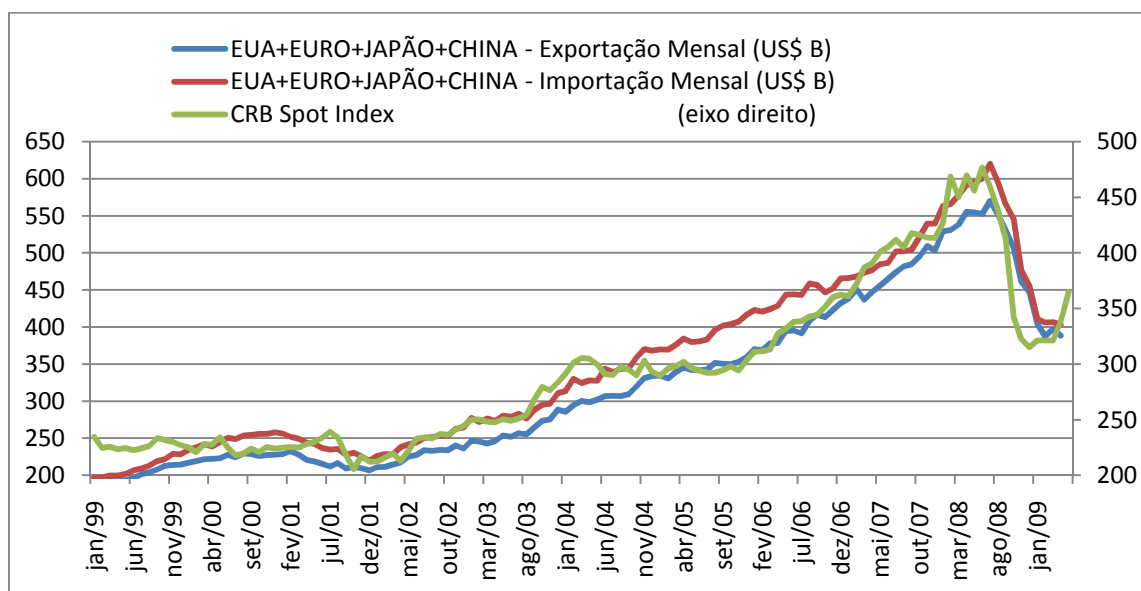


Porto Alegre, 10 de julho de 2009

Prezado investidor,

Assim como terremotos são capazes de desmoronar castelos e modificar relevos, as rupturas econômicas também trazem seus deslocamentos. A humanidade já assistiu a ascensão e queda de diversos impérios, cujas derrocadas foram principalmente causadas por equívocos nas políticas econômicas e sociais. O colapso no crédito que eclodiu no segundo semestre de 2008 pode ficar marcado na história como o fim da hegemonia econômica absoluta dos Estados Unidos, e dar início a um período de deslocamento do eixo geopolítico em direção à Ásia. O ator principal desta história é a China, e julgamos oportuno dissertar, nesta carta, sobre como acreditamos que este país influenciará o comércio mundial. Concluiremos com nossa visão sobre como o Brasil se insere neste contexto e quais os impactos esperados.

Já apresentamos em cartas passadas a forte dependência que a economia brasileira tem do desempenho dos preços internacionais das commodities, bem como a forte correlação que estes preços impõem ao desempenho do Ibovespa. Entender, portanto, o ambiente para este setor, é vital para entender o Brasil. O gráfico abaixo mostra o desempenho dos preços internacionais das commodities – representado pelo índice CRB – em função do nível de comércio mundial.



