

Novo ciclo de projetos: uma visão global para investir no Brasil

O Brasil segue baseado em um tripé saudável: responsabilidade fiscal, regime de câmbio flutuante e política monetária focada nas metas de inflação

Os indicadores macroeconômicos robustos, a capacidade de resistência aos impactos da instabilidade financeira externa e a atração exercida por um mercado consumidor crescente, turbinado por uma nova classe média que agrega ao mercado o equivalente à população da França a cada dois anos, fazem do Brasil o porto de desembarque mais provável para os grandes investimentos globais ao longo dos próximos anos. A visão dos gestores internacionais presentes no Brasil já coloca o país em primeiro lugar em todas as plataformas de produtos e serviços de inves-

timentos na América Latina e em lugar privilegiado entre todos os mercados emergentes.

Do ponto de vista dos gestores ouvidos pela revista **Fundos de Pensão**, o Brasil, que ocupa em média cerca de 70% a 80% de seus portfólios de investimentos para a América Latina, tem um papel claramente dominante na região e deve protagonizar, nos próximos anos, um movimento inédito de desenvolvimento de projetos e instrumentos de financiamento, tanto no mercado de dívida como no de capitais.

Os grandes gestores ampliam estratégias para trazer investidores de suas plataformas externas para cá mas também aproveitam para estabelecer novas bases de produtos que satisfaçam a demanda por diversificação dos investidores locais e particularmente dos fundos de pensão brasileiros nesse novo ambiente. Nem mesmo o aumento da alíquota de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), que passou de 2% para 6% para o investimento estrangeiro na tentativa do governo de conter a queda do dólar frente ao real, deve estancar o fluxo, ainda que os gestores de private equity prevejam algum impacto.

O aumento, se não tiver um diferencial para o longo prazo, pode comprometer o fluxo de investimentos em *private equity* e *venture capital*, acredita Sidney Chameh, presidente da Associação Brasileira de *Private Equity & Venture Capital* ABVCAP. “A medida não vai estancar o ingresso de recursos, até porque o Brasil está numa fase de crescimento e atração de investimentos estrangeiros, mas, certamente, haverá alguma queda”. O grande problema, acredita Chameh, está na generalização da medida, que não faz diferença entre o capital de curto prazo e aquele que vem

para financiar projetos de longo prazo, típicos do mercado de *private equity*. Segundo os dados da ABVCAP, os setores de infraestrutura, energia, óleo e gás, comunicações, TI, entre outros vinham recebendo aportes consideráveis desses recursos em função dos grandes eventos esportivos que ocorrerão no Brasil nos próximos anos. A estimativa da

entidade é de que os fundos de *private equity* e *venture capital* possuam aproximadamente US\$ 10 bilhões disponíveis atualmente para investimentos no país.

A tendência é de que o desenvolvimento do mercado de capitais, aliado à redução do risco Brasil, atue para multiplicar a entrada de recursos. “Essa situação deve gerar oportunidades para investidores locais e internacionais”, frisa Mauro Bergstein, diretor da *Credit Suisse Asset Management*.

Atrativos

Os três principais vetores que preocuparam os investidores em 2010 – ciclo de elevação do juro, eleição presidencial e a megaoperação de capitalização da Petrobras –, não deverão mais influenciar tanto os mercados em 2011, o que, somado ao fato de o Brasil ainda ser um dos países mais baratos, diversificados e líquidos para investimentos entre os emergentes (BRICs), tenderá a atrair volumes cada vez maiores de investimentos para o país. Se o Brasil tem taxas de crescimento inferiores às de China e Índia, por exemplo, em contrapartida suas companhias abertas são incomparavelmente mais transparentes do que as de China e Rússia e, no confronto com a economia indiana, a questão do equilíbrio do déficit fiscal naquele país é um problema que coloca o Brasil em nítida vantagem, assim como a maior carência de infraestrutura do lado indiano do que do lado brasileiro. A análise é de Will Landers, principal gestor de fundos na América Latina da Black Rock – maior administradora de recursos do mundo, com um total de US\$ 3,4 trilhões sob gestão, dos quais US\$ 9,5 bilhões na AL, sendo 72% desse total aplicados no Brasil.

