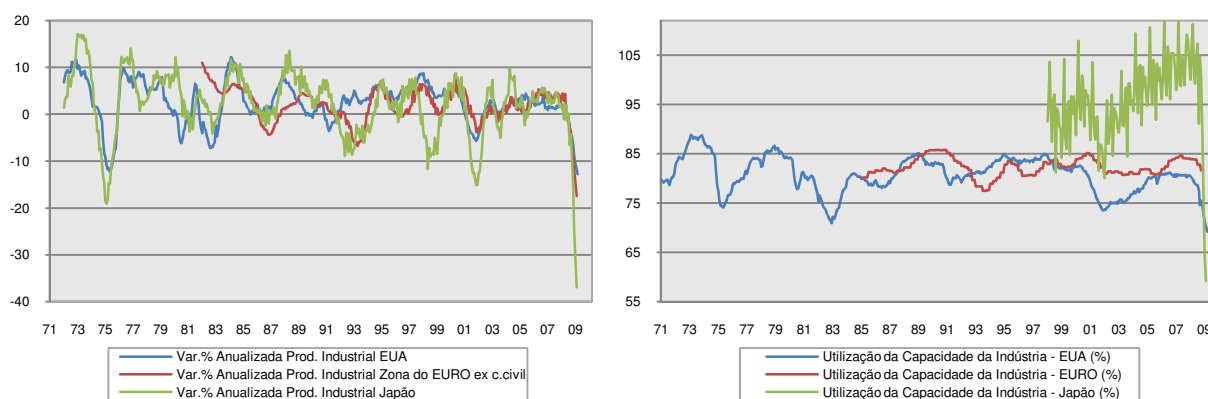


Porto Alegre, 29 de abril de 2009

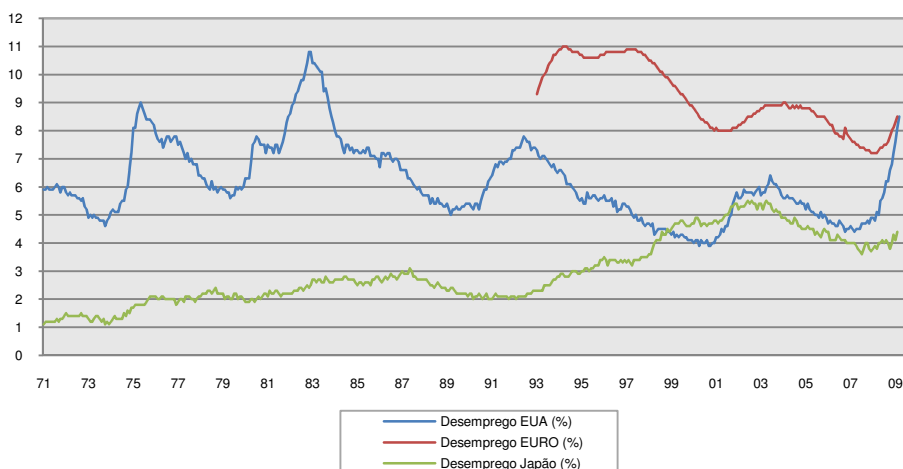
Prezado investidor,

gostaríamos de compartilhar neste relatório alguns fatos e indicadores que foram divulgados recentemente, para fazermos uma reflexão acerca do momento atual. Os desdobramentos recentes da crise ampliam o desafio de compreender se o pior já passou, ou se ainda veremos uma onda de desvalorização de ativos. Desde a nossa última carta, alguns fatos divulgados sugerem que o prazo esperado para a recuperação da economia global alongou-se para meados de 2010. Reforçamos, contudo, nossa visão de que a janela de oportunidade para investimentos em renda variável permanece atrativa, ainda que possamos enfrentar um período de incertezas nos próximos meses.

No final de 2008 e início de 2009 acompanhamos a continuidade da violenta retração da produção industrial observada nas maiores potências econômicas. O gráfico a seguir (esquerdo) exhibe a variação anualizada da produção industrial nos Estados Unidos (azul), Zona do Euro (vermelho) e Japão (verde). O número divulgado em março indica quedas da ordem de 12%-15% para Estados Unidos e Zona do Euro, contra o mesmo mês em 2008, e 35% para o Japão. A dimensão da queda é relevante e suas conseqüências não podem ser negligenciadas. O gráfico abaixo à direita exhibe o percentual de utilização da capacidade nestas mesmas economias, e a ociosidade já supera 30% nos Estados Unidos e no Japão.



