

SUMÁRIO

MUNDO

Entramos em uma fase de baixo crescimento global, que exigirá também taxas de juros menores

MERCADO

Menores retornos nos ativos farão com que a diversificação entre regiões e classes de ativos seja a chave do sucesso

BRASIL

Ganha mais um tempo para as reformas, porém o preço dos ativos estará ligado às eleições.

Admirável Mundo Novo

O charme da história e sua lição enigmática consiste no fato de que, de tempos em tempos, nada muda e mesmo assim tudo é completamente diferente.

Aldous Leonard Huxley (1894-1963)

Perspectiva. É sempre bom mantermos a perspectiva de tudo. Em que pese o burburinho causado pela Copa do Mundo e depois pelas eleições, temos que manter em mente que o Brasil é pouco menos de 3% do PIB global e no índice MSCI mundial de ações o país do futebol tem algo como 1% de peso. Não é muito, não é verdade? Nos mercados financeiros é o cachorro que abana o rabo, e não o contrário. Logo, iremos nesta edição focar no cachorro e não no rabo. **A economia mundial vive tempos novos e interessantes. É sobre isso que iremos falar.**

Em meados do ano passado o Banco Central dos Estados Unidos (FED) praticamente declarou o fim da grande crise de 2008 ao iniciar o lento processo de retirada dos estímulos da economia. Esse processo ganhou o nome de *'tapering'*. Muitos imaginaram que voltaríamos rapidamente ao nível de atividade (e taxas de juros) existentes antes de 2008. Chegaram inclusive a decretar uma 'morte súbita' para as economias emergentes, já que todo o fluxo de capitais refluiria para os blocos desenvolvidos, atrás de taxas de retorno polpudas em seus títulos soberanos.

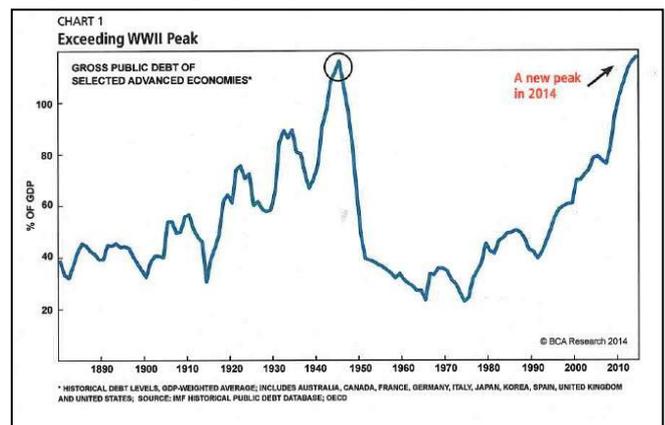
Passados alguns meses, e alguma volatilidade depois, vemos que a economia global ainda está longe de apontar para algo remotamente parecido com os anos anteriores à crise. Os EUA apresentaram uma taxa negativa de crescimento no primeiro trimestre (que alguns atribuem ao rigoroso inverno), a Europa continua apresentando taxas medíocres de crescimento (e flirtando perigosamente com a deflação nos países periféricos), a China luta com uma economia em desaceleração (em especial no setor imobiliário) e o Japão está com um programa de afrouxamento quantitativo (a famosa impressão de dinheiro) de grandes proporções. Os países emergentes também lutam com taxas menores de crescimento.

Afinal, qual a situação real da economia global? **Definitivamente não está em crise, mas a demanda agregada global está longe de estar em linha com a oferta potencial de bens e serviços.** Logo, temos ainda muita capacidade ociosa. Isso explica as baixíssimas taxas de inflação pelo globo e também as incômodas taxas de desemprego.

Quais são as perspectivas para o futuro próximo? Não cremos em um retorno rápido aos níveis anteriores. Na verdade nem temos certeza que voltaremos algum dia para estes patamares. O principal motivo é o elevadíssimo endividamento global. As principais economias tem hoje um percentual de dívida sobre o PIB igual (isso mesmo, igual) ao que tinham quando o mundo ocidental saiu do esforço da segunda grande guerra (vide gráfico, cuja fonte é BCA Research). Alguns números ilustram esta escalada: Alemanha tem hoje uma dívida de 80% do seu PIB, a Itália de 132%, Portugal de 129%, Espanha de 94% e os Estados Unidos estão na casa dos 90%.

Conforme já demonstrado no brilhante trabalho de Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff (http://scholar.harvard.edu/files/rogoфф/files/growth_in_time_debt_aer.pdf), países começam a ter sérios problemas de crescimento após certo patamar de endividamento. Pode-se alegar que a social democracia (e o seu modelo de bem estar social) presente em toda Europa (e nos governos democratas americanos) responde bem por essa escalada de endividamento, sempre oferecendo mais e mais mimos para o seu cidadão. A União Europeia, por exemplo, responde por 7% da população mundial, 25% PIB global e por nada menos do que 50% do gasto social do mundo. A conta não fecha. E continua crescendo. Na média, entre 1910 e 2010 o gasto dos principais países europeus cresceu de 13% para 48% do PIB.

