

Porto Alegre, 28 de dezembro de 2012

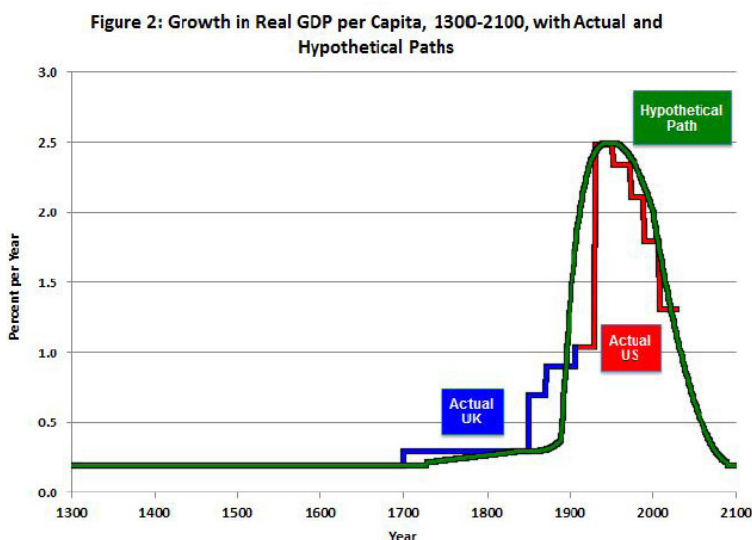
Prezado investidor,

O ano de 2012 está chegando ao fim. A boa notícia é que a previsão do fim do mundo feita pelos Maiais não se concretizou. A má notícia é que - pelo terceiro ano consecutivo – o crescimento econômico decepcionou, abalando o frágil equilíbrio no qual se escoram as expectativas e tentativas de recuperação da atividade. A pergunta, portanto, permanece inquieta: quando o crescimento econômico retornará com o vigor necessário? Nesta carta que segue, procuramos refletir sobre esse tema, relevante não apenas para o Brasil no momento em que se encontra, mas para todo o mundo e seus 200 milhões<sup>i</sup> de desempregados.

Em um artigo publicado recentemente, Robert Gordon<sup>ii</sup> fez uso de argumentos convincentes para questionarmos a idéia vigente – plantada por Robert Solow<sup>iii</sup> na década de 50 – de que o crescimento econômico é um processo contínuo e persistente. Gordon encontrou evidências de que o crescimento econômico até 1750 foi inexpressivo, acelerando de lá para cá devido a três grandes revoluções industriais, as quais promoveram crescimento através de inovação, produtividade e bem-estar.

*O crescimento econômico não é um processo contínuo e persistente. Há evidências históricas de que – por falta de inovações importantes – podemos estar diante de uma era de menor crescimento.*

A primeira grande revolução teria ocorrido no período de 1750 até 1830, com a invenção da máquina a vapor, a fiação do algodão e as ferrovias, durante o período em que a Inglaterra era a potência econômica dominante. O transporte de mercadorias e passageiros evoluiu das caravanas de tração animal para os trens e navios a vapor. A economia baseada no artesanato de ofício foi migrando para as grandes indústrias de produção em escala. Foram necessários quase 150 anos até que os efeitos desta primeira revolução estivessem plenamente instalados e percebidos pela sociedade, tendo seu auge no período de 1850 a 1900.



FONTE: Gordon, Robert<sup>ii</sup>.

A Figura 2 acima ilustra o crescimento anual do PIB per capita dos países dominantes (Inglaterra até 1900, EUA de 1900 até hoje) em função das revoluções descritas.

A segunda revolução industrial é considerada a mais importante e a que proporcionou o maior salto de crescimento e de bem-estar social. Entre os anos de 1870 e 1900, cinco importantes inovações foram disponibilizadas à sociedade norte-americana:

1. Energia elétrica e todas as possibilidades dela derivadas;
2. Motor à combustão, passando pelos automóveis até as rodovias interestaduais;
3. Água e esgoto encanados, bem como sistemas de aquecimento central;
4. Craqueamento do petróleo, berço da indústria química e da invenção do plástico;
5. Equipamentos de telecomunicação e entretenimento, tais como rádio e fotografia.

