

## SUMÁRIO

### MUNDO

Excesso de liquidez ainda é a tônica do mercado, porém Grécia volta a preocupar.

### MERCADO

Maior foi o negativo de abril, com bolsa em queda e dólar em alta.

### BRASIL

O ajuste econômico segue o seu curso, no seu próprio ritmo, mas segue.

#### Sobre Desigualdade e Instituições

*“A pior forma de desigualdade é tentar fazer duas coisas diferentes iguais.”*  
Aristóteles

Ocasionalmente levantamos as vistas dos assuntos de curto prazo e procuramos olhar para longe no horizonte, para tentar entender as causas mais profundas do que vivemos e projetar o futuro próximo. Muito se fala, se escreve e se reclama sobre a questão da desigualdade. **Neste momento doloroso da economia brasileira, onde a tendência de curto prazo é um aumento grande da desigualdade social (via aumento significativo do desemprego) achamos útil visitarmos o tema e tentarmos tirar algumas conclusões.**

Iremos nos debruçar no interessante livro *“Porque as nações fracassam”*, de Daron Acemoglu e James Robinson. Esse instigante livro, de 2012, se debruça sobre algumas questões que intrigam a humanidade desde sempre. Os dois autores tem sólida produção acadêmica em economia, Acemoglu é professor do MIT e Robinson é professor de Harvard.

**Final, o que leva certos países a fracassarem?** Clima, geografia, cultura ou simplesmente a ignorância? **Os autores demonstram, após extensivo estudo de casos históricos, que não é nada disso. O determinante é apenas um, a presença de instituições no país.**

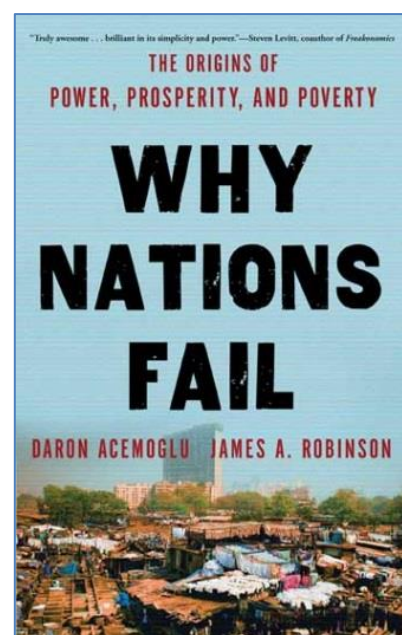
O sucesso vem quando as instituições políticas e econômicas são inclusivas e plurais, criando incentivos para todos investirem no futuro. Por outro lado, o fracasso vem quando as instituições são extrativistas, protegendo o poder político e econômico de uma pequena elite, que se apropria de boa parte da renda do país.

**Ao contrário de certos áulicos, que julgam poder separar política de economia, os autores batem no ponto que é uma política “OK” que leva a uma economia “OK”.** Boas instituições políticas levam a uma distribuição ampla de poder e também limita esse poder, via eleições e via uma constituição equilibrada. Boas instituições econômicas abarcam o direito a propriedade, o respeito aos contratos, a facilidade para se começar uma empresa, mercados competitivos e liberdade para os cidadãos escolherem ocupar o segmento econômico de sua preferência.

Um grande exemplo é a Coreia, o mesmo clima, os mesmos recursos naturais e o mesmo homogêneo povo. Tudo rigorosamente igual, menos as instituições. Enquanto a Coreia do Sul tem um dos povos mais prósperos do mundo, os seus irmãos do norte estão entre os mais pobres. O sul formou uma sociedade que cria incentivos, recompensa inovação e permite que todos participem das oportunidades econômicas. O norte atravessa décadas de fome, repressão política e dirigismo econômico. **Foram as instituições políticas que forjaram as economias, e não o contrário.**