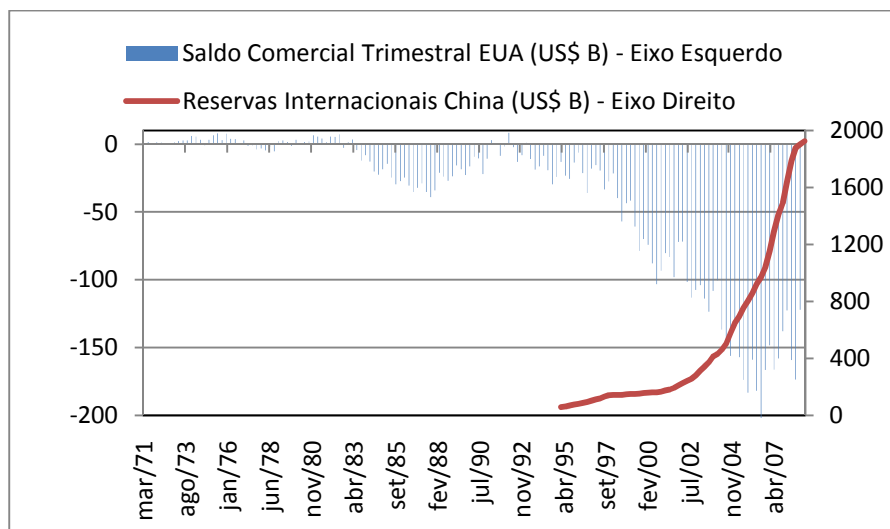
A importação e exportação das quatro maiores economias (Estados Unidos, Zona do Euro, Japão e China) pode ser considerada um bom termômetro para o comércio mundial, e o gráfico anterior expõe que retornamos, em 2009, ao nível de comércio observado entre 2005 e 2006. Tomando por base a visível correlação com o CRB, é razoável supor que o nível esperado para as commodities neste momento é também o observado em 2005-2006. A questão mais importante, contudo, é para onde

deverá ir o comércio mundial nos próximos anos (e por conseguinte o nível de preço das commodities). Vemos no gráfico que a importação mensal dos quatro países juntos está atualmente na faixa de US\$ 400 bilhões, o que representa US\$ 100 bilhões a menos do que a média mensal de 2007 e US\$ 150 bilhões a menos do que a média de 2008. A questão é: quem irá instigar o crescimento do comércio mundial novamente?

Há consenso que mesmo com o estímulo monetário gigantesco nos Estados Unidos e na Europa, não é razoável esperar muito crescimento nessas economias nos próximos anos. Não é razoável, portanto, supor que elas impulsionarão o comércio mundial. O Japão vive uma situação igualmente delicada, fruto da sua forte dependência do mercado norte americano. Também não poderemos contar com os japoneses. Vale lembrar que essas três economias representaram aproximadamente 70% do comércio mundial nos últimos anos, e o destino de 60% das exportações da China.

Restou direcionarmos as esperanças para a China. Façamos as contas, então: se quisermos retornar ao nível de comércio e de commodities de 2007, precisamos que a China importe em 2009 US\$ 100 bilhões por mês a mais do que vinha importando. A má notícia é que a China importa, atualmente US\$ 70 bilhões mensais, e no auge do crescimento econômico pré-crise, importava ao ritmo de US\$ 100 bilhões. Logo, não é razoável esperar que aquele país dobre suas importações, ainda mais quando seus principais clientes estão comprando menos, e com desemprego crescente. Os demais países não contemplados neste estudo não tem fluxo de comércio representativo. A Índia, por exemplo, tem importações e exportações da ordem de US\$ 15 bilhões mensais; tal e qual o Brasil. Em se tratando de comércio mundial – e, portanto, commodities - retomarmos o ritmo de 2007 e 2008 parece realidade distante.

Como regra geral, os países que apresentam exportações líquidas (exportações maiores do que importações) atraem riqueza e aumentam suas reservas. Qualquer país que fizer isso indefinidamente se tornará detentor de parcela importante da riqueza mundial. De forma análoga, um país que importa mais do que exporta por um período prolongado precisará compensar atraindo recursos para seu país via investimentos diretos ou endividamento. A China tem adotado o primeiro modelo (exportador) nos últimos anos, e que a ajudou a aumentar suas reservas internacionais de US\$ 60 bilhões em 1995 para US\$ 2 trilhões em 2008. No outro extremo, os Estados Unidos têm sido importadores líquidos de forma mais consistente desde a metade da década de 90, e vinham equilibrando as contas através de aumento do seu endividamento. O gráfico abaixo ilustra este fluxo de recursos EUA-China.

