontos, os quais iremos explorar em seguida.

Desde 1991 a despesa pública tem crescido a uma taxa maior do que a renda nacional. Entendes porque a carga tributária só sobe? Passou de 25% do PIB em 1991 para 36% em 2014. Quanto maior a carga tributária, menor o crescimento potencial de um país.

Quando decompomos o gasto do governo entre folha de pessoal, gastos sociais, saúde, educação e investimentos não vemos aumento dramático em nenhuma categoria, exceto gastos sociais. Enquanto as outras categorias tiveram um acréscimo médio de 0,5% do PIB entre 1991 e 2014, os gastos sociais tiveram uma adição de 7% do PIB. O gasto social, em termos de PIB, mais do que dobrou em 23 anos. Esse

aumento dos gastos sociais não implicou em melhoria que se perceba em educação e saúde. Os rankings comparativos com o resto do mundo estão aí para nos colocar em vergonhosos últimos lugares.

Os gastos com previdência aumentaram pouco mais de 4% do PIB nesse período, e isso é particularmente preocupante em um país onde mulheres se aposentam com 52 anos de idade e homens com 54 anos. O bônus demográfico está terminando. Hoje temos 9 ativos para 1 inativo, o que dá algo como um desconto de 11% do salário para manter esse inativo. Em 2040 teremos 4 ativos para 1 inativo, ou um desconto de 25% só para a previdência. É sustentável? Como cada idoso custo o dobro do que uma criança ou jovem na escola, o quadro é ainda pior.

A soma dos aumentos previstos dos gastos com previdência, educação e saúde totalizam 6% do PIB até 2030. Isso representa cerca de 0,4% a mais do PIB por ano. Estamos falando de R\$ 20 bilhões a mais por ano. A CPMF, em seu auge, arrecadava 1,5% do PIB por ano. Isso representa instituir uma nova CPMF a cada novo governo até 2030.

Das receitas da união, temos que 86% estão comprometidos com despesas obrigatórias e apenas 14% são manobráveis. Mesmo essas não apresentaram sinalizações positivas em ambos governos de Dilma. Afinal os 40 ministérios continuam aí, assim como os 20 mil cargos comissionados e R\$ 2 bilhões gastos em propaganda por ano.

O resumo é que um setor público com gastos crescentes vivendo dentro de um país de baixo crescimento, simplesmente não é cabível. Ou teremos mais carga tributária (inviável) ou teremos uma mistura de mais juros e mais inflação (mais dívida emitida e/ou mais moeda emitida). Os autores concluem que ou uma longa jornada de reformas é iniciada, ou estaremos condenados a décadas de estagnação.

Bem, você deve estar em dúvida entre se jogar da ponte mais próxima ou fugir do Brasil, não é verdade? Nem um, nem outro. A nossa visão é de que o Brasil emergirá desta crise mais forte e mais capacitado do que nunca. Nosso país tem o incômodo hábito de se desenvolver dando 2 passos para frente e 1 para trás. A nossa história mostra isso e desta vez não será diferente. Temos um período (que pode ser mais ou menos longo dependendo do que ocorrer com Dilma) de purgação e ajustes, mas sairemos em melhor forma de toda essa confusão.

Defendemos uma agenda positiva, de curto e médio prazo, que compreende alguns pontos básicos:

- ✓ Um governo crível e com apoio popular e parlamentar, capaz de conduzir as reformas necessárias nos próximos anos. Algumas serão duras, porém inevitáveis.
- ✓ Um grande acordo de leniência com as empresas envolvidas na Lava Jato, onde contratos, credores e empregos são preservados.
- ✓ Um programa de privatizações realmente ambicioso com objetivo de amortizar parte da imensa dívida interna e reduzir o tamanho do estado. Como se percebe, quanto mais estado, mais corrupção.
- ✓ Um programa de racionalização do estado, com redução de órgãos e funcionários comissionados. A isso se soma um programa de metas e avaliação de cada setor governamental.
- ✓ Muito se fala em reforma tributária e previdenciária. No entanto nos parece oportuno a discussão de uma nova constituinte para que o Brasil tenha o seu rol de compromissos adequado ao que pode de fato ofertar. O Brasil de hoje é bem diferente do Brasil de 1988. Hora de repensarmos tudo.
- ✓ Simplificação e racionalização das leis. Desde 1988 foram promulgadas cerca de 5 milhões de leis, decretos e portarias. Chega de tanta insanidade.

Estamos brincando perigosamente com o nosso futuro e conseqüentemente com as gerações futuras. O Brasil precisa fazer o dever de casa e pensar no longo prazo com medidas urgentes.

