

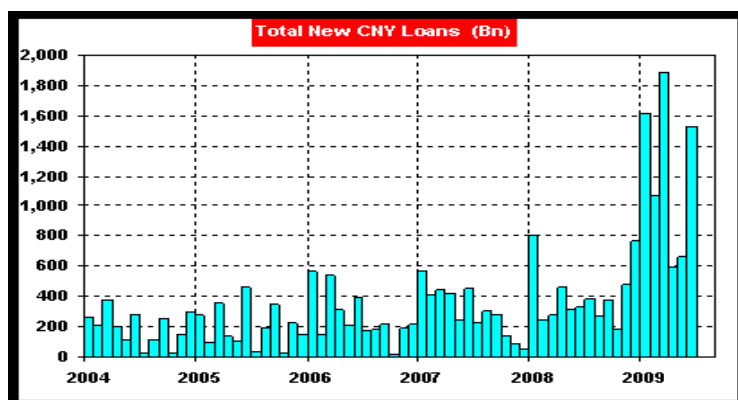
Porto Alegre, 13 de novembro de 2009

Prezado investidor,

Se tivéssemos que dar um diagnóstico sobre o comportamento do mercado financeiro recentemente, não haveria dúvidas: é Transtorno Bipolar de Humor! Não imaginávamos, há doze meses atrás – no olho do furacão da maior crise econômica desde 1929 – testemunhar tão cedo este clima de euforia e calma nos últimos meses. Um indivíduo que comete excessos acabará tendo problemas de saúde e demandará auxílio para cura. Se após curar-se, continuar com os velhos maus hábitos, encontrará novamente seus limites.

O mercado financeiro mundial, assim com o indivíduo citado, cometeu excessos, sofreu, e precisou de ajuda. O “remédio” – um montante superior a 11 trilhões de dólares em estímulos monetários injetados em diversos cantos do planeta - apareceu de diversas formas: redução de taxas de juros, leilões de compra de títulos ilíquidos ou mal precificados, redução de impostos em setores afetados, e até dinheiro novo, recém impresso. O objetivo primordial era conter o pânico e a desconfiança no sistema financeiro e retomar o curso normal da economia. Os primeiros sinais de que estímulo conteve o problema foram sentidos no segundo e no terceiro trimestre de 2009, quando alguns indicadores – apesar de continuarem piorando – sugeriam tendência de reversão. Destaque para dados de emprego, confiança do consumidor e mercado imobiliário dos Estados Unidos.

A China foi a primeira a apresentar retomada da indústria e do varejo, embalados por uma injeção de crédito nos bancos superior a U\$ 1 trilhão - sem precedentes na sua história econômica - conforme mostra o gráfico abaixo (disponibilidade adicional de crédito mensal, em Yuans).



Fonte: The Economist

Este movimento por parte do Governo Chinês é compreensível. Sua economia depende muito das exportações, as quais sofreram forte retração na crise. Sem exportar, aquela economia não cresce, e aumenta a ameaça de instabilidade social. Tudo que o partido comunista não quer.

O remédio produziu o efeito esperado, e a dose do remédio parece ter sido adequada. Brindemos juntos a cura da economia! E daqui pra frente, os hábitos serão diferentes? Ou repetiremos os velhos erros?

Façamos uma breve recapitulação: a principal causa da crise foi o excesso de liquidez, proveniente da disponibilidade de crédito abundante e do fluxo de comércio exagerado entre Estados Unidos e China. Tudo graças a percepção de que as inovações financeiras pulverizariam o risco e permitiriam mais alavancagem nos bancos e maiores níveis de endividamento dos países, embalados pela doutrina do *laissez faire, laissez passer*.

