

Porto Alegre, 28 de abril de 2011

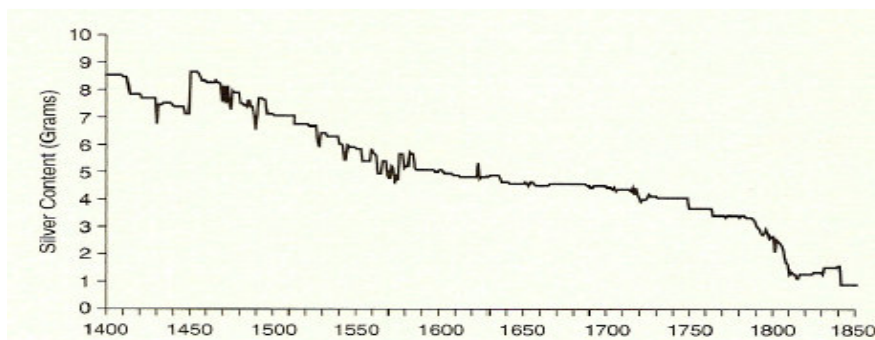
Prezado investidor,

O tema do momento é a inflação. Já havíamos alertado na nossa segunda carta de 2010 que as manobras adotadas para minimizar a crise trariam essa consequência. Lidar com isso é tarefa séria para qualquer país. Em especial para o Brasil, cuja experiência hiperinflacionária ainda está fresca na memória de muitos agentes. Pretendemos expor nesta carta um pouco sobre a história da inflação, e as consequências para o ambiente de negócios e investimentos.

*O mundo está em alerta por causa da ameaça de inflação, um mal que o Brasil conhece muito bem.*

A inflação é um fenômeno tão antigo quanto a história da humanidade. País algum pode dizer que nunca sofreu deste mal. As nações que melhor a enfrentaram nos últimos 200 anos foram a Nova Zelândia, Panamá, Canadá, África do Sul, Estados Unidos, Holanda, Reino Unido, Hong Kong, Malásia e Suécia. As piores foram Zimbábue, Angola, China, Rússia, Grécia, Argentina, Alemanha, Bolívia, Brasil, Nicarágua e Peru.

O gráfico abaixo mostra a redução da prata no conteúdo de dez moedas diferentes vigentes de 1400 até 1850.



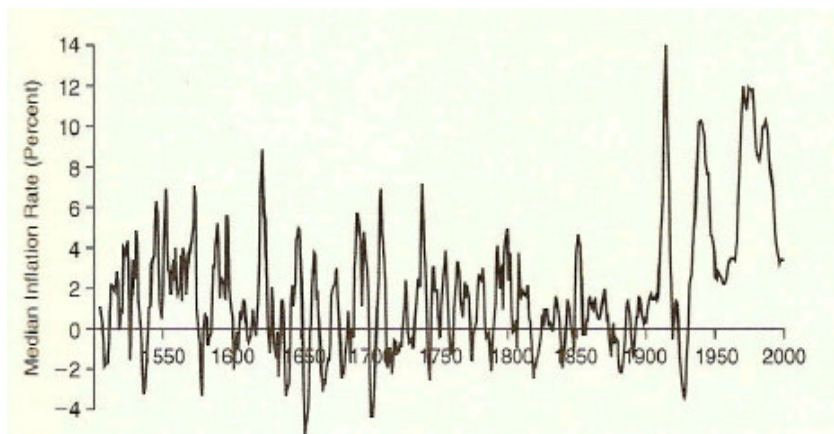
FONTE: Figura 11.2 extraída do livro *This Time is Different*, Reinhart and Rogoff, Princeton University Press

Naqueles tempos, as moedas eram feitas com o próprio metal lastro (ouro ou prata), e seu valor associado à quantidade deste metal na moeda. Esta prática de reduzir o conteúdo do metal valioso na moeda é conhecida como aviltamento monetário; uma “prima” da inflação, pois reduz o poder de compra da moeda. No final do século XIX o papel moeda começou a substituir a moeda metálica, mas havia um problema: como se proteger do aviltamento decorrente de emissão indiscriminada do papel moeda? A resposta foi conectar cada papel moeda emitido a um lastro em ouro depositado nos cofres do banco central do país emissor, o chamado padrão ouro. Desta forma, a emissão de moeda somente poderia ocorrer se as reservas em ouro correspondente estivessem disponíveis. Isso dava segurança ao sistema pois impedia o aviltamento; e, portanto, continha a inflação.