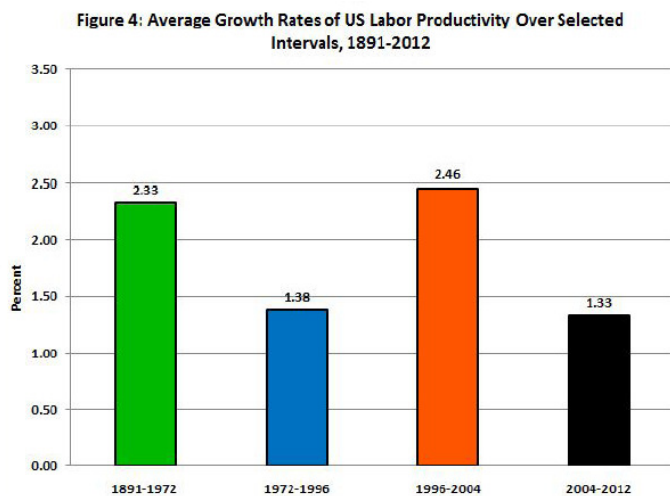
De forma análoga à primeira, os impactos desta revolução promoveram crescimento econômico por mais de 100 anos, sendo que nos anos setenta praticamente todas as famílias dos Estados Unidos já gozavam plenamente dos benefícios proporcionados por essas novas tecnologias. E foi considerável, conforme ilustrado na Figura 2, a contribuição para o crescimento do PIB per Capita de 1900 até 1950. É fácil imaginar como era a vida em 1870: as mulheres passavam boa parte do seu tempo transportando água, lenha e resíduos dos rituais domésticos. Não havia banheiros dentro das residências, nem geladeira, nem fogão; os alimentos eram cozidos na lareira que também aquecia a residência. Apesar de os trens já fazerem as ligações entre as cidades, o transporte urbano ainda era feito com cavalos, e cada qual despejava 5 toneladas de esterco e mil litros de urina por ano nas ruas, deixando o perfume urbano imprestável. Tudo isso, somado às condições extenuantes de trabalho, resultava em uma expectativa de vida de 45 anos, devido aos altos índices de mortalidade infantil e doenças transmitidas pela água e pelo leite.

*A última onda de inovação teve seu auge na metade do século passado e produziu a maior transformação na forma como a sociedade se organizava.*

O automóvel foi responsável por profundas transformações na sociedade. Acabou com o isolamento rural de algumas famílias, permitiu a centralização de escolas, hospitais, mercados e a retirada dos animais de transporte das cidades.

A terceira e mais recente revolução industrial começou em meados de 1960 com a utilização dos primeiros computadores de larga escala, passando pelos computadores pessoais na década de 80 e continuando até a década de 90 com a popularização da internet. Enquanto as duas primeiras revoluções permitiram a substituição da força animal e da humana em tarefas que exigiam esforço físico, essa revolução proporcionou à sociedade ganhos de produtividade ao transferir para as máquinas tarefas computacionais repetitivas e monótonas. Sistemas de código de barras, calculadoras eletrônicas até softwares de apoio são exemplos de equipamentos que tornam a nossa vida mais fácil. Voltando para a Figura 2, fica a importante questão: por que a revolução da informática não sustentou a taxa de crescimento do PIB per Capita após a decadência dos efeitos da segunda revolução industrial?

Parte da explicação pode se dar devido ao forte aumento populacional no período pós Segunda Guerra Mundial (1946 a 1964), conhecido como baby boom. Tal hipótese, contudo, cai por terra, pois o crescimento do PIB per Capita continuou desacelerando nos EUA no final do século passado, quando o crescimento populacional já estava moderado. Outra hipótese é que a maior parte das inovações recentes no campo da internet e da informática são voltadas ao entretenimento e à comunicação. O gráfico abaixo mostra que a produtividade nos EUA de fato melhorou de 1996 até 2004, mas nos últimos anos voltou a encolher.

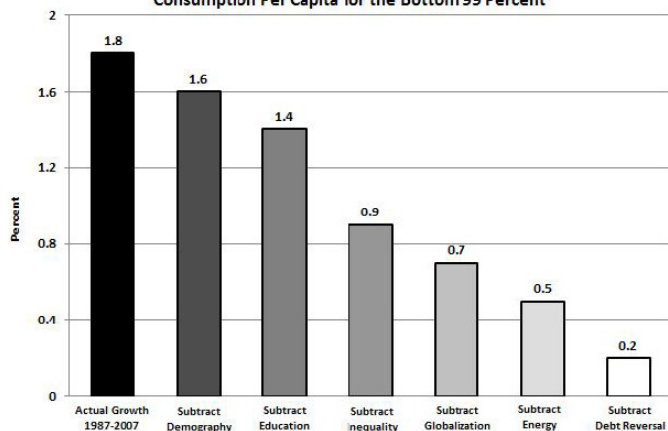


FONTE: Gordon, Robert<sup>ii</sup>.