O paradigma do excesso de crédito foi reprogramado em parte. Os bancos reduziram sua alavancagem (receberam dinheiro dos governos), mas nada de concreto foi feito até agora para aumentar a regulação do sistema bancário. E um efeito colateral indesejável do estímulo monetário pode estar surgindo: a velha sensação de impunidade (saudades da *Greenspan Put?*) combinada com excesso de dinheiro no sistema começa a causar valorização potencialmente exagerada em alguns ativos (commodities, imóveis e ações em países emergentes)

No mundo ideal, este forte estímulo de crédito na China seria capaz de tornar os chineses – historicamente poupadores – em consumidores ávidos. Desta forma, a China se tornaria importadora de mercadorias, e daria uma importante ajuda para os países desenvolvidos; ansiosos para escoar sua produção, aumentar empregos e gerar riqueza. A realidade, entretanto, é diferente: evidências sugerem que parte relevante deste crédito chinês está sendo destinada para investimentos em infra-estrutura e (pasmem!) para a bolsa de valores da China, e não para fomento de consumo. Por que isso nos preocupa?

A poupança atual da China é muito valiosa para ficar no cofre. A tabela abaixo mostra o endividamento, o desemprego e o orçamento dos governos (receitas menos despesas) das principais economias.

País	PIB Atual (US\$ Bilhões)	Dívida Bruta (% PIB)		Déficit Orçamentário Atual (antes de juros)	Superávit Exigido até 2014*	Desemprego	
		2009	2014			2007	Atual
EUA	14.000	110%	90%	-12%	4%	4,6%	10,2%
Japão	4.900	240%	220%	-9%	10%	4%	5,3%
Alemanha	3.600	90%	80%	-2%	3%	9%	8,1%
França	2.900	95%	75%	-5%	3%	8,3%	10%
Grã-Bretanha	2.600	100%	70%	-10%	3,5%	5,5%	8%
Total G-20		120%	100%	-8,6%	4,5%		

Fonte: FMI. *Superávit Exigido até 2014 é o necessário para atingir a dívida bruta citada para aquele ano.

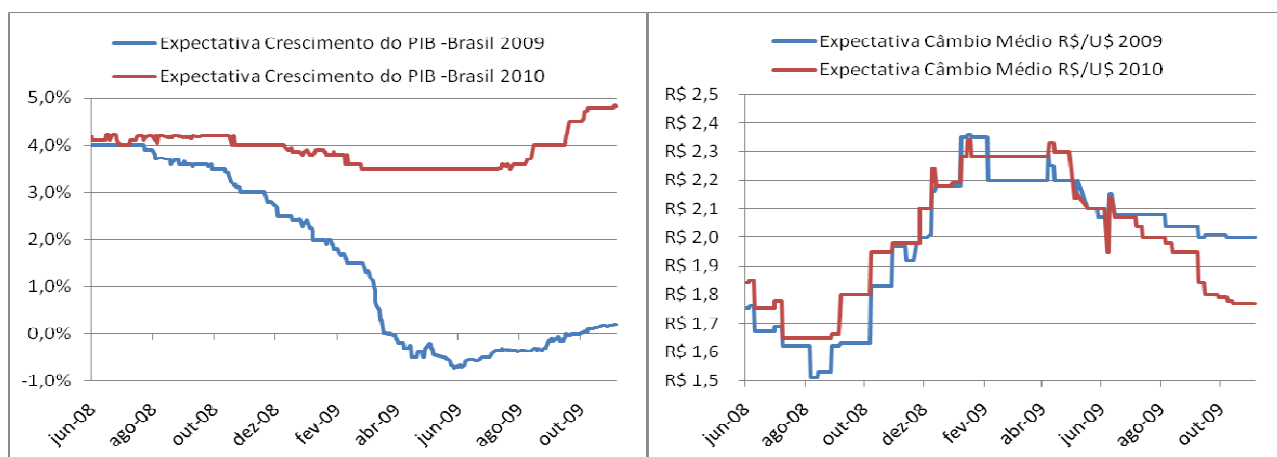
O nível de endividamento destas economias tem sido historicamente alto, mas o nível atual coloca em xeque a sua sustentabilidade (estamos falando de mais de 80% do PIB mundial!) , resultado

da exuberância do passado e dos gigantescos estímulos concedidos para amortecer os efeitos da crise. Para equacionar este endividamento sem depender da balança comercial, o governo do país precisa gastar menos do que arrecada. Arrecadar mais via aumento de impostos, neste momento, é uma opção covarde porém necessária. Gastar menos é a opção mais racional, mas como fazer isso se o mundo continua à mercê de auxílios econômicos? (vide reunião do G-20 do final de semana do dia 7 de novembro).