Aproximadamente dois terços dos recursos investidos na região pela Black Rock estão alocados em ativos ligados aos mercados internos desses países, notadamente o brasileiro. E, apesar da elevação do IOF para investimentos estrangeiros, a tendência é de que os atrativos continuem crescendo. “O Brasil passou a ser um país ao qual os investidores voltam em primeiro lugar assim que começa a haver recuperação de uma crise, o que demonstra sua atratividade em vários níveis”, observa Landers.

Novo patamar

O olhar mundial sobre o Brasil continua positivo mesmo dentro de um ambiente global de incertezas. A expectati-

Apesar da elevação do IOF para investimentos estrangeiros, a tendência é de que os atrativos continuem crescendo

va, segundo avalia Mauro Bergstein, é de crescimento forte para os próximos anos. “Talvez estejamos assistindo de fato à passagem do país para um novo patamar de crescimento anual do PIB, que deve ficar em torno de 4% a 5% ao ano, com melhor distribuição de renda e maior oferta de crédito”. A inflação sob controle, perto do centro da meta estabelecida pelo Banco Central, e a retomada, em 2011, do movimento para a redução do juro, reforçam junto aos gestores internacionais a idéia de que o Brasil segue baseado num tripé saudável: responsabilidade fiscal; regime de câmbio flutuante e política monetária focada nas metas de inflação.

Indústria de financiamento

O motor de demanda de investimentos é grande e crescente à medida que vão se agilizando os mecanismos para concretizar e financiar novos projetos, incluindo as Parcerias Público-Privadas. Há uma tendência muito sólida de que, à medida que as PPPs sejam viabilizadas, aumente o número de projetos para a indústria de financiamento, conforme lembra Philippe Ventoze, responsável pela área de Financiamento Estruturado do banco francês BNP Paribas no Brasil.

O risco de mergulho recessivo duplo na economia mundial, o tão temido “*double dip*” prenunciado desde 2008 como um desdobramento mais ou menos inevitável da crise, é um risco que permanece, na opinião de Ventoze. “Não é o cenário base com que trabalhamos mas a economia dos EUA depende muito dos movimentos de seu Banco Central e poderá vir outro movimento forte para reduzir a liquidez no mercado local, o que deve estimular a continuidade do fluxo para outros mercados”. Para o gestor do BNP Paribas, as perspectivas favoráveis ao desenvolvimento dos mercados e à multiplicação do número de projetos no Brasil criam um momento bastante particular em que os fundos de pensão brasileiros podem se permitir exigir o

melhor dos mundos, ou seja, ativos com *rating* alto (BR duplo A, no mínimo); rentabilidade diferenciada acima dos títulos do governo e indexador em IPCA.

Múltiplos baixos

A estimativa dos gestores é de que a Bovespa atinja o patamar de 90 mil pontos sem dificuldade em 2011 e se há risco de erro nessa projeção certamente deve ser para mais e não para menos. A valorização das companhias pode surpreender favoravelmente, estima Will Landers, e está na hora de os analistas atualizarem seus modelos adequando-os a um cenário de juros mais baixos.

É claro que há uma boa dose de volatilidade relacionada a empresas como Vale e Petrobras mas também é verdade que essas companhias continuam sendo negociadas a múltiplos menores do que suas similares no resto do mundo. No caso da Petrobras será preciso digerir melhor a megaoperação para saber o que vai acontecer. A influência política sobre a companhia é uma preocupação dos investidores, diz Landers, “porque a Petrobras sempre foi uma empresa bem vista por sua gestão independente, então é preciso mostrar ao mercado que isso ainda é uma verdade”. A Black Rock, que não participou da capitalização da Petrobras e acabou reduzindo sua participação na companhia, observa com atenção o momento de voltar a aumentar essa posição.