*Grandes expectativas permearam a revolução tecnológica da informática e da internet. Evidências preliminares sugerem que suas contribuições para a produtividade não serão tão potentes quanto às das revoluções anteriores.*

Robert Gordon conclui o seu artigo sugerindo que, além deste ambiente de menos promoção por inovações importantes, o crescimento será impactado por seis fatores que estão atualmente presentes nos Estados Unidos: a demografia desfavorável com a aposentadoria dos *baby boomers*; as falhas no sistema educacional; a forte desigualdade de renda; a competição advinda da globalização; o custo da energia e a maior preocupação ambiental; e, finalmente, os déficits fiscais e o forte endividamento do governo. O gráfico abaixo quantifica o impacto de cada um desses fatores, reduzindo o crescimento inercial do PIB per Capita para meros 0,2% ao ano:

**Figure 6: Components of the Exercise in Subtraction, from 1987-2007  
Growth in Per-capita Real GDP, To Hypothetical Future Growth in Real  
Consumption Per Capita for the Bottom 99 Percent**



FONTE: Gordon, Robert<sup>ii</sup>.

Naturalmente essas constatações são calcadas na premissa de que não haverá novas ondas de inovação importantes daqui pra frente capazes de impulsionar o crescimento dos países desenvolvidos. Inovações no campo da medicina e no mapeamento do genoma humano podem reduzir nossa debilidade contra doenças e aumentar a expectativa de vida para acima dos 100 anos, com impactos importantes na forma como a sociedade se organiza atualmente. De concreto, atualmente, temos apenas a novidade da exploração economicamente viável do gás de xisto (*shale gas*), que ainda se encontra sob fortes suspeitas de causar danos ambientais.

*Precisamos de uma nova revolução tecnológica para criar crescimento sustentável futuro. Enquanto isso, dependeremos de estímulos monetários, cujo limite ainda está para ser testado.*

A ideia de citar o artigo do Robert Gordon nessa carta é para ratificarmos a nossa sensação de que o crescimento econômico não retornará facilmente. O crescimento econômico norte-americano após o estouro da bolha da internet em 2000 já era para ter sido baixo, o que não ocorreu devido aos estímulos promovidos pelo FED e pelo déficit fiscal, indutores de um crescimento artificial que culminou com a bolha imobiliária e a crise do crédito recente. Vale comentar que o contexto e os desafios apontados referem-se aos Estados Unidos e demais países desenvolvidos, os quais operam na fronteira das tecnologias disponíveis e da produtividade.

O Brasil, assim como os demais países subdesenvolvidos, é seguidor destas tecnologias, e ainda não capturou plenamente os benefícios das primeiras três revoluções industriais citadas. Apenas como exemplo, 10% das famílias brasileiras ainda não têm acesso à água tratada e 25% não tem coleta de esgoto. Desta forma, é de se esperar que num ambiente em que a fronteira mundial da inovação pouco se move, nações como o Brasil têm maiores oportunidades de crescimento ao incorporar o que já está disponível e saturado nos países desenvolvidos. Infelizmente, a nossa percepção é de que o Brasil não se preparou e não está conseguindo capturar essa oportunidade. O modelo que nosso país está adotando não é eficaz.

*O Brasil poderia aproveitar este momento para reduzir suas diferenças para os países desenvolvidos, mas não fez as mudanças estruturais necessárias para capturar este momento oportuno.*

Ao longo dos seus mandatos, o ex-presidente Lula procurou dar forte impulso à demanda doméstica através do aumento da renda, o que foi bancado pelo insustentável ingresso de recursos

provenientes do boom das commodities. Verdade seja dita, méritos por terem mantido a disciplina fiscal e inflacionária. Uma das consequências deste momento próspero que o Brasil colheu foi o esgotamento da infraestrutura, dado que os gastos correntes do governo continuaram preterindo o tão aguardado investimento. Dilma assumiu com o compromisso de corrigir este problema e destravar o investimento em infraestrutura. A lista de pontos positivos é louvável:

- Queda na taxa Selic, na TJLP e ajuste na remuneração da poupança;
- Menor tolerância com a corrupção, haja vista o julgamento do mensalão e a queda de ministros envolvidos em escândalos;
- Criação do Funpresp, desarmando uma perigosa bomba-relógio que invariavelmente estouraria no futuro fiscal do Brasil.

