

Porto Alegre, 09 de agosto de 2010

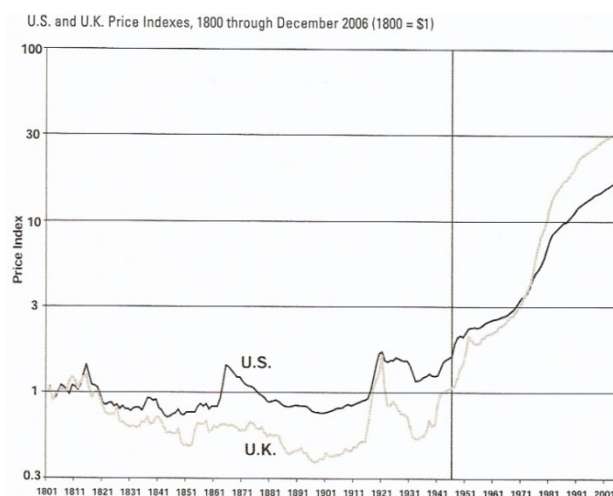
Prezado investidor,

Grécia, Portugal, Espanha e Itália, além de produzirem excelente azeite de oliva, foram também o foco de atenção da comunidade econômica recentemente. O motivo: risco de incapacidade de honrar seus títulos soberanos, com todas as consequências em efeito cascata esperadas para o sistema financeiro europeu e mundial. Tal evento congelou a retomada do otimismo, e ressuscitou debates sobre o perigoso nível de endividamento de países membros do G-20. Será esta uma década perdida para os países desenvolvidos? Pretendemos, nesta carta, argumentar que a lógica econômica pós padrão ouro confere flexibilidade importante, especialmente ao Banco Central dos Estados Unidos, para tornar remota a hipótese de reviver-se a estagflação observada após o *crash* de 1929.

Esta carta aborda o delicado endividamento que nações relevantes alcançaram após a crise de 2008...

Mencionamos na nossa terceira carta trimestral de 2009 que o déficit fiscal de importantes potências econômicas (EUA, Japão e Inglaterra) estava na casa de 9% do PIB, e que projeções do FMI sugeriam a necessidade de uma reversão para um superávit de 4% naqueles países para evitar um descontrole no endividamento. O desafio desta reversão – simultânea - em países economicamente importantes, não tem precedentes. Agora, na metade de 2010, a atividade econômica e o nível de emprego no mundo desenvolvido permanecem débeis: um péssimo ambiente para promover redução de gastos públicos e aumento de impostos. Muito pelo contrário: na reunião de cúpula do G-20 realizada em junho no Canadá ficou estabelecido que *"Há um risco de que o ajuste fiscal sincronizado em várias grandes economias impactaria adversamente a recuperação"*. Os estímulos fiscais e monetários, portanto, continuarão vivos até que hajam evidências mais claras de que a economia engrenou. Aí vem a pergunta: tal magnitude e duração de estímulos não gerará inflação? Vejamos o que a história tem pra nos contar.

...que demandaria um forte ajuste fiscal simultâneo para equacionar.



FONTE: Stocks for the Long Run; Siegel, Jeremy J. - 4ª Edição, figura 1-3.

O gráfico acima mostra a evolução do índice de preços ao consumidor nos Estados Unidos (US) e na Inglaterra (UK), de 1800 até 2006. Percebe-se que de 1800 até meados de 1940 o nível de preços daqueles países ficou praticamente estável. A inflação só ocorria quando havia quebras de safras de alimentos, guerras ou outras crises. De 1940 em diante, o índice de inflação disparou, e nos EUA nunca mais se viu um ano com deflação de preços, mesmos nas crises severas que ocorreram de lá para cá. Descreveremos os fatos que marcaram esta ruptura.