Na comparação com os demais mercados, a percepção é de que o Brasil merece ser negociado com múltiplos melhores do que os atuais, então a tendência é atrair muito investimento. Quanto aos vetores que chegaram a gerar alguma instabilidade e contribuíram para “segurar” a Bolsa em 2010, Landers discorda da corrente de analistas que esperam novas pressões altistas sobre os juros em 2011. “Com um pouco mais de controle sobre o lado fiscal e alguma coisa no sentido de reformas para reduzir o custo Brasil, além de um crescimento do PIB que deverá ficar entre 4,5% a 5% ao ano, levando em conta que o Brasil ainda é um dos países mais baratos, líquidos e diversificados do mundo, temos todos os ingredientes para continuar atraindo capital”.

Os fundos de pensão brasileiros podem se permitir exigir o melhor dos mundos - ativos com *rating* alto (BR duplo A, no mínimo); rentabilidade diferenciada acima dos títulos do governo e indexador em IPCA

IPOs em alta

As medidas adotadas pelo governo desde 2008 para minimizar os impactos da crise global ajudaram a garantir o equilíbrio buscado pelos investidores internacionais e locais, fator ao qual pode ser acrescentado o fato de que a maioria dos IPOs (ofertas públicas iniciais de ações) no mercado brasileiro tem acontecido no Novo Mercado (segmento de governança mais avançada na BM&FBovespa). Essas companhias, observa Landers, “são tão abertas como se fossem listadas em Nova York, o que dá segurança ao investidor”.

Não é por outro motivo que a absorção das ofertas públicas de companhias brasileiras passou de uma média de 15% a 20% para 30% entre os investidores institucionais europeus, ressalta Diogo Castro e Silva, diretor executivo do BCG Brasil (Caixa Geral de Depósitos, o maior banco de Portugal). “Os institucionais europeus têm demonstrado interesse crescente pelo Brasil, principalmente no que diz respeito à compra de equities brasileiros e participação nas ofertas públicas de ações”.

Para a gestão focada no longo prazo é essencial a continuidade da política econômica de estabilização da inflação. “O presidente Lula deu continuidade ao Plano Real e o Banco Central tem atuado de maneira super focada nas metas de inflação,

e desde que o país continue buscando manter o superávit fiscal, os sinais são todos favoráveis a um cenário em que o juro real continuará caindo”, afirma Landers. E os fundamentos econômicos mais importantes analisados pela Black Rock são animadores, destacan-

“Na China, muitas companhias são controladas pelo governo, o foco em lucratividade não é tão grande como aqui, e a transparência das empresas chinesas e russas não pode ser comparada à das brasileiras.”

do a expectativa de continuidade para a expansão do crédito e do mercado de hipotecas, o que acaba favorecendo todos os segmentos de empresas envolvidos com o desenvolvimento imobiliário e o aumento de investimentos em projetos de infraestrutura.

Infraestrutura e riqueza

Os projetos de infraestrutura assumem um caráter duplamente importante, analisam os gestores. Além de garantir que haverá suporte para o crescimento do PIB em termos de energia, estradas, portos, hidrelétricas, etc., esses projetos signi-

ficam também um impacto positivo das companhias envolvidas sobre a economia, gerando empregos mais bem pagos e que ajudam a impulsionar o mercado doméstico. “Dá mais conforto ao investidor aplicar em companhias ligadas ao mercado doméstico brasileiro”, diz Landers.

O investimento no país hoje tem a ver muito mais com o crescimento do poder aquisitivo da população e com a emergência de uma classe média cada vez mais numerosa do que com vetores ligados à economia mundial, um ponto que sem dúvida tem sido o referencial da atratividade brasileira para os investidores globais e locais. “Mesmo em situação de risco maior lá fora o Brasil tende a performar melhor e continua sendo um dos primeiros mercados a registrar o retorno dos investidores”. Conceito fundamental para o investidor com visão de longo prazo nacional ou internacional, pontua Landers, é o de que “o Brasil tem uma população jovem que está ficando cada vez mais rica”.

