

SUMÁRIO

MUNDO

BREXIT, FED e Trump são as preocupações que o mercado global terá de lidar.

MERCADO

Um mês frustrante para os ativos de risco, porém mantemos a visão positiva.

BRASIL

Será que estamos vendo a gestão do Plano Real II?

Minha Mesóclise, Minha Vida

“O orçamento nacional deve ser equilibrado. As dívidas devem ser reduzidas, a arrogância das autoridades deve ser moderada e controlada. Os pagamentos a governos estrangeiros devem ser reduzidos se a nação não quiser ir à falência. As pessoas devem, novamente, aprender a trabalhar, em vez de viver por conta pública.”

Marco Túlio Cícero (107 a.C. - 44 a.C.)

O filósofo romano aprendeu, em seus 63 anos de vida, o que o Brasil não aprendeu em mais de 500 anos. Iremos nesta carta mensal nos deter sobre as primeiras propostas apresentadas pela equipe econômica do governo de Michel Temer.

Michel Temer assume como Presidente interino, até que o veredicto final sobre o impedimento de Dilma seja votado pelo Senado. O novo gabinete é um mix de uma forte (e técnica) equipe econômica com nomes da política tradicional. Alguns nomes, inclusive, sendo investigados pela operação Lava Jato.

Trata-se de uma escolha pragmática, porém não livre de riscos. Muito do que se pretende (e o país necessita) aprovar é matéria que obrigatoriamente passa pelo Congresso. Um ministério 100% de notáveis não consegue aprovar nada, já um ministério 100% de políticos não consegue formular nada.

As gravações do ex-diretor da Transpetro, Sérgio Machado, já fizeram a sua primeira vítima, ao derrubar Romero Jucá do Ministério do Planejamento. O establishment está inseguro, pois além de mais gravações de Machado temos as delações do ex-deputado Pedro Corrêa e a potencial delação de Marcelo Odebrecht. Essa saraivada de tiros tem o potencial de afetar os principais nomes do PMDB como Renan Calheiros (figura importante na aprovação de medidas no Congresso), Sarney e Geddel Vieira de Lima (esse Ministro de Temer), e também Dilma, Lula e até o senador Aécio Neves.

O sistema político vive a falência do modelo do presidencialismo de coalizão (ou de cooptação, conforme os fatos demonstram). Dos 513 deputados federais temos que pelo menos 150 são alvos de inquéritos no STF, sendo que ao menos 23 suspeitos de terem recebido dinheiro no esquema da Petrobrás. Dos senadores, temos que 24 dos 81 membros respondem ou a inquérito ou a ação penal. Os números indicam que 30% do Congresso está sob investigação ou sob ação penal. É esta a matéria prima que Temer, ou qualquer outro presidente que venha a sucedê-lo, terá que trabalhar para a aprovação das reformas. Não foram Temer ou Dilma os responsáveis por isso, o distinto eleitorado elegeu essa gente.

Dilma preferiu não ter de lidar com esta matéria prima deteriorada, optou por uma relação distante e imperial com as duas casas legislativas. Acabou sendo afastada. Michel Temer opta claramente pelo diálogo e por aquilo que ele mesmo batizou de semiparlamentarismo. As chances de sucesso de Temer são bem maiores em nossa visão, porém correndo o risco de ser massacrado pela opinião pública e pela imprensa por ter que lidar com os investigados em seu dia a dia.

O ótimo é inimigo do bom, e nos parece absolutamente *naive* (por parte do mercado e da opinião pública) esperar por um governo (neste momento) que atenda simultaneamente a duas condições; 100% sem mácula e 100% competente. Temos um país em depressão econômica, caminhando para 14 milhões de desempregados, com uma crise de crédito corporativa (que vem sendo adiada), uma crise fiscal e de dívida interna sem precedentes. O momento emergencial clama por um pragmatismo de todos.

A projeção de um mega déficit de R\$ 170 bilhões para 2016 já é fato precificado pelos mercados, bem como um caminho de recuperação lento para as contas fiscais.

