

Porto Alegre, 11 de maio de 2010

Prezado investidor,

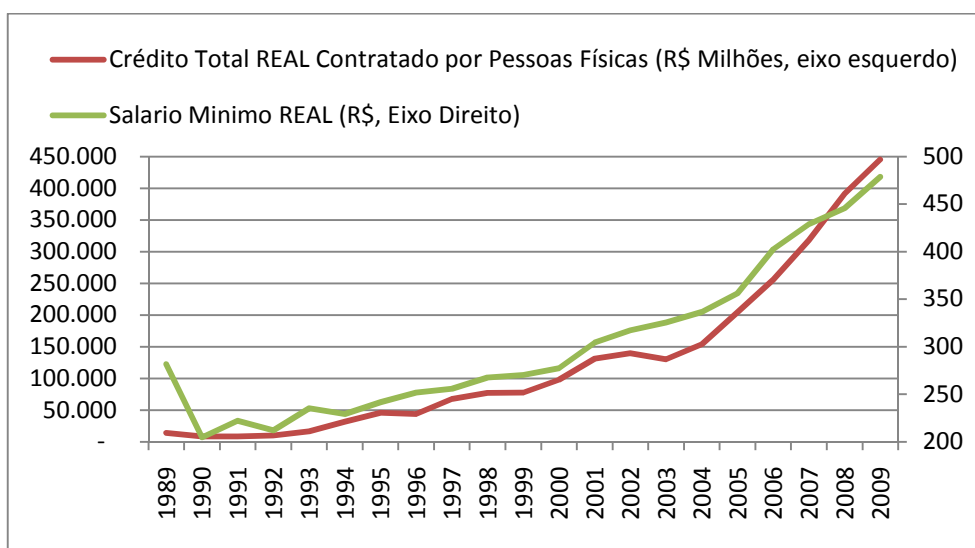
Uma parte importante do nosso trabalho de gestão de recursos envolve identificar e compreender fenômenos econômicos, demográficos e sociais, especialmente quando os mesmos afetam tendências de médio e longo prazo das principais variáveis econômicas que acompanhamos. O Brasil tem sido um país farto destes fenômenos nos últimos cinquenta anos, e a conquista recente do *Investment Grade* evidencia o reconhecimento da nossa evolução pela comunidade internacional. A gestão do Presidente Lula está se aproximando do final, e o tema que abordaremos nesta carta é a característica mais marcante do seu governo: o forte incremento da renda e do crédito.

Nesta carta abordaremos o crescimento recente da renda e do crédito no Brasil...

Durante a gestão do Presidente Fernando Henrique Cardoso, o Brasil combateu seu velho inimigo – a inflação – e podemos dizer que este foi o principal legado da gestão FHC. Ao assumir o cargo em 2003, o atual presidente conduziu uma série de programas de ampliação de renda (destaque para o bolsa família) que produziram significativo aumento na renda total disponível. A lógica econômica alertava na época, contudo, que tal medida se traduziria na volta da inflação, e importantes conquistas do governo anterior seriam perdidas.

Felizmente, o governo petista manteve a linha monetarista – legitimada por Henrique Meirelles no comando do Bacen – e manteve a inflação sob controle. A hipótese de que a contínua valorização do Real frente ao dólar desde 2003 foi uma força deflacionária importante (tema da nossa última carta de 2009) permanece a ser comprovada daqui pra frente, quando acreditamos que não haverá valorização adicional da nossa moeda. Neste ambiente de inflação controlada, juros em queda e renda em expansão, testemunhamos um fenômeno inédito na democracia recente do Brasil: o crescimento da oferta de crédito, com ampliação dos prazos dos financiamentos.

... que só foi possível devido a redução da inflação promovida pelo Plano Real.



FONTE: IBGE e BACEN

O gráfico acima exibe a forte correlação entre o crescimento do salário mínimo e do montante de crédito contratado por pessoas físicas no Brasil (ambos corrigidos por IPCA), ao longo dos últimos vinte anos. Os reajustes do salário mínimo, o qual representa um bom referencial para o nível da renda no Brasil, têm sido próximos à taxa de crescimento nominal do PIB. No governo Lula, contudo, este crescimento foi mais expressivo, evidenciado pela maior inclinação observada a partir de 2003.