Observado como parte dos BRICs, o Brasil tem algumas vantagens essenciais. É verdade que a China continua a ser o motor do crescimento do mundo e todos querem participar desse crescimento, então a liquidez lá é maior, “mas se olharmos os emergentes como um todo, muitos desses países são mais dependentes do crescimento global do que o Brasil”, lembra o gestor. O foco em retorno e lucratividade das companhias brasileiras está entre os pontos mais fortes nesse diferencial. “Na China, muitas companhias são controladas pelo governo, então o foco em lucratividade não é tão grande como aqui, e a transparência das empresas chinesas e russas não pode ser comparada à das brasileiras.”

Além da Copa

Olhar a infraestrutura além da Copa do Mundo e das Olimpíadas é uma necessidade, mas nem por isso esses dois eventos devem ser minimizados. De acordo com o gestor da Black Rock, o Brasil pode fazer

como fez a África do Sul e surpreender apresentando o país ao mundo de modo a desenvolver a parte turística, que ainda está subdesenvolvida por aqui: “Temos que transformar o turismo em uma nova fonte de crescimento para a economia brasileira”.

O tema da infraestrutura é mundial e os grandes fundos de investimentos nesse setor estão olhando, de maneira crescente, as oportunidades no Brasil, como é o caso do fundo *Global Infrastructure Partners*, de US\$ 5,5 bilhões, montado pelo *Credit Suisse* em *joint-venture* com a GE Capital. “Temos conversado com investidores estrangeiros que estão fortemente interessados nas ações ligadas ao setor aqui no Brasil e, no segmento de *private equity*, o foco principal está sem dúvida na infraestrutura, área em que os grandes fundos de pensão brasileiros também já investem pesadamente”, diz Bergstein.

O investimento no setor, apesar de todo o seu potencial, exige cuidados especiais com a governança dos projetos, lembram os especialistas. Dúvidas sobre a influência do governo nos projetos e a falta de instrumentos de investimento que ofereçam maior segurança em termos de governança podem ser fatais. “Tanto o arcabouço legal como a governança do produto de infraestrutura têm que ser fortes”, alerta Marcelo Mello, vice-presidente da Sul América Investimentos, associada ao grupo ING. Em *private equity*, o ambiente é de consolidação e crédito barato, o que facilita o caminho para a capitalização das empresas interessadas em fusões e aquisições.

O ciclo de grandes investimentos a que o Brasil está dando início exige dos gestores uma análise cuidadosa projeto a projeto, estruturando operações financeiras que assegurem retorno de longo prazo estável e risco limitado, considerando os fundos de pensão como *players* relevantes. Entretanto, os projetos ligados a eventos como a Copa do Mundo e Olimpíadas não são vistos com o mesmo entusiasmo por todos os gestores.

Por terem um calendário apertado, “com hora marcada”, eles devem absorver boa parte da capacidade de execução e investimento da máquina do Estado, o que significa que podem não ser tão atrativas do ponto de vista do setor privado, avalia Diogo Castro e Silva. “São eventos originados pelo Estado, que tem capacidade limitada de execução e de investimento, e a Copa, por exemplo, vai colocar muita pressão sobre a máquina do Estado”. A percepção é de que talvez não sobre espaço no calendário de licenças ambientais e outras etapas de execução das obras, o que tornaria esse tipo de projeto menos interessante para o setor privado. O BCG tem um foco maior na área de financiamento de longo prazo, atuando como estruturador de projetos a exemplo do Rodoanel de São Paulo, em 2009, e da Rota das Bandeiras.

A participação das EFPCs deverá ser cada vez maior em projetos ligados a estradas, portos e energia (renovável ou não), envolvendo a matriz hídrica, investimentos em energia eólica e no setor térmico. Essas áreas serão essenciais para assegurar o crescimento da demanda da economia, afirma Castro e Silva. “O consenso de mercado é de crescimento de 5% a 6% do PIB a longo prazo e para assegurar isso tanto o governo como os atores relevantes do mercado têm como objetivo a infraestrutura, além de pensar em outro gargalo preocupante que é a falta de mão-de-obra qualificada”. Nesse ambiente, o banco português atua para estabelecer parcerias com *players* brasileiros para oferecer projetos aos investidores estrangeiros.