Em 20 de setembro de 1931, o Governo Britânico tomou uma decisão de forte impacto, que era para ser temporária, mas se tornou permanente: não mais trocaria Libras Esterlinas por ouro. Rompia-se, naquela data, a lógica vigente do padrão ouro, em que os países só podiam emitir moeda se tivessem lastro equivalente no metal. Em 19 de abril de 1933, os EUA adotaram a mesma medida por causa da piora da recessão. Com o final da Grande Depressão e da Segunda Guerra Mundial, era preciso reestabelecer um sistema de lastro para as moedas, e a resposta veio no Tratado de Bretton Woods, em julho de 1944. Naquela data, mais de 40 nações fixaram seu câmbio em relação ao dólar norte americano, que por sua vez teve sua paridade reestabelecida com o metal em U\$ 35 / onça de ouro. Em 1968, as reservas de ouro dos EUA reduziam em ritmo acelerado, e o Presidente Lyndon Johnson repetiu a decisão de 1933 de não mais trocar dólares por ouro. Em 15 de agosto de 1971 o Presidente Richard Nixon rompeu finalmente a paridade dólar-ouro. O mundo – especialmente os Estados Unidos – estava livre para imprimir papel moeda à vontade. Apenas em 1975 o congresso norte americano aprovou o Humphrey-Hawkins Act: a primeira instrução para que o banco central (FED) controlasse o estoque de dinheiro.

As consequências inflacionárias dos fatos acima citados são perceptíveis a partir da linha de corte no gráfico. Admitamos, contudo, que a flexibilidade dos bancos centrais para combater crises – especialmente a do país emissor da moeda lastro, o dólar – aumentou. A regra é simples: em caso de crise, basta “criar dinheiro” para reanimar a economia. Quando a atividade recuperar, retira-se o dinheiro injetado de circulação para evitar inflação. A falha deste sistema é que dificilmente se controla o destino destes recursos injetados, e invariavelmente esta lógica forma bolhas que causam estragos pontuais.

Voltando para os dias atuais, temos, então, diversos países com elevado endividamento e economia frágil. Dentre as opções de solução temos:

1. Países endividados promovem ajustes fiscais agressivos, reduzindo gastos e/ou elevando impostos, para equacionar o endividamento. Risco de redução ainda maior da atividade econômica e deflação.
2. Os países endividados seguem “imprimindo moeda” a fim de dar suporte à atividade econômica, sem priorizar a desalavancagem. Risco de provocar inflação de preços.

Para os Estados Unidos - emissor da moeda lastro - a tentação da segunda opção é muito forte, haja vista que o efeito colateral inflacionário é benéfico para quem está devendo. Sabemos do compromisso que os bancos centrais destes países tem para com o combate à

A história mostra que no mundo pós padrão ouro, o lastro monetário tornou-se relativo; e a inflação, inercial.

Não é lógico, então preservar o lastro quando a inflação não ameaça, mas sim beneficia os devedores.

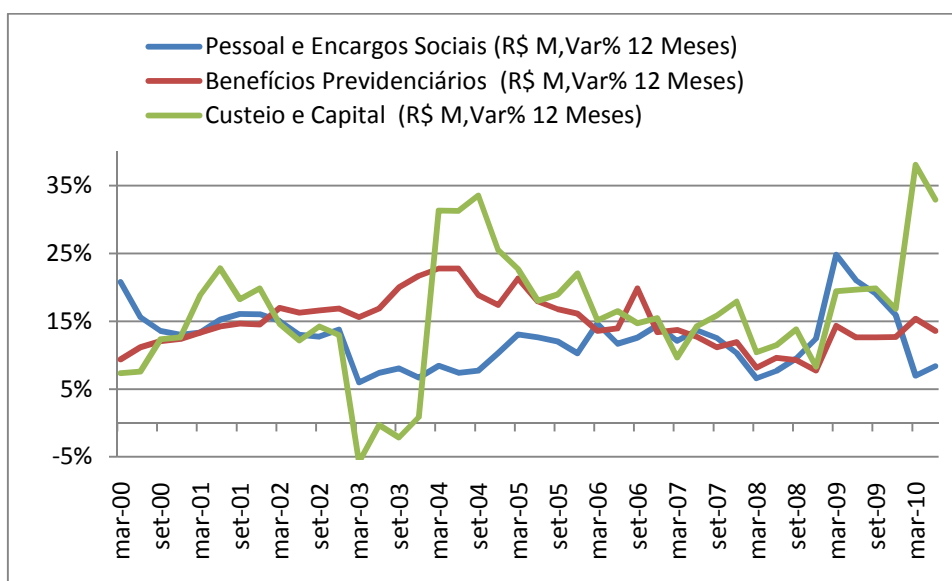
inflação, o que tem dado segurança aos compradores dos seus títulos. Neste caso, contudo, entendemos que à excusa da “cláusula de força maior”, a decisão já esteja tomada. O novo candidato a lastro – o EURO – também já sucumbiu à tentação: na crise recente dos PIGS, apesar de fazer “charme”, o Banco Central Europeu estreou em maio sua “impressora de EUROS” e disponibilizou recursos. Sabemos que não foi de fato uma nova emissão de moeda, mas sim a colocação de títulos do BCE como garantia para os títulos duvidosos dos PIGS. Tanta tempestividade, entretanto, não existiria se fosse necessário ter ouro disponível para colateralizar. O cenário que vislumbramos, por conseguinte, é o da continuidade dos estímulos monetários nos países mais afetados pela crise, até que evidências concretas de recuperação sejam fortes o suficiente (pra não dizer inflacionárias o suficiente) para justificar a sua remoção.