Não há dúvidas que um sistema bancário forte e competitivo é fundamental para a economia, fornecendo crédito barato para empreendedores. Vejamos os casos de México e Estados Unidos. De 1818 para 1914 os EUA passaram de 338 para 27.864 bancos. Já no México, em 1910, havia apenas 14 bancos. Sendo que apenas dois controlavam 60% do mercado. Onde você acha que os empreendedores conseguiam melhores taxas e condições? É claro que a natureza humana é a mesma e tanto os banqueiros americanos quanto os mexicanos estão motivados a ter o maior lucro possível. Com monopólio melhor ainda. **A diferença é exatamente a presença de instituições, neutras, que fazem com que haja competição nos EUA e praticamente ausência de competição no México. O sistema bancário brasileiro se parece com o que?**

Caso mais recente do bom funcionamento de instituições é a quebra do monopólio da Microsoft, no ano de 2000, dos Estados Unidos. O departamento de justiça iniciou em 1998 uma investigação, que considerou ter a Microsoft violado a legislação antimonopólio vigente nos Estados Unidos da América na comercialização do sistema operativo Windows, mantendo o seu poder através de práticas anti competitivas pelas quais tentou monopolizar o mercado dos browsers. **Por aqui temos o CADE com essa função. Porém, alguém se lembra do CADE ter barrado alguma fusão ou aquisição?** No máximo medidas cosméticas aqui ou ali, mas o fato é que a economia brasileira é cada vez mais concentrada. Os grandes segmentos da economia, como do aço, celulose, cimento, bancário, dentre outros são altamente concentrados. O que naturalmente traz prejuízos ao consumidor, que paga mais por um produto pior, já que não há competição. **No Brasil de hoje somente quem parece sujeito à competição é o pequeno empresário, o pequeno comerciante. Que coincidentemente não tem como influenciar a agenda das instituições, já que não tem porte para ser financiador de campanhas eleitorais.**



Sabe-se que uma sociedade civilizada, onde as pessoas desejam viver, empreender e criar os seus filhos devem ser seguras e desestimular o crime. **O Brasil já avança para a trágica marca de 70 mil homicídios por ano, para 200 milhões de habitantes. Nos Estados Unidos temos 15 mil homicídios para 300 milhões de viventes.** Mais uma vez as instituições fazem a diferença, enquanto nos EUA a taxa de solução de assassinatos é de 65%, no Brasil estima-se que não passe de 5%. E não estamos falando do moroso judiciário, e sim do sistema policial de investigação. **Sabendo-se que de cada 100 assassinatos, 95 ficam sem responsável, é natural esperarmos que os crimes de morte sejam estimulados e não coibidos no Brasil.**

Outro fator importante é a questão educacional, enquanto a educação pública de qualidade é norma em países desenvolvidos, em países como o Brasil o resultado é bastante pobre. **No mais conhecido exame de avaliação internacional, o Pisa, o Brasil está em 55º no ranking de leitura, 58º no de matemática e 59º no de ciências. Isso dentro de um universo de 65 países.** Mais um ponto onde nossas instituições fracassam com vigor. Quando olhamos para nossas instituições vemos poucas áreas de destaque, como por exemplo, a Receita Federal, que é o estado da arte em termos de controlar e arrecadar impostos. **Isso não é por acaso, o livro separa bem as sociedades de colonização extrativa e as de colonização de desenvolvedores. Curiosamente a nossa instituição que melhor funciona tem uma característica intrinsecamente extrativa. Coincidência?**

O grande ponto do livro é que a maioria das sociedades é organizada de maneira ineficiente, logo a pergunta não é o que fazem as que dão certo (uma minoria), mas sim entender o que fazem as que dão errado (a grande maioria). Os autores insistem que os economistas frequentemente erram em explicar a questão da desigualdade, pois assumem que os problemas políticos estão resolvidos, quando é justamente o contrário. **Explicar a desigualdade passa necessariamente por entender a eficácia de diferentes tipos de políticas públicas e como isso afeta os incentivos econômicos e o comportamento dos indivíduos. Mas isso, é claro, passa pela política antes.** Afinal um empresário que espera que sua produção seja roubada, expropriada ou pesadamente taxada tem pouco ou nenhum incentivo para trabalhar ou fazer investimentos e inovações.