O principal efeito colateral desta retração é o aumento no desemprego - igualmente abrupto - exibido no gráfico abaixo para mesmas economias acima mencionadas.

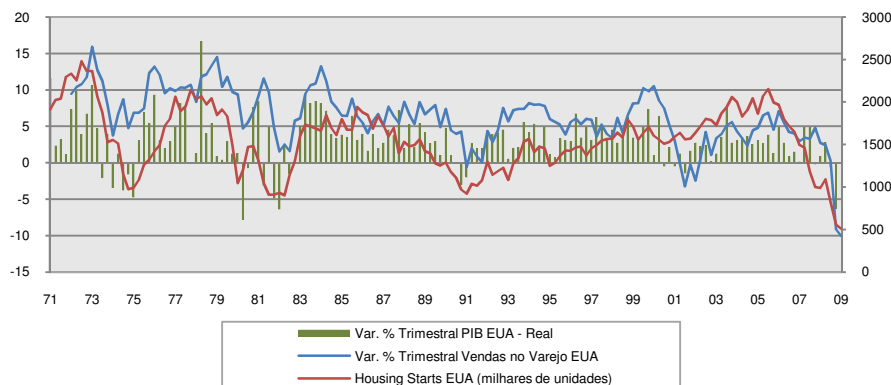


O desemprego norte americano atingiu 8,5% em março, e já supera o pico deste indicador observado nas duas últimas recessões (início das décadas de 1990 e 2000). A tendência de redução no desemprego observada nas últimas décadas nos Estados Unidos e Europa pode ter exaurido, sinal de que provavelmente entramos num processo de mudança estrutural relevante na economia mundial. É importante ressaltar que a retomada do emprego e do investimento privado passa primeiro pela redução da ociosidade da capacidade instalada. Capacidade esta que suspeitamos ter sido montada para atender às demandas de um mundo sob crescimento frenético, turbinado pelo crédito farto proveniente da “alavancagem criativa” do setor financeiro norte americano.

Em grande parte, a deterioração observada é devido à demora na solução para o setor financeiro – que tem sido o grande canal de contaminação global da crise. A perspectiva de um sistema financeiro frágil freia os investimentos e o consumo, e por conseqüência a produção. Como comentamos na carta passada, louvamos as atitudes tomadas pelas autoridades monetárias do mundo todo, num esforço conjunto para sanar a crise de confiança no sistema financeiro. Entretanto, as soluções até então apresentadas não foram capazes de normalizar a atividade de concessão de crédito pelos bancos. A presença significativa de ativos tóxicos (títulos ligados ao mercado de crédito imobiliário, com alto risco de inadimplência) no balanço das instituições financeiras, aliada à dificuldade de se precificar corretamente estes ativos, coloca em risco o capital disponível do banco e; portanto, seu apetite para empréstimos. Debates recentes sobre estatização de bancos, segregação dos ativos tóxicos dos bons ativos, ou capitalização contundente das instituições financeiras têm gerado divergências, cuja discussão retórica só se fez possível devido à calma dos mercados. O Tesouro norte americano divulgará no dia 4 de maio próximo, o resultado do teste de stress das instituições financeiras, evento que deverá definir qual das linhas de ação acima mencionadas que serão adotadas para cada banco.