*As história mostra que a perda de poder de compra é um fenômeno antigo e conhecido, não sendo problema exclusivo do Brasil*

O gráfico a seguir mostra a inflação (média móvel de 5 anos) de 66 países, de 1500 até 2007. Nota-se que a inflação dos preços era baixa no período de 1500 até 1900, mas a erosão do poder de compra ocorria através do aviltamento. Durante o período em que o padrão ouro foi utilizado – de meados de 1800 até 1945 - a inflação foi moderada. Desde então, vivemos a era do

papel moeda sem lastro metálico, e uma paradoxal simbiose com a inflação. O que “impede” a emissão indiscriminada de papel é o compromisso dos bancos centrais com as metas de inflação, o qual é convenientemente rompido em momentos de crise. É mais fácil lidar com a velha e conhecida inflação do que com a temida deflação.

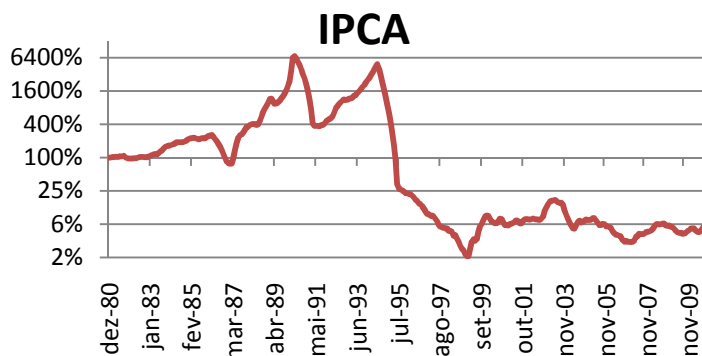


FONTE: Figura 12.1 extraída do livro *This Time is Different*, Reinhart and Rogoff, Princeton University Press

A enorme quantidade de estímulos fiscais e monetários que foram emitidos desde novembro de 2008 até então é fruto da flexibilidade deste novo paradigma. E se há dinheiro em excesso, há inflação. Os primeiros a se deparar com o problema são as economias que estão com atividade econômica aquecida, com destaque para China, Brasil e Índia. Por ser uma inflação generalizada, que engloba alimentos e energia, alguns países mais pobres sofrem com tensões sociais advindas do aumento do custo com alimentação. Episódios como o do Egito e da Líbia são reflexos disso, e a história sugere que o pior inimigo – capaz de derrubar governos – é a inflação de insumos populares.

*A inflação recente é consequência do medicamento adotado para a cura da crise, e os primeiros a sentir os efeitos são os países que se recuperaram mais rapidamente.*

A conclusão desta exposição histórica é que não estamos diante de nenhum desafio desconhecido. O Brasil, em especial, tem uma relação bastante íntima e recente com o tema, conforme exposto no gráfico abaixo do índice IPCA, em escala logarítmica.



FONTE: IBGE

O Plano Real implantado em 1994 deixou para trás o período hiperinflacionário e abriu as condições para a estabilização de preços. Sabe-se que recaídas são muito comuns em países que passaram por processo de redução de inflação, então é vital combater com veemência qualquer novo surto, sob pena de se perder conquistas importantes. Nossa consternação com a inflação recente no Brasil é que restam poucas opções para alívio dos preços.

