

Carta do Gestor

O mau humor dos investidores com o Brasil tem fundamento?

Caros Investidores,

Nos últimos meses, tem ficado cada vez mais clara e generalizada uma percepção negativa por parte dos investidores em relação ao Brasil. Acreditamos que essa percepção negativa tem fundamento.

Um exemplo disso pode ser visto no Ibovespa, que em 2013 acumula queda de 4,2%. De fato, é a única bolsa global relevante com queda em 2013¹. O S&P apresenta alta de 6,6% e o IPC do México, 0,9%. Por outro lado, o desempenho do investimento no PIB em 2012 mostra que esse efeito é mais amplo. No terceiro trimestre de 2012, a taxa de investimento recuou 5,6%, ante o terceiro trimestre de 2011, enquanto os países emergentes apresentaram alta de 1,9%². Ou seja, por mais que o cenário externo adverso tenha contaminado expectativas e investimento, o melhor resultado relativo em diversas economias emergentes sugere que existe um fator específico associado ao Brasil.

A falta de confiança dos investidores tem sido um dos principais fatores por trás da contração do investimento e do pífio crescimento da atividade econômica. Decisões de investimento em ativos ilíquidos são, por sua natureza, de difícil reversão. A expectativa de lucros futura é condição necessária para a tomada de risco. Mas ela não é condição suficiente.

O “espírito animal” dos empresários brasileiros está adormecido. Acreditamos que uma piora lenta e gradual das instituições econômicas e decisões equivocadas dos *policy makers* brasileiros contribuíram para isso.

Entender as causas do desenvolvimento, ou da falta de desenvolvimento econômico, tem sido um enorme desafio para os economistas. Entretanto, é razoável o consenso de que o crescimento econômico de longo prazo está associado ao crescimento da produtividade. Seu aumento pode ser alcançado por meio de maior investimento em capital físico e humano. Nos últimos anos, a literatura avançou na direção de tentar entender de que maneira a interação entre as instituições políticas e econômicas ajuda ou atrapalha o crescimento da produtividade.

¹ Considerando o fechamento do dia 13/02/2013.

² A média de emergentes considera os seguintes países: Chile, Colômbia, República Tcheca, Rússia, Turquia, Índia, México, Polônia, África do Sul e Coréia do Sul.

De modo geral, boas instituições seriam aquelas que garantem direitos de propriedade e estabilidade de regras que encorajam o investimento, que utilizam os mercados e o sistema de preços para alocar recursos de forma correta. Também é importante garantir competição, tanto para empresas quanto para os indivíduos que, tendo o acesso à educação, aspiram a uma melhora do seu padrão de vida. De forma antagônica, instituições falhas seriam aquelas nas quais o direito de propriedade é inseguro, a presença de inúmeras barreiras à entrada e regulações previne o funcionamento adequado dos mercados, distorções do sistema de preços levam a alocação equivocada dos recursos econômicos e excesso de dirigismo estatal “escolhem os vencedores”³. Soa familiar?

Podemos aqui enumerar diversos exemplos de piora em nossas instituições nos últimos anos. A perda de autonomia das agências regulatórias. A maior tolerância com a inflação e a percepção pelos agentes de mercado, e pela sociedade, de que a meta de inflação implícita é mais alta. A piora das expectativas de inflação. A perda de credibilidade em relação às contas públicas, parte em função dos contorcionismos contábeis, parte associada à criação de inúmeros “balanços paralelos” no BNDES, nos bancos públicos etc. A cruzada contra o *spread* elevado e a queda “induzida” das margens de intermediação pelo aumento da participação dos bancos públicos no mercado de crédito. A escolha de campeões nacionais que, com incentivo do BNDES, aumentam o grau de concentração nos mercados, dificultando a livre competição. O excesso de intervenção nas estatais, sendo o maior exemplo disso a destruição do valor de mercado da Petrobras e da Eletrobras. As desonerações de impostos, que apesar de bem-vindas foram erráticas e graduais, beneficiando alguns setores em detrimento de outros.

Não apenas as distorções microeconômicas contribuem para essa piora. A política macroeconômica também se mostra cada vez mais errática. Para o governo brasileiro, dois preços macroeconômicos, câmbio e juros, estavam fora de lugar. Bastaria corrigir esses preços para que o Brasil entrasse num ciclo virtuoso de crescimento, uma espécie de novo equilíbrio.