A nova equipe econômica apresentou medidas (ainda em linhas gerais) de cunho mais estruturante e de médio/longo prazo. Em linhas gerais temos;

- Limitar o crescimento da despesa geral pela inflação do ano anterior.
- Devolução para os cofres do Tesouro, de R\$ 100 bilhões oriundos do BNDES
- Reforma da previdência.
- Fim do Fundo Soberano, R\$ 2 bilhões.
- Governança para fundos de pensão e estatais

Como a reforma da Previdência ainda é embrionária, vamos aqui nos deter no teto dos gastos. Nossa visão é que se Temer tiver sucesso no teto dos gastos e na previdência, pode-se dizer que teremos criado o Plano Real II, desta vez atacando o problema fiscal, nosso maior problema.



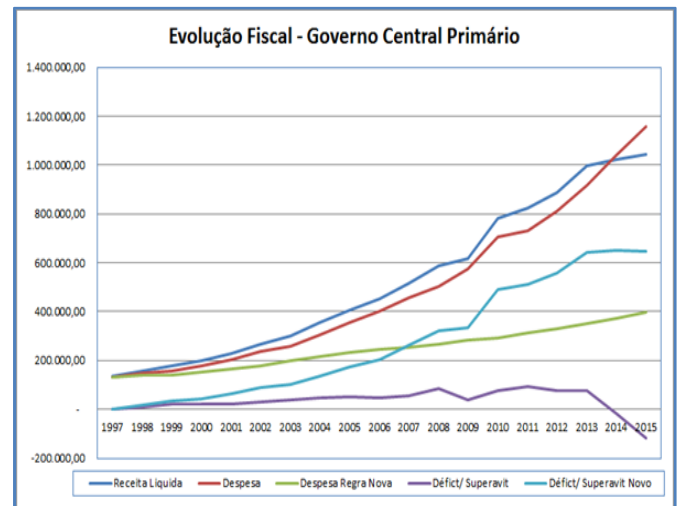
Olhando os números disponíveis desde 1997, temos que na média as despesas primárias subiram quase 6% ao ano ACIMA DA INFLAÇÃO. Em termos de governo, temos Lula e FHC com comportamento bem semelhante. Ambos crescendo as despesas na faixa de 11-12% ao ano, porém financiando isso com crescimento de receitas da ordem de 12% ao ano. Isso via aumento da carga tributária e via crescimento econômico.

	Receita Líquida	%	%	Despesa	%	%	Déficit/ Superavit	IPCA
1997	134.768,0			132.968,0			R\$ 1.800,75	5,22%
1998	156.359,6	16,02%		148.782,0	11,89%		R\$ 7.577,02	1,66%
1999	178.844,1	14,38%		158.679,8	6,65%		R\$ 20.164,29	8,94%
2000	198.354,9	10,91%		177.372,1	11,78%		R\$ 20.982,20	5,97%
2001	227.380,3	14,63%		205.643,2	15,94%		R\$ 21.737,10	7,67%
2002	268.038,3	17,88%	14,74%	236.461,1	14,99%	12,20%	R\$ 31.577,20	12,53%
2003	299.202,4	11,63%		260.122,4	10,01%		R\$ 39.080,05	9,30%
2004	354.952,1	18,63%		305.610,7	17,49%		R\$ 49.341,43	7,60%
2005	407.598,5	14,83%		354.925,4	16,14%		R\$ 52.673,17	5,69%
2006	452.486,6	11,01%	10,89%	403.738,4	13,75%	11,62%	R\$ 48.748,23	3,14%
2007	536.435,4	14,13%		458.785,0	13,63%		R\$ 57.650,39	4,45%
2008	588.256,6	13,91%		502.574,5	9,54%		R\$ 85.682,39	5,90%
2009	616.578,4	4,81%		577.142,0	14,84%		R\$ 39.436,42	4,31%
2010	783.844,5	27,13%	11,00%	705.071,6	22,17%	11,34%	R\$ 78.772,86	5,90%
2011	825.234,9	5,28%		731.710,8	3,78%		R\$ 93.523,56	6,50%
2012	888.495,0	7,67%		812.632,4	11,00%		R\$ 75.862,54	5,81%
2013	995.580,3	12,05%		918.594,7	13,04%		R\$ 76.985,61	5,91%
2014	1.021.512,6	2,60%		1.038.723,3	13,08%		R\$ 17.210,62	6,40%
2015	1.041.305,1	2,11%	5,80%	1.158.700,0	13,55%	9,63%	R\$ 115.395,82	10,67%
							12,07%	6,50%