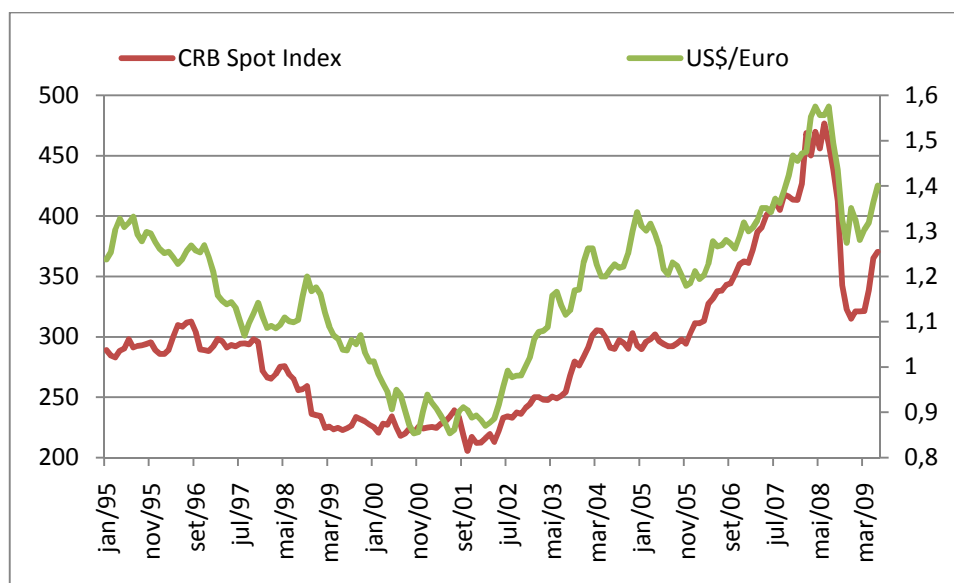


Entretanto, esta dinâmica está se alterando. Os consumidores norte americanos tenderão a consumir menos devido à oferta menor de crédito, além da necessidade de reduzirem seu elevado endividamento. A fúria das importações dos Estados Unidos está, portanto, comprometida, e a China não poderá contar com seu principal cliente por algum tempo. Precisar, na verdade, apoiá-lo. Por ter suas reservas em grande parte lastreadas no dólar norte americano, interessa à China que aquele país equacione seu elevado endividamento para manter o valor das suas reservas. A situação é ainda mais peculiar se lembrarmos que este equacionamento passa, inevitavelmente, por uma inversão de fluxo: a China precisa gastar sua poupança (reservas) pois os Estados Unidos precisam recompor a sua. Eis que surge a dúvida crucial: como se comportará a China - que compôs sua poupança arduamente ao longo da última década via um modelo exportador - diante de um mundo menos apto a absorver suas exportações? Será a China capaz de utilizar suas reservas de forma eficaz?

Entendemos que dois cenários são possíveis:

1. China gasta sua poupança fomentando seu mercado interno, investindo em infraestrutura e crédito ao consumo. Este cenário é bom para a China pois gerará empregos e manterá a ordem social, legitimando o partido comunista no poder. O risco é a China expandir sua infraestrutura sem que o país tenha demanda interna para utilizá-la, uma vez que a queda nas suas exportações é inevitável. Isto equivale a ampliar a capacidade de uma fábrica sem haver demanda: o retorno sobre os investimentos fica comprometido.
2. China gasta sua poupança investindo fora da China (preponderantemente nos Estados Unidos), ajudando os países que precisam recompor sua poupança. Desta forma, o endividamento norte americano é reduzido e o valor das reservas chinesas será preservado, ainda que boa parte delas seja gasto. O efeito colateral é crescimento menor na China e um enfraquecimento do partido comunista.

