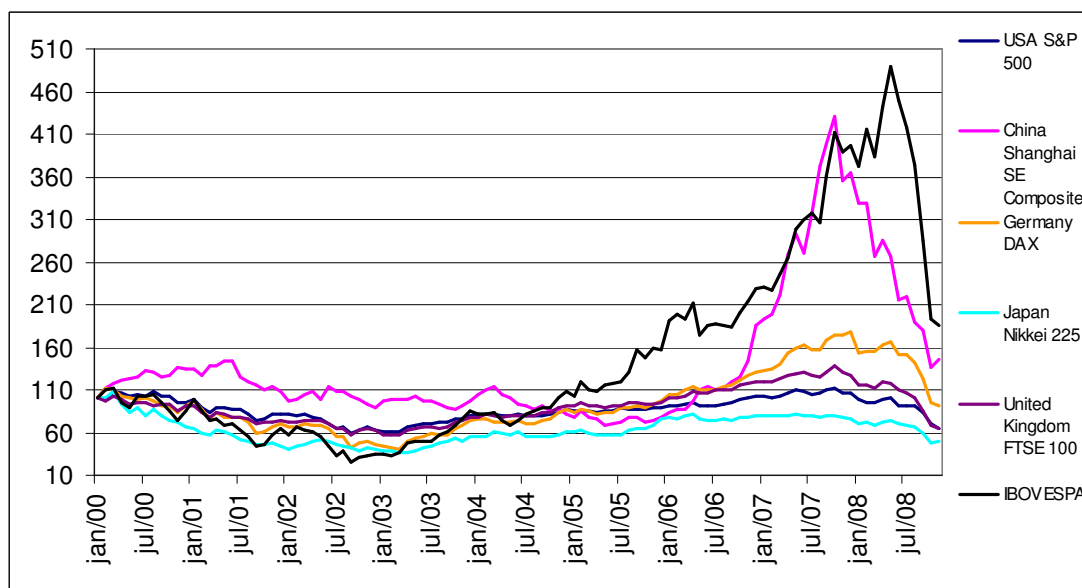


Porto Alegre, 1º de dezembro de 2008

Prezado investidor,

o mundo acabou? Esta pergunta rondou o mercado financeiro ao longo do terceiro trimestre deste ano, período marcado por uma violenta reversão no cenário econômico global. Quem acompanha nossas cartas deve lembrar que desde o início de 2007 estamos alertando sobre os riscos da exuberância do crescimento econômico mundial, gerando forte inflação de commodities e impondo grandes desafios à política monetária das maiores potências econômicas. Deixaremos ao longo deste relatório nosso entendimento de que estamos diante de diversas oportunidades impressionantes de investimento, e que nossa resposta à pergunta no início do parágrafo é um sonoro não.

É com um sentimento misto de alívio e perplexidade que descrevemos os acontecimentos destes últimos meses. Nosso alívio decorre da correção observada no mercado financeiro, haja vista que há quase dois anos manifestamos incompreensão com a exuberância observada nos preços de diversos ativos financeiros, em especial nos preços de ações e de commodities. Nosso temor decorria do estouro da bolha imobiliária nos Estados Unidos no final de 2006, e que após quase dois anos começa a causar seus impactos. É com alívio, portanto, que recebemos esta correção, pois agora nos encontramos diante de inúmeras oportunidades de investimentos que podem ser feitos com extrema margem de segurança. O gráfico abaixo exhibe o comportamento das principais bolsas mundiais desde 2000, todos vistos em dólares e normalizados na mesma base em janeiro de 2000.



É com certa perplexidade, contudo, que observamos o extremo exagero desta correção. Vale lembrar que este tipo de comportamento não deve impressionar, pois a história mostra que no mercado financeiro a segunda lei de Newton também vale: para cada ação, espera-se uma reação contrária e na