Estamos praticamente a pleno emprego, então sujeitos a fortes pressões de custos de mão de obra. Evidências recentes de dissídios acima da inflação ocorreram em diversos setores da economia. Os preços internacionais de commodities seguem quebrando recordes de alta, e graças ao câmbio valorizado, o efeito inflacionário em Reais tem sido atenuado (à custa da competitividade do nosso parque fabril). É ingenuidade acreditar que continuaremos contando com a ajuda do câmbio para sempre. Outra válvula de escape seria contar com ganhos de produtividade, os quais exigem elevado nível de escolaridade dos recursos humanos, inovação tecnológica e infraestrutura sem gargalos, que infelizmente o Brasil ainda não dispõe. Restam as seguintes alternativas: subir os juros ou então o governo reduzir seus gastos, ambos com consequente redução de atividade econômica.

Pelo resultado da última reunião do Copom, que aumentou a Selic para 12%, desistimos de contar com “batalhão” monetário. E nossa fé no “batalhão” fiscal é mais esperança do que convicção. Por mais que a Presidente Dilma tenha anunciado cortes e esteja tentando imprimir uma gestão espartana, o *establishment* da máquina pública transcente os desejos do Poder Executivo. Além do fato de 2012 ser ano eleitoral e com forte aumento de salário mínimo já encomendado. Estamos à espera de um milagre...

Preferimos não perturbar os Santos com esse tema. Como gestores de investimentos sabemos que ativos de renda variável performam bem em ambiente inflacionário. É importante escolher os que possuem melhor capacidade de navegar em ambiente de pressão de preços. Dividimos as empresas na bolsa da seguinte forma em relação à capacidade de se defender contra inflação:

1. Companhias que possuem repasse contratual automático de inflação: basicamente as concessionárias de serviço público (energia elétrica, saneamento, distribuição de gás, concessões rodoviárias). O risco é o governo quebrar contratos, ainda que de forma sub-reptícia. Entendemos que às vésperas de copa do mundo e olimpíadas, esse risco é menor, pois qualquer quebra de contratos coloca em risco o fornecimento de serviços básicos fundamentais. Há diversas outras companhias na bolsa, não sujeitas à regulamentação governamental e que possuem na sua receita mecanismos de repasse automáticos, tais como empresas que administram imóveis.
2. Companhias que possuem elevado poder de formação de preços: as empresas que possuem posicionamento competitivo sólido e uma cadeia de valores rígida conseguem repassar facilmente qualquer pressão de custos. Desta forma, seus lucros são defendidos

*O Brasil conhece bem este problema. É prudente, contudo, não subestimar sua inércia, sob pena de colocar em risco conquistas vitais desde o Plano Real.*

em termos reais, e oportunisticamente até ampliados. Há diversos exemplos de empresas com esta característica no setor financeiro, consumo, varejo, transporte, dentre outros.

3. Companhias que possuem baixo poder de formação de preços: tais companhias sofrem num primeiro momento com o choque de custos, com redução do lucro. Posteriormente, qualquer negócio solvente acaba repassando inflações de custo, ainda que leve um período mais prolongado. Em geral são empresas dos setores que possuem ambiente competitivo elevado, com rentabilidades menores.

Nossas posições encontram-se preponderantemente nos tipos 1 e 2 acima mencionados, o que nos deixa relativamente protegidos contra esta escalada de preços. Os piores ativos para se investir em momentos de inflação elevada são ativos de renda fixa que não possuem mecanismos de correção contra inflação. Acreditamos que esta tendência inverterá apenas quando os juros subirem nos Estados Unidos, evento que não parece estar tão próximo de ocorrer.

*De qualquer modo, investimentos em renda variável reagem bem à inflação, especialmente se forem escolhidas as empresas com maior capacidade de repasse de preços.*



Por fim, durante este início de ano assistimos ao espetáculo da anti-governança corporativa no episódio da Vale. Tal manobra sinaliza uma postura estatizante perigosa, ainda que previsível quando combinamos elevada rentabilidade do setor extrativo com governo desenvolvimentista. Lamentamos este passo para trás que o nosso país está dando.