No cenário 1, a perda de valor do dólar será acompanhada por um aumento no preço dos produtos básicos. O gráfico abaixo mostra o mesmo índice CRB contra a relação U\$/Euro, exibindo forte correlação entre o valor relativo do dólar (utilizando-se o EURO como âncora) e o preço das commodities.



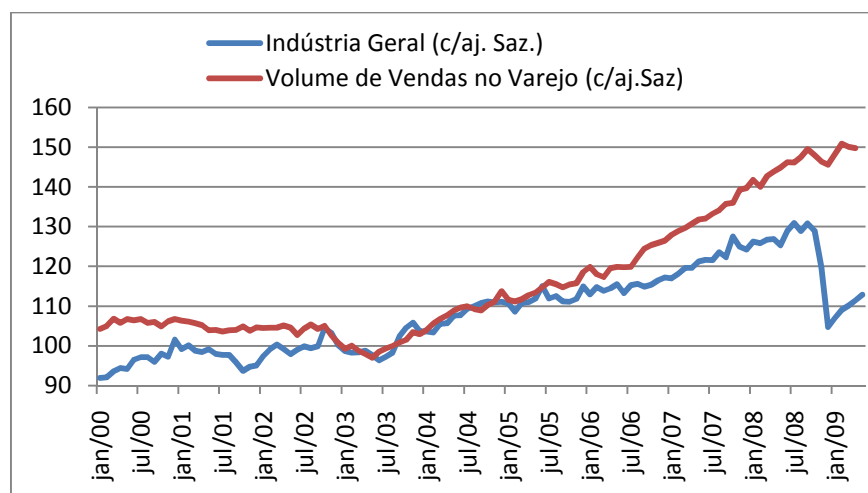
Este cenário trará prosperidade ao Brasil no curto prazo. Os efeitos colaterais – real valorizado, indústria fraca e invasão de exportações chinesas – entretanto, deverão impor desafios sem precedentes ao parque industrial brasileiro. No médio prazo, a incapacidade de um rápido equacionamento do endividamento norte-americano pode levar o mundo a outro colapso econômico.

Já o cenário 2, de redistribuição da poupança global, tende a ser menos turbulento para o mundo, mas deve ser mais severo para a China. Neste caso, o mundo se estabilizará a uma taxa de crescimento mais modesta, a fim de acomodar os desequilíbrios provocados nos últimos anos. Apesar de este cenário parecer o mais indicado, fica a pergunta: como a China, o Brasil e os demais países detentores de reservas, contruídas com sacrifício e disciplina nos anos recentes, reagirão à necessidade de abrir mão destas reservas em prol da ordem econômica mundial? Irão tais países permitir que suas economias transfiram riqueza para aquelas que sofrem atualmente pelos excessos cometidos?

É natural esperar que o cenário 2 será mais prejudicial para o Brasil no curto prazo, pois estamos falando de um mundo com preços de commodities menores, menos inflação e maior competitividade global. No longo prazo, contudo, a estabilização econômica será positiva para o nosso país.

No Brasil, apesar de o desempenho do PIB do primeiro trimestre de 2009 ter sido melhor do que a expectativa (queda de 0,8% contra o quarto trimestre de 2008), mantemos nossa expectativa de queda de 1% para 2009.

A atividade na indústria continuou sendo o fator negativo no trimestre, e a surpresa positiva foi a resiliência do consumo. O gráfico abaixo mostra o desempenho da indústria e do varejo no Brasil desde 2000, e fica evidente o descolamento entre a atividade industrial e o varejo no Brasil desde 2005.