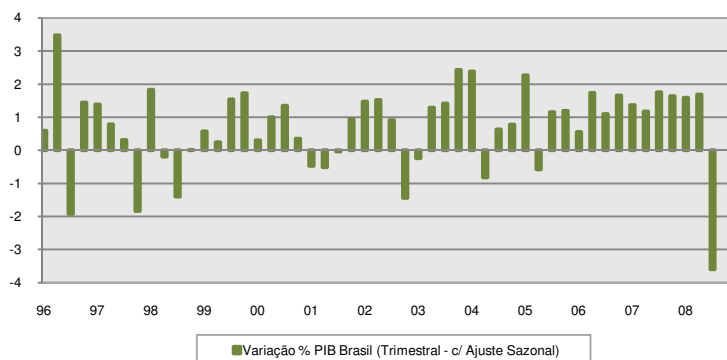
É inútil, todavia, esperar que a crise seja resolvida sem que se estanque a contínua deterioração do mercado imobiliário norte americano, a causa da infecção do setor bancário. O gráfico abaixo mostra na linha vermelha o número de construções imobiliárias novas nos Estados Unidos (indicador conhecido como Housing Starts). No início de 2009 este número tem piorado, e a expectativa é que atinja 550 mil novas unidades construídas no ano, cuja base de comparação encontramos apenas no ano de 1943. A

consequência é a continuidade da redução nos preços dos imóveis e maior risco de inadimplência nos ativos tóxicos.

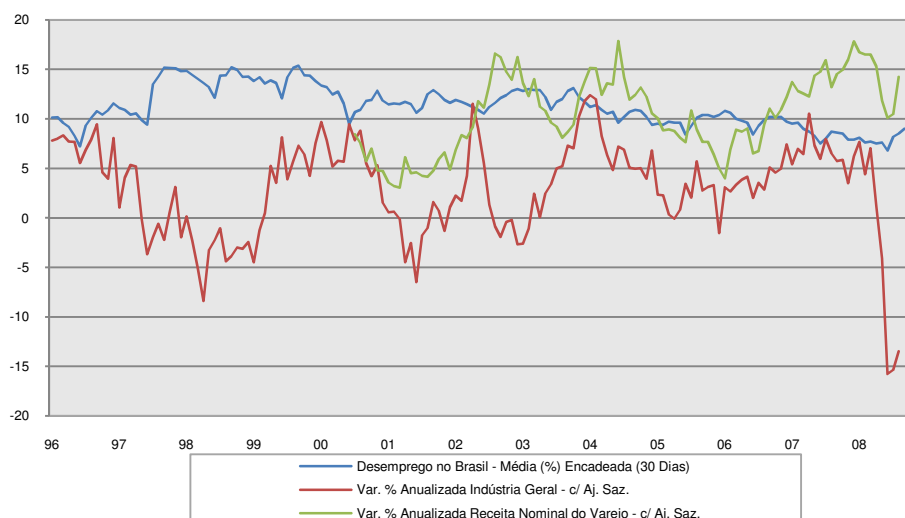


Os impactos econômicos de um colapso no setor imobiliário são notadamente intensos e generalizados. Exibimos também no gráfico acima a variação trimestral do PIB (barras verdes) e a variação trimestral das vendas no varejo (linha azul) daquele país, com quedas comparáveis a crises anteriores à década de 1970. Ressaltamos que tal retração das vendas no varejo é significativa, pois 70% do PIB dos Estados Unidos é formado pelo consumo.

No Brasil, a nossa expectativa quanto ao desempenho do PIB para 2009 foi revisada para baixo. Esperávamos crescimento na ordem de 3%, após o crescimento de 5% observado em 2008; agora esperamos contração de 1%. O gráfico abaixo mostra a forte retração do PIB brasileiro no 4º trimestre de 2008 (~ 4% de queda ante o 3º trimestre do mesmo ano), sinalizando que o horizonte pra 2009 será bastante desafiador.



O grande fator que produziu esta retração de crescimento foi a forte queda na produção industrial, que iniciou no 4º trimestre e continuou ao longo do 1º trimestre de 2009, conforme exibido no gráfico abaixo na linha vermelha. O 1º trimestre de 2009 sofreu uma queda superior a 10% na atividade industrial quando comparado ao mesmo trimestre de 2009. Apesar da recuperação em fevereiro e março deste ano, o ritmo da produção com que iniciamos 2009 é o mesmo que observamos em 2004.