Definitivamente o Brasil está muito longe do que os brasileiros de bem desejam. Estamos em um daqueles momentos históricos de grande desesperança, com muitas pessoas se questionando se o Brasil é o lugar correto para se criar os filhos. Não surpreende o crescente número de pessoas pensando ou já executando o projeto de viver em outro país, mais próximo de uma sociedade civilizada. Não cremos que seja o caso, o Brasil tem o hábito de dar dois passos para frente e um para trás. **O momento é de arrumarmos a casa e isso começa pela política, onde as instituições políticas extrativas, dominadas por pequenos grupos extrativos tem de dar vez a uma sociedade plural, democrática e meritocrática.** Os americanos usam a frase *"learn, earn and serve"* para definir as fases da vida de um cidadão. No Brasil não vemos isso, temos o *"learn, earn and enjoy"*. Só assim pessoas bem sucedidas, honestas e com experiência se envolveriam com política. Está na hora de mudarmos isso para que possamos optar pela primeira divisão e sair de uma vez por todas da segunda divisão dos países.

O assunto é extenso, nem de longe temos a pretensão de cobrir toda a profundidade do livro, e muito menos do Brasil (não entrei no assunto BNDES e suas 'escolhas' por absoluta falta de espaço). O objetivo dessa carta mensal foi tão somente fazer uma provocação ao leitor e estimulá-lo para se aprofundar no assunto com a compra e ler esse excelente livro.

#### Quadro Resumo

**O mês de maio foi uma espécie de negativo do mês de abril, bolsa em queda com dólar em alta.** O único mercado doméstico que parece ter se descolado foi o de juros, onde taxas reais e nominais apresentaram redução na grande maioria dos vértices.

No cenário doméstico tivemos como principais fatores uma ata do último COPOM com um tom mais duro, o que levou as projeções para a próxima reunião do COPOM, no começo de junho, para uma alta de mais 0,5%. **Claramente neste cenário de estagnação, o BC optou primeiro por matar a inflação para depois se ocupar do crescimento.**

Na atividade tivemos uma destruição de quase 100 mil postos de trabalho em abril, o pior abril desde 1992 (Plano Collor). O PIB do primeiro trimestre mostra uma economia em queda de quase 1% nos últimos 12 meses. Entre acreditar em um banco central mais duro (e ainda com déficit de credibilidade) ou na atividade em queda livre, o mercado de juros optou pelo último e as taxas de juros experimentaram uma bela redução. **Por**

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			█



conta desse movimento, um pouco precipitado em nossa visão, reduzimos um pouco o nosso otimismo com posições pré-fixadas para o curto prazo.

No cenário político tivemos a aprovação de duas importantes medidas provisórias para o ajuste fiscal, com alguns 'cavalos de Tróia', mas aprovadas. E também um ruído entre os ministros Levy e Barbosa na questão do anúncio dos cortes orçamentários. O mercado se lembrou de que Levy é um estranho no ninho no meio de tantos petistas, e que talvez não possa permanecer no cargo o tempo necessário para o ajuste. Esse ruído explica cerca de metade da alta do dólar (5,6%) no mês. A outra metade pode ser atribuída com o a valorização do dólar perante os seus pares. **Neste patamar (perto de R\$ 3,20) estamos mais positivos em relação ao BRL. A taxa de juros recorde em termos mundial é um atrativo para influxo de divisas.**

**Continuamos achando o ambiente muito desafiador para as ações brasileiras.** O Ibovespa caiu pouco mais de 6% no mês, no entanto alguns setores foram bem afetados. Um exemplo é o setor financeiro, com os grandes bancos caindo entre 11% e 14% no mês, fruto do aumento da CSLL de 15% para 20%. Estamos em um ano de profundos ajustes na economia, e é natural que a quantidade de 'dedadas' do governo na economia seja bem maior do que o normal. Isso torna o trabalho dos gestores mais difícil do que já é naturalmente. Após as recentes quedas estamos mais neutros em relação à classe de ativos.