Os juros caíram e, apesar dos sinais inequívocos de piora da inflação, existe um esforço para sinalizar que eles não subirão. O câmbio depreciou e agora, por conta da inflação, o governo parece tolerar uma pequena apreciação. Mas com “vigilância”. Falta a compreensão de que a estabilidade macro de longo prazo depende, ao contrário, do bom funcionamento das instituições, dos mercados e dos mecanismos de formação de preços.

³ Um livro muito interessante que discute temas relacionados ao desenvolvimento econômico é *Why Nations Fail* de Daron Acemoglu e James A. Robinson (2012).

De que adianta a promessa de juros baixos hoje, se ele, no futuro, teria que subir muito para combater uma alta generalizada de preços? De que adianta uma série de intervenções e desonerações que reduzam momentaneamente o nível de preços, se, no futuro, a inflação pode até mesmo se acelerar, em função da expansão fiscal associada à queda de tributos? Qual a taxa de câmbio no médio prazo? A boa para a competitividade dos exportadores ou aquela compatível com a estabilidade de preços?

Acreditamos que essas escolhas de política econômica nos últimos anos contribuíram para colocar a economia brasileira no dilema em que vivemos no início de 2013. A inflação se mostra muito elevada e resistente, enquanto o crescimento ainda não dá sinais de retomada sustentável. No curto prazo, podemos até observar uma melhora na inflação, caso o governo opte por mais desonerações tributárias, como a da cesta básica, ou uma safra recorde do etanol contribua para uma queda dos preços do anidro e da gasolina. Até mesmo a atividade econômica dá sinais de uma recuperação em janeiro. Mas será esse movimento sustentável?

As instituições econômicas evoluem lentamente. Então, uma possível crítica aos nossos argumentos seria de que elas não pioraram de forma relevante nos últimos anos. No *ranking* de competitividade e *doing business* do Banco Mundial, uma tentativa de medir quantitativamente a qualidade das instituições de um país, o Brasil não apresentou uma piora nos indicadores. Entretanto, ficamos de lado e nossa posição no *ranking* continua ruim – no último relatório, o Brasil ocupou a 130ª posição de um total de 185 países.

Banco Mundial - <i>Doing Business</i>	2005	2009	2011	2012
<i>Ranking</i> Brasil			128	130
Começando um negócio	100	95	94	95
Acesso ao crédito	100	100	100	100
Proteção aos investidores	100	111	111	91
Pagamentos de impostos	100	92	92	92

As categorias acima se referem a alguns quesitos da pesquisa do Banco Mundial, 2005-2010
Uma queda representa uma melhora no indicador

O problema é que, muitas vezes, a percepção dos agentes sobre a qualidade das instituições e da política econômica é tão ou mais importante do que a frieza dos números, pois confiança e credibilidade são intangíveis. Para frente, as escolhas de política econômica podem ajudar a resgatar a credibilidade da política econômica e animar os espíritos animais adormecidos.

Seguem as nossas principais alocações:

Ações

Iniciamos o ano com uma posição comprada em Ibovespa. A bolsa brasileira acompanhou a performance positiva dos outros mercados no início do mês com o adiamento de uma contração fiscal nos Estados Unidos. Aproveitamos esse movimento para zerar essa posição, pois ao longo do mês tivemos vários sinais de deterioração macro e microeconômicas. Em seguida, iniciamos uma posição vendida em Ibovespa, tanto em termos absolutos, quanto em termos relativos, primeiro contra a bolsa americana e, após sua boa performance, contra um índice de países emergentes. Além disso, dentro do contexto macroeconômico brasileiro, acreditamos que as ações de consumo doméstico têm um potencial de correção ou de desempenho relativo negativo, dado o elevado *valuation* das mesmas. Esse setor passou por uma expansão de múltiplos relevante no período recente, embutindo em seus preços expectativas de crescimento robustas à frente, o que acreditamos que esteja mais difícil de acontecer. Essa correção de preços poderá vir por um movimento de quaisquer dos três vetores que mantém o Brasil na atual encruzilhada. A primeira possibilidade é o crescimento permanecer baixo, seja pela conjuntura desfavorável ou porque o crescimento potencial da economia brasileira parece ser menor do que o acreditado antes. A segunda é a inflação permanecer elevada ou acelerar, o que irá corroer ainda mais a renda do consumidor. A terceira possibilidade é uma reversão da política monetária, que o BC tentará evitar até o último minuto.

