

SUMÁRIO

MUNDO

A pequena Grécia atrai os olhares do mundo.

MERCADO

Uma certa complacência com a questão grega e baixa liquidez pelas férias de verão no hemisfério norte.

BRASIL

A política (e a polícia) voltam a ser um problema para o governo, que luta em diversas frentes.

O Fim do Estado Babá

'A society that puts equality...ahead of freedom will end up with neither equality nor freedom.'

Milton Friedman (1912-2006)

A frase acima reflete bem a aflição que os gregos passam neste momento. Uma sociedade que prioriza a igualdade de diferentes, usando para isso gastos e mais gastos do estado, acaba sem igualdade e sem liberdade. O povo helênico enfrenta feriado bancário, falta de acesso ao seu dinheiro e uma ração diária de sessenta euros por dia. **A experiência do "Club Med" administrado pelo "PSOL" naufraga bem mais cedo do que muitos imaginavam.**

A Grécia enfrenta, em maior escala, um problema que a maioria dos países ocidentais enfrenta ou enfrentará. Endividamento enorme, despesas rígidas por conta das benesses estatais e um estado inchado. E do lado da receita não temos frescor, uma população que encolhe e envelhece (colocando mais pressões na previdência) trazendo cada vez menos arrecadação. Enfim, é um quadro que só fecha a conta com mais emissão de moeda (mais inflação) ou então cortes na carne. Estamos vendo o famoso estado do bem estar social tendo que passar por um regime forçado. Dívidas superiores a 100% do PIB não serão mais toleradas (e financiadas) pelos mercados.



Vamos olhar o problema mais a fundo na Europa, e tentar fazer algum paralelo com o nosso Brasil. **Alguns motivos nos levam a crer que o velho continente não terá outra saída a não ser cortar os seus benefícios sociais.**

Em primeiro lugar temos a rigidez. A falta de independência monetária e de flexibilidade cambial, que vem junto com o ticket de membro do euro, faz com que os métodos tradicionais para estímulo a economia (impressão de dinheiro e desvalorização da moeda) não possam ser usados pelos países individualmente. Se um país não consegue desvalorizar sua moeda para ganhar competitividade, ele pode fazer uma desvalorização interna (isto é, cortar salários e custos). Para que isso ocorra, temos um ambiente que deve permitir uma flexibilização de salários e preços. Não é o caso da maioria dos países europeus (nem no Brasil)

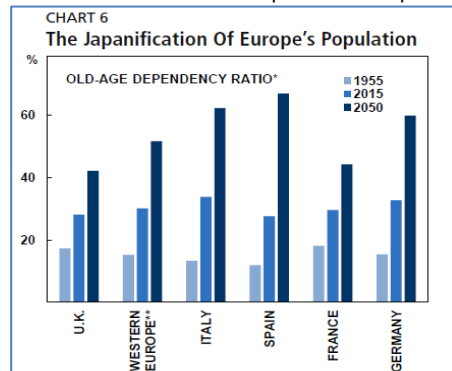
Outro motivo é a automação e a globalização. No passado, os europeus sem escolaridade não tinham dificuldade em achar um emprego medianamente remunerado em alguma fábrica. Essas vagas vão sendo fechadas para os robôs ou sendo transferidas para países onde a mão de obra é mais barata e eficiente. Com o estado do bem estar social, essas pessoas simplesmente escolhem viver "on the dole", ou sendo mantidas pelo estado. Note que nesse processo você perde um pagador de impostos e ganha um receptor de pensão.

Pode-se argumentar que mais educação e mais treinamento para essa força de trabalho sem escolaridade poderia resolver o problema. Nem sempre. Muitos simplesmente não tem a habilidade cognitiva e a inteligência nata que a atual sociedade exige para tarefas mentalmente abstratas.

Outro fenômeno potencialmente danoso é a mobilidade da 'ponta da pirâmide', ou seja, dos trabalhadores altamente qualificados. Hoje ele simplesmente pode fazer as malas e ir trabalhar em Dubai, Cingapura ou em San Francisco. Essa elite multinacional não tem pátria e vai para os melhores lugares. Um exemplo disso foi o aumento recente de imposto de renda para os milionários franceses para 75%. O pobre presidente Hollande conseguiu apenas uma revoadada dos seus melhores cérebros para Londres. E cada vez que um cérebro se vai, vai junto um excelente pagador de impostos.