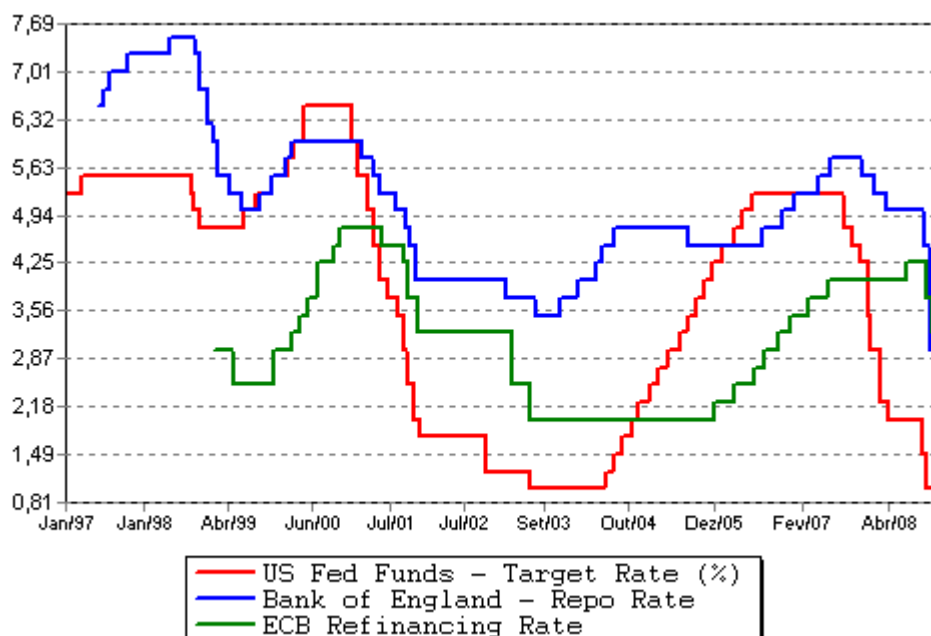
mesma intensidade. O gráfico abaixo mostra o comportamento mensal do índice Bovespa desde 1992 corrigido por inflação e em escala logarítmica para mantermos a comparabilidade dos retornos passados e presentes (este exemplo poderia ser feito com a bolsa de qualquer país, não é uma característica exclusiva do Brasil).



Por mais que a história nos ensine, o ser humano sistematicamente sucumbe às suas próprias fraquezas. A linha reta no gráfico acima sugere o que seria o crescimento potencial real da bolsa brasileira, o que obviamente está conectado com o crescimento potencial do país. Os investidores, contudo, alternam momentos de euforia e de depressão, gerando este padrão que lembra um pêndulo tentando encontrar seu ponto de equilíbrio. Olhando para esta figura parece claro que se deve comprar quando estamos no plano inferior da linha reta, e vender quando estamos no plano superior. Quando se estuda o ambiente de cada um destes períodos; entretanto, percebe-se que nos momentos de euforia as notícias e as projeções econômicas pregam a continuidade do otimismo, a quebra dos paradigmas passados, etc; tudo parte de um complexo jogo de interesses envolvendo diversas instituições amplamente beneficiadas com a manutenção da tendência. Assim, o pêndulo se afasta mais e mais do ponto de equilíbrio, até que os fundamentos econômicos prevalecem e a correção entra em cena.

Daí tudo se inverte, e as notícias passam a ser cada vez mais negativas. As conseqüências da desaceleração econômica (desemprego, queda na renda, menos consumo, menos investimentos, etc) ganham destaque, o ambiente negativo contamina empresários, consumidores e governos. As empresas se deparam com um ambiente mais desafiador para crescer; e, portanto, postergam ou cancelam investimentos. A crise termina quando a oferta de bens e serviços passa a não ser mais suficiente para atender a demanda corrente, e um novo ciclo de investimentos e expansão se inicia. Este equilíbrio pode ser mais ou menos rápido, dependendo das medidas adotadas pelas autoridades governamentais.

A figura abaixo ilustra a forte queda nas taxas de juros produzida pelas autoridades monetárias dos Estados Unidos, Inglaterra e Zona do Euro em resposta à crise.



Além do forte estímulo monetário exibido acima, diversos pacotes de ajuda foram anunciados pelos países mais envolvidos com a crise, conforme a tabela abaixo (dados de 13/10/2008, em U\$):

País	Valor do Pacote Anunciado
EUA	\$ 700 bi
Reino Unido	\$ 512 bi
Alemanha	\$ 680 bi
França	\$ 486 bi
Holanda	\$ 270 bi
Espanha	\$ 135 bi
Portugal	\$ 27 bi
Noruega	\$ 74 bi
Áustria	\$ 135 bi
Rússia	\$ 200 bi
Total (13/10/08)	\$ 3.217

Os valores anunciados envolvem a criação de linhas de crédito que garantam os empréstimos e os depósitos interbancários (entre os bancos e entre as instituições financeiras), assim como a recapitalização de organizações bancárias em cada país. As ações estão sendo tomadas de forma coordenada, porém os recursos virão do orçamento de cada país.