O Brasil, em contrapartida, segue colhendo forte crescimento embalado pelo consumo interno. A expectativa é de crescimento do PIB de 7% para 2010, embora dados recentes possam retornar a expectativa para 6% de crescimento. Ainda assim, um belo feito.

Tal fartura não veio sem um “empurraozinho”: o Brasil promoveu uma política anticíclica - fato raro na nossa história - que tem demonstrado êxito. Dentre as principais, listamos a desoneração de tributos para o setor automobilístico, eletrodomésticos e materiais de construção. Não menos importante foi a redução da taxa SELIC, que atingiu o menor patamar já registrado (8,75%) e; junto com o programa Minha Casa Minha Vida, auxílio aos bancos médios e o BNDES, restabeleceram o crescimento do crédito no país.

O Brasil também concedeu estímulos, e vive um ambiente auspicioso. Apesar da situação fiscal e do endividamento estarem relativamente confortáveis...

O sucesso das medidas citadas e a forte recuperação do país, o qual cresceu a taxas chinesas neste primeiro semestre, deu ao governo uma perigosa sensação de legitimidade que está se traduzindo em forte aumento dos gastos. Um raio-x das despesas públicas é exibido no gráfico abaixo, que mostra a taxa de crescimento de cada categoria desde 2000 até hoje.



FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional (www.stn.fazenda.gov.br)

Basicamente, as despesas públicas são divididas em três categorias: Previdência, Despesas com Pessoal e Investimentos. Em 2009, de um gasto total de R\$ 572 bilhões, essas três contas representaram 40%, 26% e 33% respectivamente. Nota-se no gráfico evolução da taxa de crescimento destas contas. Do início do atual governo até o final de 2008, a Despesa com Pessoal aumentou gradativamente a taxa de crescimento, ao passo que as duas outras contas foram perdendo relevância. Durante a crise de 2008, o crescimento do gasto com Pessoal e Investimentos deu um salto de 10% para mais de 20% ao ano. A boa notícia é que o crescimento da conta Pessoal acomodou recentemente e deu lugar a elevação no gasto com Investimentos. A má notícia é que o crescimento dos gastos Previdenciários voltou a aumentar.

... o histórico não muito distante sugere que o relaxamento dos gastos pode comprometer o caminho do crescimento que o Brasil parece finalmente ter encontrado.

Em resumo, seguimos cautelosamente otimistas com o Brasil, e nos manteremos vigilantes em relação às oportunidades e ameaças. Acompanharemos com muita atenção os próximos dois eventos relevantes para o mercado: a capitalização da Petrobrás (prevista para final de setembro) e as eleições presidenciais. Nossos investimentos mantêm-se preponderantemente em empresas cujo desempenho está atrelado mais à economia interna do que à global, e detentoras de vantagem competitiva capaz de defender margens em ambiente inflacionário.