

Porto Alegre, 17 de agosto de 2011

Prezado investidor,

Por força dos fatos, voltamos a falar sobre crise econômica, tema dominante nos meses recentes. A aparente calma e confiança no futuro das economias desenvolvidas que ganhava força no final do ano passado se transformou em uma nova onda de pânico e aversão a risco no mercado financeiro neste início de semestre. Por que, após quase três anos da ignição da crise do subprime, ainda nos deparamos com o temor de uma recessão mundial? Responder esta pergunta, e contextualizar o Brasil à luz destes eventos, é nosso objetivo nas linhas que seguem.

Antes de mais nada, é importante refrescar a memória quanto à gravidade da crise do *subprime* e suas consequências. Em publicação recente sobre a história das crises econômicas, os economistas Reinhart e Rogoff¹ mostraram que crises bancárias são as mais devastadoras; e que, portanto, demoram mais para serem superadas. A crise do subprime foi uma crise bancária global, e das grandes. Para entendermos o potencial do estrago que pode ser causado, é razoável analisarmos as crises bancárias de magnitude comparável da história moderna, em especial a de 1929. A tabela abaixo sugere que estamos apenas vivendo o ciclo normal de digestão desta.

Quase três anos após o início da crise do Subprime, o mundo revive momentos de pânico e ameaça de uma recaída. Será que o Brasil vai sobressair nesta também?

Maiores Crises Bancárias dos Últimos 100 Anos

	PIB / Capita U\$		Preços reais de Imóveis		Bolsa de Valores		Desemprego	
	Var%	Duração (anos)	Var%	Duração (anos)	Var%	Duração (anos)	Var%	Duração (anos)
EUA (2008)	-6%	2	-40%	5 ???	-55%	1,5 ???	+6%	3 ???
EURO Zone (2008)	0%	0	-5%	1	-60%	1,5 ???	+3%	2 ???
Japão (2008)	0%	0	-5%	??	-55%	2 ???	+2%	2 ???
Inglaterra (2008)	-23%	2	-20%	2	-45%	1,5	+3%	1 ???
EUA (1929)	-30%	4	-13%	7	-65%	4	+22%	4
Espanha (1977)	0%	0	-33%	4	-70%	5	+12%	7
Noruega (1987)	0%	1	-40%	5	-30%	2	+5%	7
Finlândia (1991)	-13%	4	-50%	6	-60%	3	+15%	4
Suécia (1991)	-5%	3	-30%	4	-40%	3	+8%	5
Japão (1992)	0%	1	-40%	20 ???	-60%	3	+3%	12

FONTES: Nota de rodapé nº 1, Macrodados, <http://www.nationwide.co.uk>, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> e <http://www.globalpropertyguide.com/Asia/Japan/Price-History>.

Por que, então, o pânico voltou à tona, se já é sabido que a recuperação é tipicamente lenta e tortuosa? Assim como num acidente aéreo, a explicação decorre de uma somatória de fatos desafortunadamente conjugados. Inicialmente é bom lembrar que ninguém da atual geração de profissionais vivenciou crise desta magnitude, e como todas as anteriores eram sanadas em pouco tempo, é razoável que as expectativas quanto à cura desta fossem como tal. A confiança dos agentes vinha numa trajetória ascendente desde 2009, e o “tropeço” de 2010 foi rapidamente

Ilusões à parte, a crise de 2008 ainda provocará ecos e muitos momentos de incerteza. São sintomas típicos de um mundo em desalavancagem.

¹ This Time is Different – Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff; Princeton University Press - 2009

tratado pelo segundo pacote de estímulo monetário do Federal Reserve dos Estados Unidos. Em 2011 o tsunami ocorrido no Japão, juntamente com as revoltas no Egito e na Líbia, provocaram a combinação perversa de aumento no preço de commodities importantes com a redução da atividade econômica na cadeia automotiva. Tais fatos atingiram a já debilitada Zona do Euro - que vem desde o ano passado protelando a solução da insolvência de alguns dos países membros – bem como a economia norte americana, que depositava na indústria automotiva esperanças para retomada da atividade e do emprego. E, finalmente, o golpe de misericórdia: como se não bastasse toda esta combinação de intempéries, os políticos yanques mostraram que os Estados não estão tão Unidos assim, e protagonizaram tragicômica discussão sobre a ampliação do limite do endividamento daquele país. O limite foi ampliado, mas com sabor de derrota. O mundo se viu sem um líder com legitimidade para navegar nesta crise, e a quebra da expectativa da recuperação se transformou no pânico de revivermos 2008.