Na parte internacional, após a boa performance da bolsa americana no mês de janeiro (alta de 5% no mês) e com a discussão do sequestro de gastos se aproximando na segunda metade de fevereiro, zeramos nossa posição direcional comprada. Com isso, apesar de ainda continuarmos com uma visão pessimista para as bolsas europeias no longo prazo, encerramos também nossa posição comprada na bolsa americana e vendida na bolsa francesa. Setorialmente, reduzimos a exposição ao setor de tecnologia, continuamos otimistas com o setor financeiro nos Estados Unidos, bancos e seguradoras, e negativos com o setor de consumo.

Juros Brasil

Ao longo do mês de janeiro, a inflação corrente continuou em deterioração, assim como as medidas de expectativas de inflação. A qualidade do número também tem piorado, uma vez que os núcleos estão em patamares altos, assim como o índice de difusão. Além disso, a inflação de serviços tem se acelerado. Esses números piores de inflação nos levaram a iniciar uma posição tomada no DI jan15 e jan17, uma vez que o mercado precificava pouco prêmio na curva.

Na ata da reunião de janeiro, o Banco Central informou que o balanço de riscos para inflação piorou e que não existia mais espaço para uma queda da taxa Selic, indicando que a estratégia era ficar com a taxa parada por um período suficientemente longo. Com isso, o mercado caminhou para taxas que já precificam alguma reação do Banco Central, e os prêmios já não são tão baixos como eram. Nesse contexto, decidimos encerrar a posição tomada.

Commodities

Continuamos vendidos em milho. Pelo lado da oferta, a produção da América do Sul tem confirmado as expectativas preliminares de uma grande safra. Nas últimas semanas, pequenas revisões para cima na safra brasileira têm compensado pequenas revisões para baixo na safra argentina. Nos EUA, o cenário para a produção permanece bastante animador: esperamos um aumento de área e uma normalização da produtividade, proporcionando um aumento superior a 30% da produção de milho. Com isso, antecipamos que os estoques finais nos EUA serão três vezes maiores na próxima safra do que os da safra corrente. O preço está alto, em termos históricos, e nos parece incompatível com a enorme disponibilidade de milho que esperamos.

Encerramos as alocações vendidas nos metais. O desempenho da indústria global nos surpreendeu positivamente nos últimos três meses e sugere alguma melhora da demanda por metais industriais, o que nos fez zerar as alocações vendidas.

Dívida

Mantivemos nossa posição tomada nos juros de dez anos da França e aplicada nos juros de dez anos da Alemanha. A posição fiscal e de competitividade da economia francesa é muito inferior à alemã e a economia francesa entrou em recessão nesse trimestre, segundo nossas projeções.

Juros Internacionais

Apesar da diminuição do risco de estresse na Europa, continuamos sem clareza sobre os possíveis impactos negativos na atividade do fim do benefício no *payroll tax* nos EUA. Além disso, as incertezas fiscais permanecem. Desta forma, não enxergamos grandes assimetrias nos mercados e, portanto, permanecemos sem maiores alocações.

Moedas

Encerramos o mês de janeiro sem alocações relevantes.

Atribuição de Performance

No mês de janeiro, o SPX Nimitz rendeu 1,88%, ante um CDI de 0,61% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Jan/13	2013	12 MESES
Ações	0,87%	0,87%	1,88%
Commodities	0,04%	0,04%	0,22%
Dívida	-0,07%	-0,07%	-0,73%
Juros Brasil	0,48%	0,48%	4,32%
Juros Internacionais	0,02%	0,02%	-1,98%
Moedas	0,11%	0,11%	1,82%
Taxas e Custos	-0,19%	-0,19%	-2,47%
CDI	0,61%	0,61%	8,09%
Total	1,88%	1,88%	11,15%

A SPX Gestão de Recursos Ltda ("SPX Capital") não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimentos. As informações contidas nesse material são de caráter exclusivamente informativo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade do fundo apresentada não é líquida de impostos. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Os investidores devem estar preparados para aceitar os riscos inerentes aos diversos mercados em que os fundos atuam e, conseqüentemente, possíveis variações no patrimônio investido. Este fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este fundo realizará investimentos nas cotas do SPX Nimitz Master FIM que utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas no SPX Nimitz Master FIM, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado, implicando na ocorrência de patrimônio líquido negativo no fundo e na conseqüente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. O fundo SPX Nimitz Master FIM pode investir em ativos no exterior.