Os projetos ligados a eventos como a Copa do Mundo e Olimpíadas não são vistos com entusiasmo por todos os gestores

Mercado de capitais e de dívida

Com R\$ 28 bilhões sob administração no Brasil, dos quais R\$ 9 bilhões são de investidores internacionais que buscam oportunidades na América Latina, particularmente no Brasil, e outros R\$ 9 bilhões em recursos de investidores institucionais brasileiros, incluindo fundos de pensão, o BNP Paribas está envolvido em duas grandes operações no país, tanto por meio de sua *asset management* como do banco de investimentos. Um deles é o trem de alta velocidade (TAV), projeto que, se vencedor o consórcio do qual participa, permitirá ao banco oferecer um FIP aos fundos de pensão, e o outro, que já está mais adiantado e deverá estar concluído em até 30 dias é o investimento em projetos ligados ao programa Minha Casa, Minha Vida. Se-

rão montadas Sociedades de Propósito Específico para oferecer o investimento às fundações.

Há espaço para crescimento expressivo dos investimentos no Brasil tanto no mercado de capitais como no de dívida e um fator relevante para isso, acredita Ventoze, será a redução da atividade do BNDES junto ao mercado. “O BNDES ou está encontrando seu limite ou já não tem mais chão para crescer tudo o que cresceu, então há um espaço grande para a intervenção dos fundos de pensão tanto em dívida como em mercado de capitais”, diz o gestor. A expectativa é de que o número de projetos disponíveis no mercado seja alavancado ainda mais a partir do momento em que o BNDES começar a refrear sua atuação e passar a ser menos competitivo.

No mercado de dívida, o destaque fica por conta dos *Project bonds* (debêntures de projetos), segmento no qual a operação Rota das Bandeiras foi emblemática e que tem movimentado uma série de agentes do mercado, desde desenvolvedores de projetos até as agências de *rating*, todos ansiosos para ter uma alternativa de financiamento fora

do BNDES. São projetos com rentabilidade atrelada ao IPCA e perfil de longo prazo, ou seja, exatamente o tipo de investimento compatível com as necessidades das EFPCs. “Já há alguns anos os fundos de pensão brasileiros estão preparando um movimento para diversificar seus investimentos nessa direção mas nunca estivemos tão perto disso acontecer”, acredita Ventoze.

Ao avaliar o potencial de investimentos nos três grandes blocos de mercados – EUA, zona do euro e Ásia (excluindo China), a América Latina surge como um alternativa relevante, tendo o Brasil como seu principal *player*. Com mais de 40% do PIB da região, o Brasil, aliás, já representa um peso de 70% na composição do índice do Morgan Stanley, o *MSCI Latin America*, e é visto pelo investidor global como a “casa de força” da região, segundo a revista britânica *The Economist*.

Até três anos atrás, o maior interesse dos investidores internacionais era voltado ao mercado de ações. De lá para cá, lembra Ventoze, começou a crescer também a demanda por títulos públicos, por conta da atratividade dos juros frente a um cenário de juro zero em muitas das principais

economias mundiais, e também por ativos com lastro em dívida corporativa. O câmbio certamente ajudou esse movimento, reconhecem os gestores. “Estamos entrando na terceira fronteira, que é a de exploração de *equities* e dívida corporativa com maior força”, diz o gestor.

Juro real como divisor

Como parte desse movimento de globalização do mercado local, os fundos de pensão e suas necessidades de diversificação entraram definitivamente no foco dos gestores globais. As EFPCs brasileiras já aceitam um pouco mais de risco, observa Mauro Bergstein, e embora a taxa de juro real ainda seja elevada para os padrões dos investidores globais, já começa a ser insuficiente para que as fundações brasileiras atinjam suas metas, então começa de maneira mais clara o movimento para compreender melhor as opções de médio e longo prazo.