Os programas assistenciais do Brasil, juntamente com o aumento real do salário mínimo e a ampliação do crédito fizeram o consumo apresentar bom crescimento desde 2005. Ainda que mais lentamente, o crédito deverá crescer em 2009; e que, aliado aos demais fatores, sugere a manutenção deste bom momentum do consumo. A indústria vem demonstrando recuperação desde o início do ano, porém ainda tímida, visto que o ritmo da produção ainda se equipara ao observado em 2005. Vale lembrar que boa parte desta recuperação foi observada no setor automotivo, que opera sob incentivos do governo que foram prorrogados até o final deste ano. O desemprego no Brasil estabilizou em torno de 9% no primeiro semestre, porém esperamos que seja maior no segundo semestre.

Ainda no plano das surpresas positivas, destacamos o bom desempenho apresentado até agora na balança comercial brasileira. De janeiro a junho o Brasil acumulou superávit de quase U\$ 14 bilhões, em comparação com os U\$ 11 bilhões registrados no mesmo período do ano passado. Tal ingresso de dólares ajudou a manter a cotação do Real valorizada perante o dólar norte americano, mantendo as pressões inflacionárias contidas. A taxa Selic, por consequência, atingiu valores historicamente baixos (9,25%), e poderá cair mais ao longo do segundo semestre.

Este ambiente econômico afetará de forma diversa os diversos subsetores da economia. Destacamos que as **concessionárias de serviço público** (energia elétrica, saneamento, telefonia e concessões rodoviárias) deverão se beneficiar, pois o retorno historicamente baixo deste setor se tornará atrativo com taxas de juros reais menores. A indústria de bens de **consumo não duráveis** (alimentos, bebidas, cosméticos, fumo, etc.) manterá a tendência de crescimento, e capturar o bom momento do consumo no Brasil. Empresas do segmento de **Transporte e Logística** apresentam desempenho

fortemente correlacionado ao PIB e, para 2010, esperamos reação em relação ao desempenho de 2009. Os segmentos **financeiro** e de **serviços** deverão manter um ritmo de crescimento de acordo com o PIB, e ainda que acreditemos que as provisões feitas ao longo de 2008 para o aumento da inadimplência possam se mostrar conservadoras, o ambiente de menores taxas de juros trará novos desafios aos bancos brasileiros no médio prazo.

Diferentemente do que comentamos na carta passada, os setores ligados a **consumo de bens duráveis e semi-duráveis, construção civil e automotivo** deverão apresentar desempenho razoável. A retomada do crédito no Brasil, apesar de paulatina, é consistente e o governo prorrogou incentivos fiscais para auxiliar estes setores. Os setores de **infra-estrutura e bens de capital** provavelmente apresentarão o pior desempenho de 2009. Foi anunciado recentemente um pacote de incentivos também para este setor, e nos próximos meses saberemos o impacto de tais medidas, certamente positivas para o setor. Reiteramos nossa expectativa de 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** encontrará um ambiente global fortemente competitivo, devido à tendência de o Real permanecer valorizado e da fraca demanda da indústria doméstica. Enquanto a indústria mundial permanecer com baixas taxas de utilização de capacidade, não é razoável esperar desempenho vigoroso neste setor.

Apesar de a fase aguda da crise já ter passado, as indefinições inexoráveis da mudança que está em curso ainda poderão afetar o ambiente econômico. De 2007 à metade de 2008 a alocação dos nossos investimentos foi paradoxal, devido à nossa visão de crise iminente e viés conservador de gestão. Hoje, apesar de todas as incertezas que ainda persistem, estamos mais otimistas para os anos que estão por vir. O Brasil vem se consolidando como um dos países com melhores condições para prosperar neste próximo ciclo econômico. Há ainda muito por fazer, especialmente no que tange às reformas necessárias e ao enxugamento dos gastos públicos. A copa do mundo de 2014 poderá driblar estas ineficiências e impulsionar investimentos importantes.