Além disso, a maior oferta de crédito foi também acompanhada de aumento nos prazos de financiamento. É compreensível que, num ambiente de inflação descontrolada, taxas de juros voláteis e, portanto, baixa previsibilidade, os financiamentos longos fossem escassos. Era virtualmente inexistente a oferta de crédito superior a dois anos para compra de bens, inclusive imóveis. Atualmente, é comum encontrarmos oferta de venda de automóveis em parcelamentos de cinco anos, bem como imóveis financiados em trinta anos. O gráfico abaixo exibe a evolução do número de meses em que o trabalhador médio no Brasil comprometeu seu salário com crédito à pessoa física, sem considerar crédito para compra de imóveis.

O aumento do prazo dos financiamentos de imóveis, automóveis, etc, veio pra ficar...



FONTE: IBGE, BACEN e equipe de análise FUNDAMENTA.

*Calculado pela divisão do Crédito Total Livre para Pessoas Físicas / Massa Salarial Anualizada.

Percebe-se que, em 2002, cada trabalhador comprometia em média três meses de salário com crédito; e, se for mantido o ritmo atual, veremos este indicador superar vinte meses já em 2011. Não entendemos que esta situação seja alarmante e sequer merece analogia com o que ocorreu nos Estados Unidos com os empréstimos *subprime*. Sabe-se, entretanto, que há um limite para o aumento do crédito, que não é determinado por nenhuma regra matemática, mas sim pela empírica dos agentes e pela intensidade da competição. Continuamos confiantes na prudência

dos principais bancos brasileiros, que historicamente foram bastante conservadores na oferta de crédito.

Vale lembrar que os instrumentos jurídicos também evoluíram para dar suporte a esta expansão dos financiamentos, e destacamos a modalidade de alienação fiduciária (maior facilidade de retomada do bem em caso de inadimplência) e da regulamentação do crédito consignado (crédito com desconto em folha de pagamento).

... respaldado pela alienação fiduciária e pelo crédito consignado.

Entendemos, portanto, que o fenômeno do crescimento da renda e do crédito é importante e o grande responsável pelo bom desempenho do Brasil durante e após a crise econômica, e acreditar na reversão desta tendência não nos parece uma hipótese razoável. O ciclo de alta da taxa Selic que se iniciou recentemente deverá reduzir de forma benigna o ritmo do crescimento da renda e do crédito, mas não a ponto de tirar o charme das oportunidades no nosso mercado interno. Num mundo em que diversos países ainda padecem dos pecados cometidos pela crise e buscam equacionar seus endividamentos, quem tem um mercado de consumo pujante é rei.

No cenário global, não há muitas novidades a registrar em relação à carta passada: Estados Unidos e China seguem mostrando boa evolução, guardadas as devidas proporções e situações. Continuamos acreditando que o grande evento macroeconômico esperado para 2010 é o início da retirada dos estímulos monetários nos Estados Unidos, atualmente com taxa de juros a 0%. A Europa, contudo, tornou-se o foco das atenções devido ao problema da Grécia, Portugal e Espanha, por ordem de vulnerabilidade. A nossa visão é de que alguma solução será traçada para estes países, atrelada a sacrifícios importantes impostos às nações protagonistas. A rejeição da população frente a estas medidas deverá gerar volatilidade nos mercados. Infelizmente não é uma questão de escolha popular, mas de ordem econômica. Nada diferente do que o Brasil passou sob as rédeas do FMI na década de noventa, só que desta vez o famoso brado “fora FMI!” deverá ser ouvido em grego. Se for ouvido em português, é provável que venha de Portugal.

O cenário econômico global permanece sob as incertezas derivadas da crise. Já o mercado interno brasileiro vive um momento de prosperidade.

Seguimos confiantes e cautelosamente otimistas com o Brasil, e nossos investimentos permanecem focados em empresas que tenham sua atividade mais dependente do desempenho da economia interna do que da global. O processo eleitoral que está se desenhando sugere que teremos em 2010 uma eleição tão madura quanto a de 2006, sem percalços e mudanças radicais do *status quo*. Esperamos, na nossa próxima carta, poder registrar o hexacampeonato da nossa seleção de futebol!