Alguns analistas acreditam que essa armadilha de endividamento-crescimento é oriunda do modelo democrático moderno, onde os **políticos disputam o eleitorado oferecendo sempre mais e mais mimos e o eleitorado responde elegendo políticos que gastam mais e não menos dinheiro.** A democracia moderna é o melhor sistema político que o ser humano criou até agora para viver em sociedade, mas não é perfeito. Os números apontam para essa disfuncionalidade.





Acreditamos que devemos lançar nossos olhos para a Ásia, que seguindo um modelo liberal de fato, tem conseguido resultados impressionantes na construção de economias mais eficientes, calcadas na meritocracia e não no modelo de estado provedor. Um exemplo claro é Cingapura, que na década de 60 era um pântano e hoje é um vibrante hub do mercado financeiro. Para os que quiserem se aprofundar no tema, recomendo esta excelente reportagem do Sunday Times (<http://www.thesundaytimes.co.uk/sto/newsreview/article1411616.ece>).

Em termos práticos (o que é a teoria sem a prática?) o que deveremos ter? Em se tratando de Estados Unidos (o grande cachorro que abana diversos rabos pelo mundo) deveremos ter um crescimento acima do resto do mundo, porém abaixo do que foi o passado. Dois argumentos apontam nessa direção; primeiro o crédito não pode continuar nestas taxas de expansão maravilhosas do pós-guerra (grande parte do enorme patamar de crescimento global nesta fase deveu-se à explosão do crédito), por último (mas não menos importante) vivemos em um mundo que envelhece (ao contrário do baby boom pós 1945). Sem crescimento de produtividade ou da população economicamente ativa, não temos crescimento do PIB. A demografia de Estados Unidos e Europa é claramente na direção de menos crescimento e não de mais crescimento. **Com isso, atribuímos grande probabilidade de que os EUA não devam necessitar de uma taxa de juros reais muito acima de zero. O mais provável é uma taxa de juros real neutra, perto ou pouco acima de zero.** Para uma inflação de 2% ao ano deveremos ter taxas de juros (*fed funds*) também na casa de 2% ao final do processo de elevação, por volta de 2015 ou 2016. Isso é bem menos que o consensual 4% de taxas de juros americanas ao final do processo. Quais as implicações disso para os investimentos?

Para a renda fixa global trata-se de uma boa notícia, os papéis de renda fixa deverão trabalhar com patamares de *yields* bem próximos ao que temos hoje. Se por um lado não há muito espaço para apreciação de preço, por outro lado temos um 'carrego' interessante e gerando algum ganho real sobre a inflação americana.

Para as ações globais a notícia é neutra. Afinal há o lado bom de menores taxas de juros para competir com as ações, mas há o lado ruim que o motivo disso tudo é um crescimento menor. cremos que os principais índices de ações pelo mundo já estejam com uma precificação justa. Com isso vemos os índices como o SP500 com crescimento modesto e o alfa (ganho sobre o índice) vindo através de gestores que fazem a 'pescaria' buscando selecionar os melhores casos específicos de empresas.

Para os emergentes é uma excelente notícia, pois com isso ainda há uma sobrevida (isto é, haverá capital disponível) para países que ainda não fizeram o dever de casa (as famosas reformas). Esse fluxo de capitais, se por um lado não será revertido abruptamente, por outro será menor e mais seletivo do que no período 2008-2013.

Quando pensamos em moedas de países emergentes nesse cenário de menor crescimento (e menor comércio global) imaginamos que os emergentes terão que conquistar (ou até mesmo manter) suas exportações nesse mercado mais duro **através de moedas mais desvalorizadas.**

Em se tratando de Brasil, isso tudo é positivo em termos de taxas de juros. Afinal quanto menor forem as taxas dos *treasuries* americanos, menor serão as nossas taxas (em dólares e em reais) de juros. **Quando somamos isso ao atual ambiente de desaceleração econômica, enxergamos uma taxa de juros brasileira estável em 2014 e quem sabe até pouco menor ao longo de 2015.** Como todo país metido na armadilha da estagflação, ficamos oscilando toda hora entre dois cantos do tatame. Em um temos um judoca chamado inflação, e no outro o judoca chamado estagnação econômica. Agora é hora de visitarmos o segundo.

Estamos entrando em uma fase de economia global de baixo crescimento, taxas de juros moderadas e retorno de investimentos de certa forma medíocres. **Neste momento se faz necessária a diversificação geográfica (e de moedas) e entre diversas classes de ativos para que o investidor possa extrair um pouco mais de suco de laranjas ressequidas. Naturalmente esse processo deve ser conduzido por profissionais, de preferência independentes e focados no cliente. Neste ambiente, fechamos o mês de Maio com um CDI de 0,86% e um Ibovespa que passou o mês inteiro no positivo, mas nos últimos dias cedeu e amargou um mês negativo (-0,75%), após dois meses seguidos de retornos positivos.**