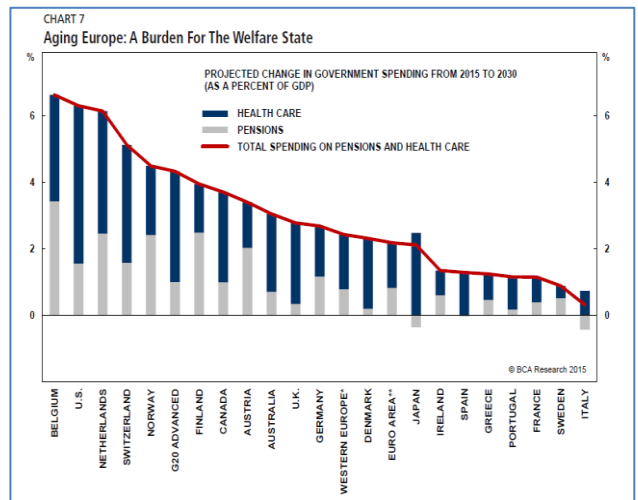
E por último temos as forças demográficas, o sistema europeu foi desenhado para uma população em expansão. O quadro agora é exatamente o oposto. A população envelhece e encolhe. Já faz um bom tempo que o número de filhos por mulher, na Europa, está abaixo da taxa mínima de reposição populacional (2,1 filhos por mulher).

No gráfico ao lado (fonte BCA Research) vemos a relação entre aposentados e pessoas em idade ativa. A pressão sobre a previdência é clara.



Alguns podem argumentar que a imigração poderia reverter essa tendência, o que não é o caso, já que a imigração que vai para a Europa é de baixa qualidade. Isso implica em mais gastos sociais do que arrecadação de impostos.

O quadro das contas públicas é desolador. Nos próximos quinze anos a previsão é de aumento significativo dos gastos públicos dos países europeus. A única solução passa por uma brutal redução do estado do bem estar social. O gráfico ao lado (fonte BCA Research) mostra a projeção por país.



E no Brasil?

Começamos com uma vantagem, não temos a rigidez cambial dos gregos. Ou seja, sempre podemos ter um câmbio mais desvalorizado de forma a sermos mais baratos frente ao mundo. O efeito colateral disso é sempre uma maior inflação interna. No que tange a emissão de moeda, também podemos fazer. É claro que isso esbarra no limitante do tamanho da dívida pública e no limite em mais inflação.

O segundo item, que trata sobre a questão da desindustrialização, também traz um ponto negativo para nós. O Brasil tem passado por um processo diuturno de esvaziamento e de perda de competitividade de sua indústria. Somos cada vez mais um país de serviços. E no último tópico, demografia, temos ainda uma situação confortável, que está chegando ao fim. Temos ainda mais uns cinco ou dez anos do chamado bônus demográfico. Depois a curva aponta para um envelhecimento contínuo da população, com inevitável sobrecarga da previdência (que já é bem deficitária hoje). A mulher brasileira já dá a luz a menos do que 2,1 filhos. Se olharmos isso por extrato social, a conta piora. Onde o número de nascimentos é maior (classes mais pobres e pouco educadas) é exatamente onde o sujeito é receptor de benefícios e não pagador de impostos. Já no 'andar de cima' temos uma baixíssima taxa de fecundidade, levando para um menor número de pessoas bem educadas e pagando impostos. **Que fique bem claro, a conta previdenciária no Brasil não fechará!**

O mundo ocidental, para o desespero dos políticos populistas, marcha para um futuro onde a dívida pública altíssima não fecha a conta de sustentabilidade, com uma população envelhecendo e encolhendo. A Grécia apenas é um trailer de um filme que passará em diversos cinemas. Em um futuro não muito distante. A opção para isso é uma redução significativa de benesses sociais.

Quadro Resumo

Junho não foi um mês fácil, em nenhum dos mercados.

O real teve um mês de apreciação diante do dólar, **com isso, estamos voltando nossa alocação de moderadamente positiva (em reais) para neutra.** A deterioração do quadro político local, bem como a escalada na situação grega nos levam a realizar lucros e ficarmos de lado. E convém lembrar que apostar contra o real requer um bom acerto no 'timing', tendo em vista que o carregamento com um juro de quase 14% ao ano é dos mais cruéis.

A complacência, dos mercados, com a situação da Grécia também nos leva a ter uma visão um pouco mais negativa em relação ao euro contra o dólar.

Em ações globais levamos a alocação de moderadamente negativa para neutra, basicamente em função da queda das ações europeias no mês (cerca de 4%). Continuamos céticos em relação ao SP500 e positivos com a bolsa japonesa. É fator de atenção o desenrolar do processo de realização de lucros na bolsa chinesa (queda de 8% no mês). Caso a realização se transforme em um 'estourar de bolha' poderemos ter efeitos na economia real e também em outros mercados.