Com Dilma o comportamento foi diferente, após um primeiro ano austero, ela literalmente 'rasgou a fantasia' e promoveu um crescimento de gastos acelerado e constante. Isso ao mesmo tempo em que o seu voluntarismo/crise política/esgotamento do modelo levaram a economia a uma desaceleração profunda, com queda significativa de arrecadação. O resultado foi uma crise fiscal sem precedentes.

Fazendo um exercício hipotético de aplicarmos essa nova regra do teto limitado ao IPCA anterior, achamos números bem interessantes de como poderíamos estar hoje. Teríamos gerado um superávit de mais de R\$ 5 trilhões de reais no período, com isso a nossa dívida interna seria zero ao mesmo tempo em que teríamos uma carga tributária bem menor.

Mesmo assumindo que tenhamos uma negociação no Congresso e saia um aumento real de 3% (algo mais em linha com o crescimento do PIB), ainda assim teríamos um superávit primário suficiente para abater a dívida interna, ou manter alguma dívida com carga tributária bem menor.



Neste cenário, crescendo a despesa com uma taxa real de 3% ao ano, ainda assim estaríamos vivendo hoje em um país com baixa inflação, juros baixos e crescimento sustentável. Os nossos problemas não são frutos da crise externa e muito menos da oposição. Os nossos problemas são fruto da nossa incompetência para arbitramos e distribuímos de forma eficiente os nossos recursos.

Note que quando temos um teto para o crescimento da despesa, a sociedade pode arbitrar o conflito distributivo gastando mais em educação, por exemplo, e menos em segurança. Ou seja, as prioridades do país são negociadas e resolvidas dentro do orçamento.

As sociedades em processo de amadurecimento resolvem os conflitos distributivos de três formas;

- Saída negociada e democrática, como no teto p/ despesas.
- Guerra civil
- Inflação

E estamos falando ainda das macro medidas. No nível micro, gerencial, temos muito o que fazer. O Brasil, sempre um dos últimos nas avaliações de ensino, gasta o mesmo (em termos de PIB) do que os países que ocupam as dez primeiras posições. O governo federal tem um em cada três funcionários em cargo de chefia/comissionado. É muito cacique para pouco índio! Um choque gerencial no estado acharia de cara um verdadeiro pomar de 'low hanging fruits'.

Em resumo, estamos bem animados com as propostas, que se aprovadas serão um divisor de águas no Brasil.

As tabelas e gráficos acima tem a unidade, em milhões de reais.
Fonte: TAG e Tesouro Nacional

Quadro Resumo

O mês de maio foi marcado pela frustração dos ativos de risco, com o Ibovespa caindo 10% e o dólar ganhando 5% em relação ao real.

Na verdade tivemos um movimento de realização global nos ativos de mercados emergentes, que devolveram boa parte dos ganhos no ano. Isso, internamente, foi amplificado pelos desdobramentos da Lava Jato e pela demissão de dois ministros de Temer em duas semanas.

Continuamos positivos em relação ao novo governo por dois motivos: primeiro porque a política econômica parou de ir na direção errada e, segundo porque já aponta na direção correta. Com isso retornamos a alocação em ações domésticas para moderadamente positivo. Também mantemos a mesma visão para o real.