Todos sabemos que, de boas intenções, o inferno está cheio. Testemunhamos, com crescente preocupação, os sinais de que o Brasil está se afastando do bom caminho que vinha percorrendo. Em suma, precisamos desesperadamente melhorar o nível de educação e a infraestrutura do nosso país, mas as iniciativas têm sido tímidas no primeiro caso e bizarras no segundo. A lista de tentativas de retomada do crescimento, diante do pífio desempenho de 2012 (Brasil crescerá 1% contra 2% do combalido EUA) tem sido feita com incentivos de curta duração, e que não contribuem para criar um contexto amistoso ao investimento, conforme segue:

*O modelo de consumo que o Brasil está adotando está esgotado, e o governo tem feito esforços tímidos para ir na direção do investimento. Ainda há tempo: 2013 será um ano decisivo.*

Medida adotada	Consequências
Redução temporária de IPI e INSS sobre folha de alguns setores, escolhidos sem critério transparente.	Aumento de impostos em outros setores para compensar a renúncia fiscal. Por ser temporário, não atrai investimento de longo prazo.
Uso de empresas públicas de capital aberto para objetivos sociais.	Impacto sobre a imagem de governança do Brasil, desencorajando investidores estrangeiros a investir no país.
Redução do preço da energia elétrica em processo truculento e pouco transparente.	Único marco regulatório de concessão de serviço público que vinha funcionando, desde 2004, foi manchado pela forma beligerante que o governo conduziu a matéria, tornando mais difícil atrair capital para novas concessões em outros setores.
Demonização dos bancos privados e expansão insustentável do crédito via bancos públicos.	O esgotamento do modelo de injeção de renda na economia torna insustentável o crescimento do crédito barato sem critério, já evidenciado pela inadimplência reportada no crédito automotivo.
Controle no mercado de capitais e no comércio exterior.	Afetar a entrada de capitais e mercadorias de forma aleatória com impostos e intervenções no mercado pode conter o sofrimento de curto prazo da indústria local, com efeitos deletérios no médio prazo.
Concessão com participação do Estado.	O modelo de concessão adotado para os aeroportos com participação do Estado através da Infraero dificultará a atração de investidores.

Acreditamos que o crescimento mundial permanecerá baixo pelos próximos anos. As autoridades monetárias permanecerão a evitar esforços para manter a confiança dos agentes e a fé no lastro monetário baseado em papel moeda, evitando um agravamento dessa delicada situação. Desta forma, acreditamos que as taxas de juros dos principais centros financeiros permanecerão em patamares baixos, sem senso de urgência para a desalavancagem do endividamento público nas economias do G7. Conforme já mencionamos nas cartas passadas, esse cenário conspira para a construção de um ambiente inflacionário no futuro, efeito colateral que inevitavelmente se apresentará num futuro próximo e para o qual procuramos nos defender alocando nossos investimentos em empresas que possuem um bom poder de repasse de preços. O evento mais importante no mercado de capitais – o qual estimamos que ocorrerá numa janela de 5 anos a frente – será o aumento das taxas de juros nos Estados Unidos e na Europa. Esse evento demandará especial atenção dos gestores de investimentos e marcará o fim da crise do subprime. Ainda é difícil avaliar como se comportará a economia mundial e o Brasil nessa nova era; estaremos atentos aos sinais que emergirão durante esta transição para atualizarmos nossa estratégia de investimentos.

*A inflação segue como uma das convicções para futuro que temos. Manteremos nossas posições alocadas em empresas com pricing power, ajustando à estratégia a medida que o cenário de aumento dos juros no G7 ficar mais evidente.*



Pedimos desculpas pela ausência dessa publicação desde o ano passado. A FUNDAMENTA tem priorizado esforços no sentido de compreender o complexo ambiente econômico que se apresentou após a crise de 2008 e reproduzir tal leitura na gestão das nossas carteiras. O bom desempenho dos nossos fundos de investimento ratifica essa escolha. Com muito orgulho recebemos neste ano a primeira premiação do nosso fundo de ações (FUNDAMENTA FIA – 4 estrelas no Ranking EXAME/FGV), o qual registra rentabilidade de 40% desde seu início, contra queda de 8% do Ibovespa e alta de 5% do IBrX. Além disso, em 2012 abrimos um escritório em São Paulo e iniciamos uma operação em conjunto com a Solfin. A SOLFIN FUNDAMENTA atuará no segmento de fusões, aquisições, reestruturação financeira e consultorias no *middle market*, agregando ainda mais conhecimento e maturidade às nossas tecnologias de análise e gestão. Esperamos ter muitas boas notícias para compartilharmos daqui pra frente. Reiteramos nosso agradecimento pela confiança e desejamos a você e seus próximos um Feliz 2013, com muita saúde e prosperidade.

Para maiores detalhes, consulte o nosso site [www.fundamenta.adm.br](http://www.fundamenta.adm.br).

<sup>i</sup> Projeção da OIT – Organização Internacional do Trabalho para 2012.

<sup>ii</sup> Gordon, Robert J. Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds. Working Paper 18315 – NBER.

<sup>iii</sup> Solow, Robert M. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth. Quarterly Journal of Economics (The MIT Press) 70 (1): 65–94.