Alocação Global	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
Ações		→	
Crédito (IG/HY)			
Bônus Soberanos			
Commodities			
Alternativos (Hedge Funds)			
Real Estate			
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			
Alocação Moedas	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
USD		→	
EUR	←		
JPY			
BRL		←	



Na renda fixa (que de fixa não tem nada) o mês foi negativo com uma elevação de prêmios na estrutura a termo de taxas de juros nominais e reais. Uma leitura mais alta de inflação acoplada com um discurso mais duro do BC (tanto em entrevistas como no Relatório de Inflação) levou o mercado a rever as taxas futuras. O índice que mede o pré-fixado nominal, o IRF-M, fecha o mês com algo como 20% do CDI, enquanto o índice que mede as NTN-B's, o IMA-B, fecha o mês ligeiramente negativo. **Com isso, voltamos a nossa alocação de moderadamente positiva para bem positiva em ambas as categorias.** Nossa visão é de mais um ou dois aumentos (movimento que pode chegar a 0,75%) na taxa Selic e depois um Relatório Trimestral de Inflação em Setembro sinalizando o final do ciclo de aumento nos juros. **Os indicadores de atividade estão simplesmente horrorosos. Estamos vivendo a pior contração econômica desde o Plano Collor. Nossa visão é de que a inflação convergirá para a meta de 4,5% mais rápido do que o mercado espera.**

Para os clientes mais conservadores não achamos ruim a alocação em bônus soberano atrelados ao CDI. Não é qualquer país do mundo que paga 14% ao ano.

No campo dos eventos tivemos um mês de sinais contraditórios, se por um lado o Conselho Monetário Nacional acerta ao estreitar a banda de inflação após 2017 (o teto vem de 6,5% para 6,0%), por outro lado temos o resultado fiscal do ano muito ruim. Por mais que o Ministro Levy esteja aumentando impostos e segurando investimentos, o fato é que a arrecadação está frustrando em muito as expectativas e hoje o objetivo de poupar R\$ 66 bilhões é tido como algo bem distante.

No cenário externo há uma convergência para que setembro seja o mês do primeiro aumento de juros nos EUA. Os últimos dados de atividade e emprego têm vindo muito fortes e somente uma piora significativa global por conta de Grécia faria o FED adiar o seu trabalho mais um pouco. Na Europa os dados econômicos têm vindo fortes também, mas quem se importa? Por lá o assunto é Grécia.

O cenário interno, após algum alívio nos últimos meses, se torna mais incerto. As prisões dos presidentes das duas maiores construtoras do país colocam uma dúvida grande no próximo alvo da operação Lava Jato e como isso afetará o governo Dilma. **Cabe notar também que a atual recessão se parece mais com um movimento em "L" (cai e fica) do que com um movimento em "V" (recuperação rápida).** Embora não tenhamos nada de concreto no momento, nos parece bem complicada a manutenção no poder por mais 3,5 anos de um grupo com tão pouco apoio do povo, dos empresários e dos políticos. **A economia para se recuperar necessita de confiança. Confiança em quem? No que?**

O segundo semestre parece que trará bastante volatilidade para os ativos. Cautela e uma visão de mais médio prazo serão determinantes para ganhos futuros.

Estratégia em Destaque

Falaremos, este mês, de nossa estratégia tática. Até pelo tamanho de nossos gestores há uma dificuldade de entradas e saídas ágeis nos mais diversos mercados. Sabemos que o mercado sempre comete distorções, para ambos os lados. Com intuito de nos aproveitarmos disso, criamos para os nossos fundos exclusivos essa estratégia que inicialmente fazia uso de fundos passivos (cambial, inflação, entre outros), além de alguns títulos e ativos, para assumir posições de curto prazo nos mercados globais e locais.

Para otimizar essas operações, tanto em termos de custo, como de agilidade, essa estratégia foi transformada em um fundo, o TB Tático, que completa sete meses de vida com um retorno acumulado de cerca de 195% do CDI.

O mês de junho é um exemplo bem interessante do posicionamento do fundo, que oscilou entre tomado, neutro e aplicado nos juros futuros e também entre vendido, neutro e comprado em USD. O fundo também carrega uma posição comprada em Nikkei, com um horizonte de tempo um pouco maior. A agilidade do fundo no mês, com sucessivas entradas e saídas do mercado, levou a um retorno de cerca de 145% do CDI.

A natureza da estratégia é estritamente macro, com uma agilidade de posicionamento maior do que os fundos que complementam a estratégia, gerando um efeito benéfico de diversificação. Em breve estaremos abrindo a estratégia para todos os clientes, além dos nossos fundos exclusivos.