O fato é que a escala desses ajustes é assustadora. Os países do G-20 precisam transformar o déficit atual de 8,6% do PIB em superávit de 4,5% até 2014 para que a dívida pública permaneça sob controle. Poucos países já realizaram tal façanha fiscal (Suécia na década de 90, por exemplo), porém isso nunca foi tentado por tantas nações ao mesmo tempo.

Este cabo de guerra da China - defendendo suas exportações e preservando sua poupança – contra seus principais clientes – defendendo sua estabilidade econômica e monetária – ainda renderá muitos capítulos. Neste ínterim, o dólar norte americano perde valor e pressiona as commodities, semeando a inflação futura. O fato é que ninguém quer pagar a conta da crise, e nenhum país tem condições de pagá-la sozinho. A recuperação recente das diversas bolsas no mundo é providencial para os governos, pois constituem importante fator psicológico para um consumidor que já sofre com a perda de aproximadamente 1/3 do valor do seu imóvel nos últimos vinte meses. Por mais que acreditemos na recuperação, o equilíbrio mais provável continua sendo um mundo crescendo menos nos próximos anos.

O Brasil é a bola da vez, e o nosso presidente é “o cara”. Temos recursos naturais importantes, um mercado consumidor doméstico que – aparentemente - se preservou na crise, a economia já estabilizou; e, o mais importante, nos comportamos sem bravatas (tipo Venezuela e Irã) e sem a postura rígida chinesa. Nossa expectativa de queda de 1% para o PIB em 2009 se mostrou equivocada, e para o ano de 2010 a expectativa é de forte crescimento. Os gráficos abaixo mostram a expectativa de crescimento do PIB no Brasil para 2009 e 2010, e também de câmbio médio, de junho de 2008 até hoje.



Fonte: Relatório FOCUS - Banco Central do Brasil

Até a metade de 2009, a expectativa do crescimento do PIB no Brasil havia derretido para -1%, e dados divulgados naquele período evidenciaram que o setor de serviço e o consumo apresentaria uma resiliência incomum à crise econômica.

A lógica de contágio das crises globais para o Brasil sempre foi a seguinte: crise → maior percepção de risco → fuga de dólares → desvalorização do Real → aumento da inflação → aumento dos juros → menor atividade econômica → menos empregos → menos consumo. Desta vez foi diferente, pois, apesar de ter havido a desvalorização do Real, isso não provocou inflação. De forma inédita, o Brasil pode baixar os juros para combater a crise, e o governo pode promover medidas anti-cíclicas de auxílio à alguns setores específicos. Não esqueçamos, contudo, da ajuda providencial da China.

O fato de a China ter gasto trilhões para manter sua atividade econômica nos beneficiou pois o Brasil é fornecedor de insumos básicos para infraestrutura: minério, petróleo e celulose. Nos beneficiamos também da quebra na safra do açúcar na Índia, e o superávit da nossa balança comercial foi uma das grandes surpresas positivas que ajudou a manter a nossa estabilidade. A conclusão é que apesar de a crise global deixar cicatrizes relevantes pelos próximos anos, o Brasil está bem posicionado para beneficiar-se deste fogo cruzado que envolverá o ajuste das principais economias anteriormente citadas. Situação similar vivenciada pelos Estados Unidos e pela Argentina na segunda guerra mundial, beneficiando-se do conflito entre os países europeus.

O maior risco é relaxarmos demais. As oportunidades estão aí e estão claras, mas os velhos problemas continuam. Faremos grandes investimentos em infraestrutura para atender aos eventos Copa do Mundo e Olimpíadas, e isso representa uma fantástica motivação para correção destes gargalos. Não podemos esquecer, contudo, que não somos uma ilha isolada. O nosso parque industrial foi o grande impactado pela crise, e apesar de ensaiar recuperação, a valorização do Real contra o dólar nos coloca numa posição delicada de competitividade. Os países abatidos na crise procurarão mercados consumidores, e o Brasil não será poupado. Muito tem se debatido sobre os efeitos do câmbio na nossa indústria, sem conclusão. Na nossa opinião, o Real está valorizado além do ponto de equilíbrio ditado pelo fluxo comercial, e este deslocamento é proporcionado pelo fluxo financeiro (este ano, em especial, para a bolsa de valores). Isso prejudica, sim, nossa indústria. Se tivéssemos uma carga tributária menor, um sistema logístico mais eficiente, e mão de obra mais qualificada e produtiva poderíamos amortecer esta pressão. Outra forma de combater este desafio seria o nosso governo gastar menos e investir mais, mas esperar isso às vésperas de eleições é utopia. De 2001 até 2008, as despesas correntes do governo (incluindo transferências à estados e municípios, mas desconsiderando juros da dívida pública) representaram 20% do PIB nominal. Projetamos que este número aumente para 23% em 2009 e 2010.