Para os fundos de pensão brasileiros, acredita Landers, enquanto a taxa real continuar nos atuais patamares, será difícil forçar um movimento de investimentos fora da renda fixa tradicional. O retorno dos títulos públicos continua elevado, atraindo inclusive os investidores internacionais para o mercado de renda fixa aqui já que lá fora as taxas de juros estão pouco atrativas e até mesmo negativas no caso de EUA e Japão. Na opinião do gestor, “os institucionais brasileiros vão ter que olhar com mais carinho para o mercado de *equities*, isso ainda não está acontecendo de fato por conta de uma Selic de 10,75% e retornos de dois dígitos, mas fatalmente terá que começar a ocorrer quando o juro real chegar a patamares menores e forçar esse movimento”.

Os fundos de pensão têm um papel fundamental para promover a liquidez das ações das companhias em todo o mundo e aqui não será diferente, acredita o gestor, é uma posição que será assumida de maneira inevitável e está ligada diretamente à queda da taxa de juro real para 3% ou 4%.

“O BNDES está encontrando seu limite, então há um espaço grande para a intervenção dos fundos de pensão tanto em dívida como em mercado de capitais”

As fundações locais, que vêm de um cenário muito folgado de investimentos em renda fixa, haviam começado um movimento de diversificação na renda variável mas, com a crise de 2008, que destruiu um pouco o valor dos ativos, houve uma interrupção dessa tendência, até porque o juro voltou a subir e deixou as EFPCs novamente confortáveis em relação aos retornos garantidos pela renda fixa no curto prazo. Mas esse conforto é conjuntural, afirma Luiz Sorge, diretor da BNP Paribas Asset Management.

Do ponto de vista estrutural, a expectativa é de juro real em torno de 4% a 5% ao ano no prazo de três anos, o que tornará indispensável abrir mão da liquidez e buscar um pouco mais de risco. Ao mesmo tempo, o Brasil está lançando grandes projetos principalmente em infraestrutura e no setor de petróleo e gás, o que abre

espaço para investimentos por meio de FIPs, fundos imobiliários ou mesmo investimentos diretos. Nesse ambiente, acredita Sorge, os projetos ligados a obras de infraestrutura, pré-sal e aos eventos da Copa do Mundo e das Olimpíadas tendem a ganhar espaço crescente nas carteiras dos fundos de pensão. “Porque as duas coisas vêm juntas, ou seja, a necessidade de buscar retornos diferenciados e a oportunidade de participar de grandes projetos”.

“Com o mundo inteiro praticando juro baixo, em muitos casos até negativos, o dinheiro vai continuar barato e o apetite do estrangeiro por ativos no Brasil deve continuar forte”, estima Mello. O fato é que a cada dois anos surge uma França inteira em nova classe média no Brasil, diz ele, então o mercado de private equity vai continuar crescendo, com boa governança e produtos já conhecidos. Também está claramente identificada a demanda para as aplicações no mercado imobiliário, fundos multimercados e fundos de ações ativistas. “O investidor institucional está muito atento ao futuro, está aberto a entender e a alocar de modo que o retorno permita atingir suas metas e qualquer instrumento que ofereça *upside* de retorno e boa governança terá demanda”. ■

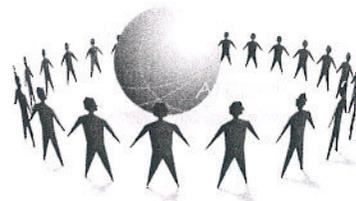
15 Anos Cultivando Relacionamentos

Sugerido e idealizado pela então **Comissão Técnica Nacional de Comunicação Social e Marketing** e, lançado em junho de 1995, o **ABRAPP ATENDE** constitui o principal canal de relacionamento junto às associadas e ao público em geral.

Por respeito e, em agradecimento a essa trajetória de **15 anos**, não podemos deixar de comemorar valorizando ainda mais àquelas que são nossa razão de existir: **NOSSAS ASSOCIADAS**.

E é por isso que, pela primeira vez, estaremos à disposição no **Estande Institucional Abrapp, Sindapp e ICSS** durante o **31º Congresso Brasileiro dos Fundos de Pensão**.

Venha nos visitar!



Aline Almeida: (11) 3043.8784 | Renata Tatiany: (11) 3043.8783 | Valéria Pereira: (11) 3043.8785
E-mail: abrappatende@abrapp.org.br | Site: www.portaldosfundosdepensao.org.br