A conseqüência inevitável desta desaceleração na indústria é a queda no emprego, visto no gráfico acima na linha azul. A taxa de desemprego no Brasil já supera 9% e é o grande fator de risco para uma contaminação mais severa da crise. Como podemos notar ainda no gráfico acima, as vendas no varejo (linha verde) apresentaram desempenho bastante satisfatório desde o início da crise, e o fato de a produção industrial ter colapsado sugere um movimento de redução de estoques na economia. Este movimento já se encontra bastante avançado na indústria automotiva, em função do estímulo dado pela redução do IPI para os automóveis leves. Os números recentes do setor siderúrgico (queda de 40% na produção 1T09 x 1T08), contudo, indicam que a retomada do ritmo da produção ainda não ocorreu, em grande parte devido à retração observada nas exportações do Brasil. A medida do Conselho Monetário Nacional editada recentemente – de ampliar as garantias sobre os depósitos em bancos de pequeno e médio porte – ajudou a recuperar em parte a concessão do crédito para consumo no Brasil. Resta saber se o aumento do desemprego suplantará estas medidas de estímulo econômico, consumindo os esforços para evitar o contágio da crise para o Brasil.

Nossa visão sobre os diversos subsetores da economia permanecem similares à divulgada na carta passada. As **concessionárias de serviço público** (energia elétrica, saneamento, telefonia e concessões rodoviárias) deverão se destacar devido à estabilidade de geração de caixa e por terem índices de reajuste indexados à inflação. A indústria de bens de **consumo não duráveis** (alimentos, bebidas, cosméticos, fumo, etc.) deverá manter a tendência de crescimento, a despeito da crise. Empresas do segmento de **Transporte e Logística** apresentam desempenho fortemente correlacionado ao PIB e, como revisamos nossa expectativa de PIB para contração de 1%, esperamos retração neste setor. Os segmentos **financeiro** e de **serviços** deverão manter um ritmo de crescimento de acordo com o PIB. As principais instituições financeiras do Brasil fizeram provisões bastante conservadoras no resultado de 2008, e podem surpreender positivamente em 2009.

Mantemos a expectativa de que os setores ligados a **consumo de bens duráveis e semi-duráveis, construção civil e automotivo** deverão passar por retração significativa de crescimento,

causado pela retração esperada na disponibilidade de crédito. Os pacotes de estímulo anunciados pelo governo para estes setores deverão amenizar a redução, porém não esperamos desempenho satisfatório para 2009. O setor de **infra-estrutura** e **bens de capital** também deverá sofrer as conseqüências da retração econômica. O governo brasileiro tem reduzido impostos e aumentado seus gastos; a disponibilidade para investimentos não será farta. O investimento privado e os investimentos estrangeiros provavelmente serão menores, em função do ambiente extremamente desafiador da crise. Reforçamos que este setor pode ser um dos grandes beneficiados no médio prazo com a Copa do Mundo que será realizada no Brasil em 2014, haja vista o investimento para preparar o país para o evento.

Para as indústrias **extrativa mineral** e **agropecuária**, esperamos um ano de margens menores devido aos menores preços das commodities sem a contrapartida da desvalorização do real, que historicamente protegeu a receita em Reais destes setores nas crises. A **indústria de base** e de **transformação** deverá sofrer retração de demanda, pelo perfil globalizado e dependente da indústria, cuja queda recente comentamos anteriormente. Pelos dados divulgados até o momento, já é razoável esperar que a margem deste setor seja bastante comprimida em 2009, pois a forte queda nas vendas não será compensada pela queda respectiva nos custos fixos.

Como mensagem final, registramos nossa impressão de que o ambiente econômico ainda encontra-se bastante incerto, e que provavelmente veremos mais volatilidade nos mercados ao longo deste primeiro semestre. Este comportamento é normal em momentos de mudanças estruturais importantes como a que está em curso. Em poucas palavras, podemos estar entrando numa era de menor alavancagem financeira, com consumo mais responsável e maior exigência de lastro sobre os ativos financeiros. A relevância econômica dos Estados Unidos para o mundo pode estar diminuindo, e as economias emergentes – destaque para a China – podem conquistar este espaço.

O Brasil pode ser também um dos grandes beneficiados pelas mudanças, pelas conquistas já alcançadas em termos de estabilidade econômica e política. Estamos otimistas para o médio prazo, e apesar de a crise poder ser mais prolongada, reforçamos nossa visão de que as grandes oportunidades são capturadas nestes momentos.