Outro legado perigoso da crise é a tentação de maior interferência do Estado na economia. Os sinais no Brasil são bastante evidentes. O episódio recente da pressão do governo sobre a Vale do Rio Doce, o novo marco regulatório para exploração de petróleo dando poderes para a Petrobrás, maior capitalização do BNDES, atuação mais agressiva no crédito por parte dos bancos públicos, ressurreição da Telebrás para prover banda larga popular; e, por fim, o relaxamento da meta de superávit primário.

Nossas projeções para o PIB de 2009 foram reposicionadas para estabilidade, e para 2010 acreditamos num crescimento da ordem de 5%. O crescimento sustentável a partir de 2011 ainda é uma incógnita, pois dependerá do também desconhecido crescimento mundial sustentável. O setor de **Transporte e Logística** colherá um momento econômico formidável, pelo desempenho fortemente correlacionado ao PIB. A indústria de bens de **consumo não duráveis** (alimentos, bebidas, cosméticos, fumo, etc.) permanece com ótimas perspectivas pelo aumento da massa salarial real que deverá permanecer ao menos até as eleições. A indústria de bebidas colherá os frutos da copa do mundo de 2010. Já as **concessionárias de serviço público** (energia elétrica, saneamento, telefonia e concessões rodoviárias), manterão o ritmo de crescimento, mas poderão ser alvo de mudanças de regra devido ao ano eleitoral e à maior interferência do governo na economia. A taxa Selic provavelmente subirá em 2010, reduzindo a atratividade deste setor. Em contrapartida, o setor **financeiro** e de **serviços** se beneficiarão com a alta dos juros e a retomada da atividade econômica, além da redução da inadimplência que apresentou seu pico no terceiro trimestre de 2009.

A retomada no setor de **consumo de bens duráveis e semi-duráveis, construção civil e automotivo** foi contundente. A retomada do crédito no Brasil e os incentivos do governo foram fundamentais. A dúvida é: como ficará o mercado quando os incentivos do governo foram extintos. No caso da construção civil, o programa “Minha Casa Minha Vida” deverá continuar pois é bandeira de campanha para presidente. Os setores ligados a **infra-estrutura** e **bens de capital** já passaram pela tormenta, e há céu de brigadeiro pela frente. Além da Copa do Mundo, agora a Olimpíada se soma aos catalizadores para este setor. Nos preocupa um pouco a excessiva valorização do Real, pois poderá impor competição desleal especialmente no setor de máquinas e equipamentos.

Hoje podemos dizer que o cenário é mais alentador para as indústrias **extrativa mineral, agropecuária, indústria de base** e de **transformação**. A dependência histórica de exportações ainda mantém tais setores no plano de competição internacional, e portanto desafiador para 2010. A retomada da atividade no Brasil e na China, contudo, deverá propiciar um escoamento maior da produção destes setores do que foi em 2009. Novamente, o Real apreciado pode cobrar a conta.

Estamos confiantes e cautelosamente otimistas com o Brasil do próximos cinco anos. Não há como negar os diversos avanços que fizemos no país, e as oportunidades que teremos daqui pra diante. Desde meados do segundo trimestre de 2009 mantivemos uma parcela da nossa carteira em renda fixa, o que explica o nosso desempenho inferior à média de mercado. Optamos por ver dados mais concretos a cerca da recuperação econômica antes de investir todos os recursos que estavam em renda fixa, tarefa que agora faremos com a nossa costumeira parcimônia e responsabilidade; haja vista que, no nível atual, entendemos que a bolsa já precifica grande parte das expectativas positivas.