É difícil julgar a eficácia, a suficiência e as conseqüências das medidas adotadas, bem como afirmar quando surtirão efeito. O importante é que os bancos centrais dos países estão agindo de forma coordenada em prol da solução da crise, e a reunião dos membros do G7 em outubro deixou claro que falências de instituições de porte econômico relevante serão contidas. Lembramos que esta é a primeira

grande crise que o mundo enfrenta na era da informação; e, na nossa visão, o ajuste será mais rápido do que nas crises bancárias passadas devido à adequação mais rápida dos níveis de produção, consumo e crédito.

No Brasil o momento econômico foi bastante favorável no trimestre, e diversos setores continuaram apresentando crescimento vigoroso. Tudo indica que em 2008 o PIB brasileiro crescerá acima de 5%. Para 2009 o cenário é menos favorável, porém há consenso que o Brasil não entrará em recessão no ano que vem. As expectativas de crescimento estão em torno de 3% para 2009, boa parte derivada da inércia do forte crescimento de 2008. Por que, então, o índice Bovespa está caindo abruptamente?

O gráfico abaixo (1992 – 2008) mostra que o índice bovespa, quando visto em dólares, está praticamente replicando o comportamento do índice CRB de commodities. Isso não é estranho, dado que atualmente 45% da composição do Ibovespa é de empresas ligadas diretamente à commodities. Na década passada este percentual era menor, e não se observava a mesma correlação.



É difícil dizer onde será o patamar de estabilização de preço das commodities, até por que a queda é fruto da expectativa de menor consumo no ano que vem somada à desalavancagem das posições especulativas nos mercados futuros. Várias indústrias já anunciaram redução de produção para adequação à demanda, e diversas commodities chegaram a preços que se equiparam ao custo atual de produção, o que tende a arrefecer a queda nos preços. Um fato que deve ser considerado é que esta é a primeira grande crise que pegará o Brasil em situação econômica e contas externas mais robustas e, portanto, observaremos uma desvalorização do Real frente ao dólar menos expressiva. Tal cenário será mais desafiador para as empresas de commodities no Brasil, pois a queda nos preços em dólares será

menos atenuada pela desvalorização do Real. Propomos uma reflexão, também, sobre o elevado percentual de empresas de commodities no índice Bovespa, conforme comentado acima. Será que este patamar é sustentável? Ou fruto de cinco anos de bonanza para este setor, que invariavelmente experimentará uma fase de menor pujança nos próximos períodos?

É importante lembrar que a bolsa brasileira não é feita apenas de empresas ligadas a commodities. Há diversos setores que mesmo que sofram com a crise, seu impacto será em escala menor. 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, portanto, não esperamos retração neste setor. Os segmentos **financeiro** e de **serviços** deverão manter um ritmo razoável de crescimento, reduzindo o ritmo de acordo com o PIB. Ressaltamos que o setor bancário brasileiro deverá passar por uma fase de consolidação ao longo de 2009, fenômeno iniciado com a fusão do Itaú com o Unibanco. Entendemos que o setor financeiro no Brasil ascenderá fortalecido desta crise.

Conforme havíamos antecipado no relatório passado, mantemos a visão 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. O setor de **infra-estrutura e bens de capital** também deverá sofrer as conseqüências da retração econômica. Uma postura mais desenvolvimentista do governo nas linhas de fomento e a continuidade dos programas de investimento poderão reduzir a queda esperada para este setor. Lembramos que o recente título de grau de investimento permitirá um universo de oportunidades para investimentos em infra-estrutura no Brasil, porém não esperamos que isso já ocorra com força em 2009.

As indústrias **extrativa mineral e agropecuária** ficarão a mercê dos preços internacionais das respectivas commodities, cujo cenário desafiador já havíamos comentado. A **indústria de base** e de **transformação** observará retração de demanda, e a margem do setor decorrerá do comportamento relativo dos preços e custos, ambos dependentes de commodities.

Novamente serão os fundamentos que trarão o pêndulo de volta para o seu ponto de equilíbrio. O maior desafio para os investidores é abster-se do ruído pessimista e manter a racionalidade. O passado está aí para provar que as crises são os melhores momentos para comprarmos ações.