O cenário externo continua benigno, com farta liquidez e uma convergência para o começo de aumento de taxa de juros nos Estados Unidos mais para o final do ano. Europa e Japão continuam se beneficiando da enorme injeção de liquidez de seus bancos centrais. Porém temos, como sempre, a lista de preocupações. Que é encabeçada pelo drama sem fim da Grécia, que está praticamente sem caixa e ainda não chegou a um bom termo com seus credores (na maior parte organismos oficiais). **O país, uma espécie de Club Med gerido por um partido fortemente esquerdista, tem uma dívida impagável, uma equação fiscal complicada e agora enfrenta uma fuga dos recursos em seus bancos para bancos de outros países da região do euro. Mais cedo ou mais tarde o país terá de enfrentar a realidade nua e crua.** Somando-se a isso temos o Podemos (uma espécie de PSOL Espanhol) com um bom resultado nas últimas eleições municipais da Espanha e também a Inglaterra cogitando deixar a região do Euro. A estrada para a união europeia deverá apresentar buracos e óleo na pista nos próximos meses. No que tange às moedas, estamos neutros em relação ao euro e ao yen para o curto prazo.

A classe de multimercados teve mais um bom mês, onde o índice IFMM (Aberto) mostra um retorno de quase o dobro do CDI no mês e de 150% do CDI em 2015. **Creemos que esse ano será um ano rico para os gestores macro, com diversas oportunidades de geração de alpha em câmbio e juros.** Já para a categoria *equity hedge*, vemos um ano mais desafiador com intervenções do governo bem acima do normal (que já é alto, no Brasil). Estamos moderadamente favoráveis para essa classe de ativos.

#### Estratégia em Destaque

Falaremos sobre a nossa estratégia global. Creemos que faz todo sentido para o investidor local ter um pedaço de seus investimentos em ativos fora do Brasil. Hoje nossa economia representa algo como 3% do PIB Global, assim como nossos ativos financeiros. **Dentro de uma ótica de diversificação de risco faz todo sentido esta exposição no exterior.** Creemos que essa alocação deve ser balanceada nas mais diversas categorias de ativos, assim como a exposição cambial deve ser dinâmica de acordo com toda uma visão 'top-down' de alocação.

No momento nossa alocação global em ações está em 15%, com maior foco para Europa e Ásia. Creemos que o *upside* para o mercado americano é menor para o curto prazo. Ainda em ações, mas como uma ótica diferenciada, temos 5% alocados em infraestrutura. Projetos maduros e geradores de caixa de estradas, energia, água e gás pelo mundo.

Em relação à exposição cambial, no mês oscilamos de 40% protegidos, até 70% protegidos (da variação cambial) na medida em que o dólar avançava contra o real.

**Em um mundo relativamente caro, mas com bastante valor relativo entre ativos, alocamos 25% dessa carteira global em 'hedge funds' que buscam tirar partido dessas oportunidades de arbitragem.** Temos também 30% em crédito, nas suas mais diversas formas e exposições geográficas. Trata-se de uma categoria que se beneficia deste novo mundo de baixo crescimento (porém sem recessão) e juros baixos por muito tempo. Completando a alocação temos 8% em notas estruturadas e 17% em caixa, em busca de oportunidades. **Essa estratégia, representada basicamente pelo fundo TB Global, fechou o mês com 3% de retorno e está com 13% de retorno no ano. Desde o seu começo, a estratégia apresenta 36% nominal, ou 170% do CDI de retorno.**