Em 2011, uma infeliz combinação de fatos abalou este instável equilíbrio que as economias desenvolvidas se encontram, e abalou a já arisca psique do mercado.

Pelo ponto de vista psicológico, o parágrafo anterior explica o comportamento do mercado. Pelo ponto de vista econômico-racional, contudo, entendemos que os fatos acima são todos efêmeros, com exceção da iminente débâcle da Zona do Euro. Isolando-se este último, acreditamos que há solução.

Para quem acha que há limites para os estímulos monetários – especialmente os dos Estados Unidos – recomendamos a leitura de um artigo de Ben Bernanke de 1999, sobre a crise no Japão². Em tal artigo, o atual presidente do Banco Central dos Estados Unidos critica o Banco Central do Japão por não utilizar a ampla gama de ferramentas disponíveis para reverter a tendência deflacionária que se instalou após o estouro da bolha imobiliária nipônica; e que levou o país à uma letargia econômica desde 1992 (após quase três décadas de crescimento vigoroso). A mensagem de Bernanke é clara: dinheiro é um título com vencimento indefinido, e deve ser impresso sem pudor se for para combater uma ameaça de deflação. Endividamento elevado - afirma Bernanke - não impede que se imprima mais dinheiro, pois a dívida será “corroída” naturalmente pela inflação que decorrerá. Toda esta prerrogativa só vale, como bem alerta o autor, no atual ambiente de lastro monetário papel moeda, e não valeria se ainda estivessemos no padrão ouro. Acreditamos, por conseguinte, que qualquer agravamento adicional nos Estados Unidos será tratado com mais estímulos econômicos. Na última reunião do comitê de política monetária realizada no início de agosto, Bernanke afirmou que os juros daquele país não subirão antes da metade de 2013. Em tempo: após o crash de 1929, os juros ficaram a zero por 15 anos.

Os Estados Unidos devem manter o remédio de sempre: imprimir dinheiro até que a ameaça de recessão desapareça.

A Zona do Euro vive, entretanto, um dilema que foi muito bem descrito pelo colunista Martin Wolf: construiu-se uma união monetária antes que se consolidasse uma união política e fiscal. Quando foi concebida, a promessa era de que a união promoveria desenvolvimento ao conectar diversos países menos importantes ao rico mercado consumidor alemão, com a condição

² Japanese Monetary Policy: A case of Self-Induced Paralysis, Ben Bernanke, Princeton University - 1999

de que todos os membros deveriam cumprir uma única cartilha de regras fiscais (os critérios de convergência de Maastricht) para tornar a moeda única viável. Passados doze anos, o que se observa é que a Alemanha foi a mais beneficiada neste processo; seus produtos inundaram a área do Euro. O problema só não apareceu antes porque os desequilíbrios fiscais e o elevado endividamento de países como Grécia, Irlanda, Itália, Espanha e Portugal foram menosprezados durante a exuberância que pairava nos anos que antecederam a crise do *subprime*. Agora que a conta chegou, ninguém quer pagar. A Alemanha, na qualidade de “avalista” do Euro, tem que fazer a escolha de Sofia. A primeira opção seria nos moldes dos Brady bonds, aceitando o calote dos países que não tem condições de honrar os pagamentos; e fazer os bancos, principalmente alemães (e o povo, em última instância), pagar esta conta. A segunda opção seria excluir os países encrocados da zona do Euro, permitindo que desvalorizem suas moedas para equacionar suas economias. Esta última opção acabaria, entretanto, solapando a reputação do Euro como moeda e sepultando a união feita em 1999. Ninguém sabe qual será o desfecho no velho mundo, mas ainda colheremos muita volatilidade decorrente deste impasse.

A Zona do Euro, entretanto, tem um problema duplo: endividamento de países membros e crise existencial. Seu destino depende da Alemanha.

Em relação ao Brasil, a sensação é de que perdemos aquele encanto que tanto fez os olhares do mundo se voltarem pra cá. Ganhamos até a capa da revista *The Economist* no final de 2009, enaltecendo que o Brasil estava “decolando”. Hoje o mundo olha para o Brasil como um país que está sob ameaça iminente de uma bolha de crédito, com risco severo de superaquecimento inflacionário e com arcabouços frágeis de governança corporativa. São vários os renomados economistas estrangeiros que tem divulgado teses sobre como o Brasil vai sofrer agora o que não sofreu após a crise do *subprime*.

Apesar de admitirmos a existência dos conhecidos defeitos do Brasil, abusaremos da nossa proficiência nativa para discordar de alguns argumentos que tem sido utilizados para profetizar uma crise no nosso país.