Alocação Global	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
Ações		←	
Crédito (IG/HY)			
Bônus Soberanos			
Commodities			
Alternativos (Hedge Funds)			
Real Estate			

Alocação Brasil	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
Ações			→
Crédito Privado			
Bônus Soberanos CDI			
Bônus Soberanos Inflação			
Bônus Soberanos Pré			
Alternativos (Hedge Funds)			
Títulos FGC Pós			
Títulos FGC Pré			
Títulos FGC Inflação			
Real Estate			

Alocação Moedas	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
USD			
EUR			
JPY			
BRL			

No cenário externo tivemos um bom mês para as ações globais. Quando olhamos para o processo de aumento de taxa de juros nos EUA, o referendo no Reino Unido no mês que vem e o protagonismo de Trump na corrida presidencial americana nos parece que as bolsas globais, em especial o S&P 500 estão com pouco upside e riscos não desprezíveis. Por isso, preferimos reduzir nossa alocação de neutra para moderadamente negativa.

Nas outras classes de ativos continuamos gostando do high yield americano (mercado estável em maio), das NTN-B's brasileiras (o IMA-B apresentou ligeira queda em maio) e dos papéis pré-fixados após o vértice de janeiro/18 (O IRF-M ganhou apenas 0.26% no mês).

Tivemos um excelente mês para as commodities agrícolas, com compras fortes vindo da China. Mantemos o *view* positivo para a categoria. Nas moedas estamos negativos no EUR-USD por conta do referendo que dirá que o Reino Unido sairá ou não do Euro. As pesquisas estão perigosamente apertadas.

Creemos em apenas mais um aperto nos juros americanos, em julho. Com isso tudo indica que o segundo semestre terá volatilidade, porém será positivo para os mercados emergentes. Dentre estes o Brasil está em processo de reprecificação e nos parece ser o mais atrativo.

Estratégia em Destaque

Nesse mês vamos voltar a falar da nossa estratégia ativa de alocação em títulos públicos, que busca uma melhor alocação entre os ativos e indexadores de acordo com o nosso cenário e percepção de mercado.

Relembrando, os ativos que podem fazer parte da carteira são: LFTs (pós fixado), LTNs (pré fixado) e NTN-Bs (IPCA + taxa pré fixada). Com a ideia de aproveitar o momento atual das taxas dos títulos soberanos brasileiros, com uma agilidade maior do que simplesmente carregar as posições.

O ponto de partida do fundo (TB Itacaré) surgiu após diversos estudos da relação Risco x Retorno entre esses ativos ao longo dos últimos 13 anos, buscando uma alocação que seria a ideal e que se tornaria nosso ponto "neutro" e base de comparação para a estratégia. A composição desse benchmark é a seguinte: 25% IMA-B (índice das NTN-Bs), 25% IRF-M (índice das LTNs) e 50% IMA-S (índice das LFTs). Essa foi a carteira inicial do fundo e que serve de parâmetro em relação a nossos cenários macroeconômicos e nosso posicionamento no mercado.

Nos últimos meses tivemos um fechamento relevante das taxas de juros, porém, elas voltaram a abrir no curto prazo e ainda achamos que existe bastante prêmio na curva de juros. Especialmente com esse novo governo e equipe econômica (Fazenda e Banco Central). Chegamos a estar com posições muito maiores em pré fixado e IPCA+, e no momento nossa posição está próxima do ponto neutro entre pré e pós (porém, com menos alocação em LTN e mais alocação em NTN-Bs), pois entendemos que o papel indexado à inflação nos dá um colchão maior de proteção caso o nosso cenário base não se concretize.

Essa estratégia teve início em Março/2015, e até o final de Maio/2016 estamos entregando 189% do CDI no ano e 110% do CDI desde o início. E entendemos que o momento continua propício para uma alocação visando o médio/longo prazo, em que temos as taxas de juros nominais e juros reais em níveis atraentes.

Vale sempre ressaltar que mesmo se tratando de títulos públicos, esses ativos podem passar por momentos de volatilidade, e podemos ter retornos inclusive negativos em determinados períodos.