Quadro Resumo

Um mês de muitas emoções, em diversos mercados. Começando pelas ações globais. No geral um mês de recuperação das bolsas globais por conta da solução (temporária) da questão grega. O S&P500 subiu cerca de 2%, o Eurostoxx 5%, o Nikkei ficou estável e o destaque negativo foi a bolsa chinesa com queda de mais de 14%. O mundo, em agosto, ainda lidará com os mesmos problemas de sempre. A questão grega, a questão da disfuncionalidade da união europeia, a desaceleração da China e um mercado de commodities em queda (o que é ruim para emergentes e ótimo para o consumidor dos países desenvolvidos). Mas a questão grande de pano de fundo continua a ser um EUA se recuperando e Europa/Japão em expansão monetária. Continuamos gostando dos dois últimos e usando uma posição short no primeiro como uma alocação interessante.

O crédito soberano de países desenvolvidos deve ser evitado, assim como andar sozinho em uma rua escura da periferia. Nas commodities, após as recentes quedas, fomos para neutros, nada que anime uma compra, no entanto.

O Brasil teve um mês de muitas emoções. A falta de ajuste fiscal esse ano, a fraqueza extrema de Dilma e a



perspectiva negativa da agência S&P levaram a bolsa para uma queda de uns 4% no mês. Como o fundamento continua lá embaixo, e os juros continuam lá em cima, não nos animamos a sairmos de um preguiçoso 'neutro' em ações locais.

No crédito corporativo (medido nos *bonds* externos, já que o mercado interno de debêntures é mentiroso por natureza) assistimos uma deterioração de preços e as taxas de retorno ficaram ainda mais atrativas. O 'corporate Brasil' já começa a fazer ajustes aos tempos de crise e cremos que as empresas nacionais sairão mais enxutas e produtivas disso tudo. Trata-se de uma boa oportunidade de compra.

Nos juros domésticos, o Banco Central levou os juros para 14,25% e já encostou o carro no acostamento. Deveremos ter a Selic nestes patamares pelo menos até o começo de 2016. Cremos que a atual recessão econômica irá levar o IPCA para algo bem próximo dos 4,5% de meta. Isso implica que entramos 2016 com uma taxa de juros real rodando perto de 10% aa. Uma enormidade sob qualquer ótica que se olhe. Com isso, o natural é esperar um processo de redução de juros ao longo de 2016. Não é a toa que a nossa alocação favorita continua sendo títulos pré-fixados e atrelados a inflação.

Nas moedas, continuamos gostando do USD como alocação preferencial contra as principais moedas do mundo. No caso do Real, se por um lado, a única válvula de escape para a nossa armadilha econômica é um câmbio mais desvalorizado, temos que lembrar que juros de 14% aa são convidativos demais para os que estão na ponta contrária aos comprados em USD. Cremos em um Real consistentemente mais fraco, porém temos dúvidas se em um ano o dólar estará valendo R\$ 3,84, que é a compensação para perder 1 ano de taxa de juros. Talvez o movimento de depreciação fique mais definido quando os juros locais entrarem em trajetória de queda consistente.

Estratégia em Destaque

Neste mês falaremos da nossa estratégia de renda variável. Nos últimos anos o mercado de ações brasileiro foi muito volátil, mas, no longo prazo, é possível ver que bons gestores, combinados com uma boa alocação estratégica, conseguem superar por muito os principais índices de bolsa locais.

A estrutura que escolhemos para investir em ações é a de fundos, em que buscamos uma carteira balanceada e diversificada, com investimentos em diferentes gestores criteriosamente escolhidos. Porém, não deixamos de levar em conta o nosso cenário econômico e traduzimos isso em uma alocação que também avalia as diferentes estratégias. Assim, conseguimos juntar o macro (top down) com o micro (bottom up) e entregar uma gestão mais ativa nessa classe de ativos.

Utilizando nosso fundo aberto como exemplo, o Trancoso, temos um histórico desde Julho/2011. A *performance* até o dia 29.07.2015 é de +20,54% contra -14,60% do Ibovespa no mesmo período. E o que é mais interessante, com quase metade da volatilidade (13,83% contra 23,37% do Ibovespa).

O mês de julho foi marcado com muitos altos e baixos no mercado acionário, e a carteira conseguiu performar significativamente melhor que o Ibovespa. Estamos com uma posição mais defensiva, trabalhando com caixa de aproximadamente 10% e privilegiando estratégias como Dividendos, Valor e fundos mais líquidos.

Os destaques do mês de julho foram o BTG Pactual Absoluto e o Ibiuna Equities, que tem como principais posições empresas como Itaú, Lojas Renner e BR Foods.

Alocação Global	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
Ações			
Crédito (IG/HY)			
Bônus Soberanos			
Commodities			
Alternativos (Hedge Funds)			
Real Estate			
<hr/>			
Alocação Brasil	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
Ações			
Crédito			
Bônus Soberanos CDI			
Bônus Soberanos Inflação			
Bônus Soberanos Pré			
Alternativos (Hedge Funds)			
Isentos CDI			
Isentos Inflação / Pré			
Real Estate			
<hr/>			
Alocação Moedas	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
USD			
EUR			
JPY			
BRL			