Começamos pelo que está recebendo maior status de gravidade: não acreditamos que está se instalando uma bolha de crédito no Brasil. Quem conhece a forma de operar dos principais bancos brasileiros e os esquemas de controle e fiscalização do Bacen, há de concordar conosco. Tal graduação foi sendo conquistada ao longo de anos de exposição aos diversos ambientes hostis que a história da recente democracia do Brasil apresentou, e cujo treinamento serviu para que o sistema financeiro brasileiro enfrentasse a crise do *subprime* com destreza. O crédito cresceu a taxas elevadas desde 2005 devido ao forte aumento da renda e de importantes evoluções jurídicas, as quais permitiram maiores garantias na concessão de empréstimo. Acreditamos ser improvável que tal ritmo de crescimento seja sustentável, mas rejeitamos a hipótese de que há uma bolha e que o desfecho será similar ao que ocorreu nos Estados Unidos.

O Brasil, a despeito de estar com suas contas em melhor estado, tem sofrido diversas críticas. Algumas pertinentes, outras nem tanto.

Os demais problemas que enfrentamos não são recentes, tais como a infraestrutura ultrapassada e engargalada, a falta de mão de obra qualificada para dar vazão ao crescimento, a carga tributária elevada, os juros mais altos do mundo e uma máquina pública inchada. O que há

de relativamente novo, e que deve ser monitorado com atenção pela sociedade, é o aumento da interferência do governo em empresas e setores da economia, com destaque para os casos da Petrobrás e da Vale. O Real excessivamente valorizado também é questão delicada, porém consequência das distorções anteriormente citadas e que infelizmente nosso país não parece muito empenhado em mudar.

Para compreender melhor esta dicotomia entre países ricos versus países em desenvolvimento, é importante termos em mente outro fenômeno que iniciou seu curso na década passada, e que prossegue a pleno vapor: o reequilíbrio da riqueza mundial, que estava bastante concentrada nos países desenvolvidos e agora flui em direção às economias emergentes. O volume de consumo destas economias já é tal que é capaz de conter a queda do preço das commodities, tão aspirada pelo mundo desenvolvido em crise.

Além do rigoroso “treinamento” que o Brasil tem passado ao longo dos anos para enfrentar crises, contam a nosso favor alguns fatores endógenos, os quais devem manter alívio em tempos de crise no mundo rico.



O economista Stephen Jen³ comentou sobre este fenômeno em artigo recente, argumentando que a maior oferta de mão de obra barata, as maiores oportunidades para ganhos de produtividade, aliadas aos ciclos demográficos favoráveis tornam a perspectiva do mundo emergente alvissareira.

Apesar de reconhecermos que uma nova recessão global provocaria impactos na economia brasileira, não acreditamos que os aspectos expostos acima sejam suficientes para justificar a incubação de uma crise econômica no Brasil. O fato de o índice Bovespa estar com performance pior do que vários outros países com economias frágeis pode ser explicado pelo forte

³ On the Colliding Economic and Financial Tectonic Plates – Stephen L. Jen - 2011

fluxo de saída de investidores não profissionais, de acordo com os dados divulgados pela Bovespa. A bolsa estaria à mercê, portanto, de pessoas físicas que provavelmente concentraram seus investimentos nas blue chips ligadas a commodities no passado recente, e que perderam a paciência durante os dois últimos anos de resultados decepcionantes. Soma-se a isso o volume crescente e representativo de transações provenientes dos *algotraders* – algoritmos automáticos – e o comportamento da bolsa no início de agosto se torna compreensível. Ainda veremos muito terremoto no mercado por conta desta crescente automatização de ordens, o que gerará para gestores fundamentalistas, excelentes oportunidades de distorção preço-valor. Seguimos com a nossa convicção de que nossos portfolios devem concentrar suas posições em empresas com elevado poder de repasse de preços (*pricing power*) e mais ligados ao mercado doméstico.

Fatores técnicos e não racionais podem explicar o desempenho ruim da bolsa brasileira este ano. Momentos como esse geram oportunidades de arbitragem preço-valor.



No último dia 20 de julho, o FUNDAMENTA FIA – sucessor do Clube QUANTUM - completou um ano de existência. Apesar de neste período os investimentos em bolsa não terem sido destaque positivo, o FUNDAMENTA FIA agregou substancial diferença em relação aos índices (Ibovespa e IbrX), figurando entre os fundos de melhor desempenho na sua categoria. Aproveitamos para agradecer a confiança de todos os nossos investidores. É com muito trabalho, dedicação e resultados que pretendemos retribuir.

Para maiores detalhes, consulte o nosso site www.fundamenta.adm.br.