

12/06/2014 - 05:00

# O investidor estrangeiro na Bolsa

Por **Walter Mendes**

A abertura da Bolsa ao investimento estrangeiro transformou o mercado brasileiro. A partir do início dos anos 1990, criou-se a separação de fato entre o "sell side" (corretoras e bancos de investimento) e o "buy side" (gestoras de recursos); sofisticou-se a análise de investimento; foram aperfeiçoadas a governança e a transparência das empresas e multiplicou-se o tamanho do capital ao qual as empresas abertas passaram a ter acesso.

Com o tempo, a participação dos estrangeiros no valor negociado na Bolsa brasileira cresceu substancialmente, passando a ser o mais relevante fator de explicação da tendência do mercado. Partindo de 21% em 1994, ela terminou o ano passado em 43% e alcançou 50% no acumulado deste ano. Esse crescimento ocorreu em detrimento das tesourarias de bancos e, mais recentemente, das pessoas físicas. Nos últimos 20 anos, o índice Ibovespa e o fluxo de recursos dos investidores estrangeiros na Bolsa só não andaram no mesmo sentido em quatro observações: 2007, quando o índice subiu, apesar de um pequeno fluxo estrangeiro negativo, e em 1994, 2001 e 2013, quando, apesar do fluxo estrangeiro positivo, o índice caiu.

Vale observar, porém, que nunca a divergência das variáveis havia sido tão grande. No ano passado, o Ibovespa caiu 15%, apesar da substancial entrada de R\$ 11,7 bilhões, a segunda maior em 20 anos. Pode-se argumentar sobre a qualidade técnica do índice, cuja metodologia foi inclusive mudada ao fim de 2013. Mas, o IBX, por exemplo, que segue metodologia semelhante à dos índices internacionais, registrou queda de 3%. Outra explicação, ainda que parcial, poderia ser que o fluxo para o mercado à vista deveu-se a operações de abertura de capital e não foi para o mercado secundário. Vale observar também o alto número de contratos de índice futuro vendidos ao longo do primeiro semestre, que compensaria em parte a compra à vista, numa espécie de hedge. Na verdade, houve uma notável recuperação das compras de contratos futuros no fim do ano, levando a uma compra líquida no total do ano. Provavelmente, houve uma somatória desses fatores para explicar a diferença nos dados de 2013.

Em 2014, a situação ficou mais complexa. O fluxo positivo de estrangeiros no mercado à vista até 4 de junho alcançou R\$ 11,5 bilhões (quase igual ao de todo o ano de 2013). Vale observar que a operação de venda de ações da Oi comprometeu R\$ 5,8 bilhões do fluxo estrangeiro. Mesmo assim, a entrada de recursos no ano tem sido substancial. Além disso, a posição comprada dos estrangeiros em contratos de índice futuro está na máxima histórica. No entanto, os índices Ibovespa e IBX até aquela data estavam estagnados.

A explicação que consigo enxergar para esse apetite seria que os investidores estrangeiros de diversas estratégias - hedge funds, fundos globais ou dedicados a mercados emergentes - teriam resolvido reduzir suas posições vendidas ou ampliar a parcela investida no mercado brasileiro, possivelmente em função de quatro fatores: a recente recuperação dos mercados emergentes em relação aos desenvolvidos, combinada com a enorme perda relativa de performance do Brasil frente a outros emergentes relevantes nos últimos

três anos; o aumento do risco político na Rússia e na Turquia; a saída de cena do risco de um rebaixamento do rating brasileiro por parte das agências no curto e médio prazos, e o aumento da probabilidade de uma mudança de política econômica, a partir das eleições deste ano.

Provavelmente, os investidores estrangeiros consideram que a perda de qualidade dos fundamentos econômicos já está precificada no mercado e que haveria um potencial muito maior de alta, no caso de mudança de governo, do que de queda, se for mantida a política atual.

O que explicaria o fato do fluxo estrangeiro tão positivo não ter sido capaz até o momento de impulsionar a Bolsa seria um forte movimento de venda por parte dos investidores locais. O desânimo que tem levado à queda do investimento produtivo teria se espalhado por diversos segmentos do mercado, atingindo particularmente as aplicações em ações. Talvez esse sentimento seja um incentivo adicional para os estrangeiros manterem ou mesmo ampliarem seus investimentos na Bolsa brasileira. Ele reforçaria a intensidade da alta potencial, no caso de uma mudança da política econômica que fosse capaz de alterar o humor do investidor local.

O fato é que estamos vivendo um momento particularmente interessante do mercado de ações brasileiro. A presença do investidor estrangeiro nunca foi tão grande em nosso mercado. Porém, a diferença de comportamento entre o fluxo desses investidores e o desempenho da Bolsa nunca foi tão marcante. Isso parece decorrer de uma dicotomia entre as expectativas dos investidores locais e estrangeiros, como talvez nunca se tenha observado desde a abertura da Bolsa ao exterior. Quem se mostrará certo nos próximos meses? Os estrangeiros tenderiam a ter um julgamento mais isento e frio, por não estarem contaminados pelo ambiente local e terem diversidade de opções de investimento. Embora muitos tenham superestimado os riscos da mudança de governo em 2002, provocando a forte queda ocorrida até setembro daquele ano, o fato é que souberam corrigir o erro ao longo do último trimestre, fechando o ano com uma reduzida saída de recursos.

Apesar da deterioração dos fundamentos e dos múltiplos ainda pouco atrativos do mercado brasileiro (o P/L médio projetado para 2014 estaria na média dos últimos dez anos), tendo a achar que os investidores estrangeiros estão certos na aposta de que, neste momento, o potencial de alta numa eventual mudança da política econômica compensa o risco de queda no caso de sua manutenção.

**Walter Mendes é sócio e gestor da Cultinvest Asset Management.**

**E-mail: [walter.mendes@cultinvest.com.br](mailto:walter.mendes@cultinvest.com.br)**

**Este artigo reflete as opiniões do autor, e não do jornal Valor Econômico. O jornal não se responsabiliza e nem pode ser responsabilizado pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso destas informações.**