

Porto Alegre, 23 de Dezembro de 2009

Prezado investidor,

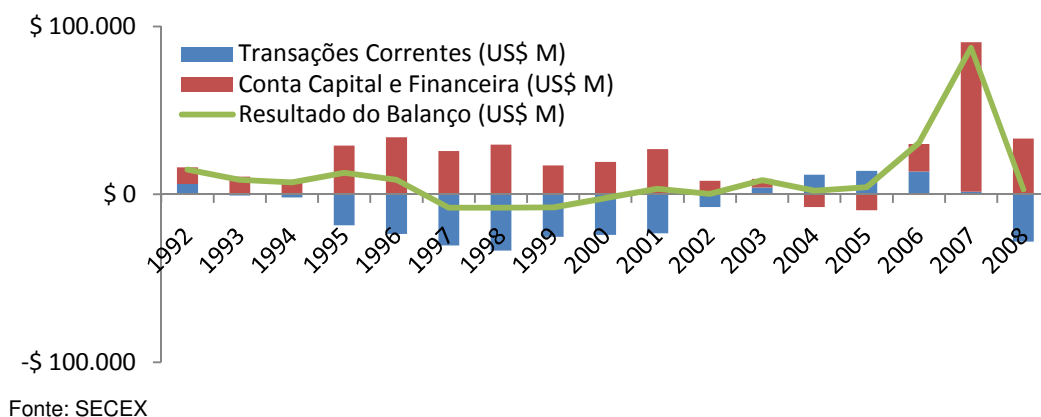
Mais um ano se encerra, e 2010 promete ser um ano de retorno ao forte crescimento econômico no Brasil. A expectativa para o PIB do próximo ano já se aproxima de 6%, nível historicamente elevado para o nosso país. Terá o Brasil finalmente encontrado a via expressa do crescimento econômico? Acreditamos que muitos avanços foram feitos, mas ainda é cedo pra comemorar. Dedicaremos especial atenção nesta carta à compreensão da taxa de câmbio do Real em relação ao dólar norte americano, e o apoio importante que a apreciação do Real proporcionou ao crescimento que colhemos nos últimos seis anos. Sobre a permanência desta tendência é que ousaremos debater nos próximos parágrafos.

Bons ventos sopraram para o nosso país desde o início do século XXI. Desde o milagre econômico da década de 70 que não crescíamos tanto e de forma tão consistente. A média do crescimento do PIB brasileiro desde 2004 foi de 5% ao ano, contra 3% na década de 80 e 1,6% na década de 90. Entendemos que este bom crescimento recente foi auxiliado pela melhora do balanço de pagamentos do Brasil, com benefícios diretos e indiretos.

O Balanço de Pagamentos representa o fluxo líquido de ingresso de moeda estrangeira que um determinado país apresenta, e é resultado basicamente de duas contas: trocas comerciais e trocas financeiras, conforme a figura abaixo:



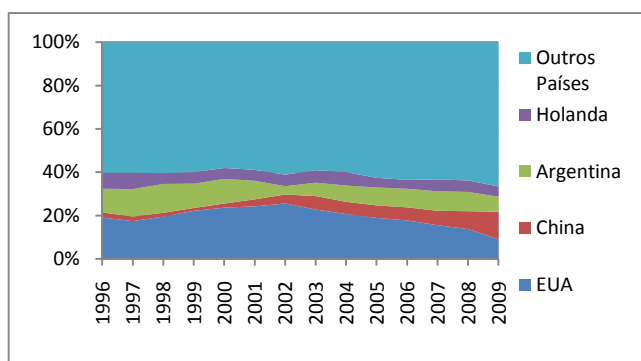
O resultado do Balanço de Pagamentos do Brasil vinha sendo inexpressivo há mais de três décadas, conforme mostra o gráfico abaixo.



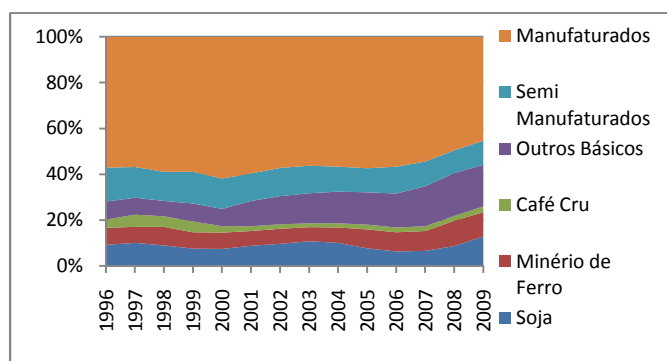
Na década de 90, após a implantação do Plano Real, a balança de transações correntes teve forte déficit, que foi compensado pelo ingresso de capitais decorrentes das privatizações. Ao final da década de 90 a balança de mercadorias reagiu. Percebe-se que nos últimos anos a combinação de superávit na balança de transações correntes e financeira proporcionou o melhor resultado do balanço da história do Brasil no ano de 2007 (US\$ 87 bilhões), e corroborou à escalada das reservas internacionais de US\$ 10 bilhões em 1990 para US\$ 240 bilhões no final de 2009.

Este fenômeno foi fator preponderante para a valorização da nossa moeda desde 2002. O benefício imediato desta valorização é uma menor pressão inflacionária, visto que diversos itens de produção e consumo no Brasil possuem seu preço referenciado em dólares. A menor pressão inflacionária permite que a taxa de juros também seja reduzida; de fato, vimos recentemente a nossa taxa Selic atingir os patamares mais baixos da história. A lógica, portanto, é simples: a balança comercial favorável suportou a valorização do Real, que por sua vez reduziu pressões inflacionárias e permitiu operarmos com juros baixos num período de crescimento econômico. O interessante é que esse processo se retroalimenta, pois o crescimento do país atrai investimentos estrangeiros (investimentos fixos, renda fixa e bolsa de valores) que geram divisas e ajudam a moeda a valorizar-se ainda mais. Qual foi a mágica que propiciou tal melhora na nossa balança comercial?

A resposta está no aumento das nossas exportações, e vamos explicar como isso ocorreu. Numa escala de valor agregado, o Brasil exporta três categorias de produtos: os básicos (*commodities*), semimanufaturados e manufaturados. Os básicos representavam aproximadamente 30% das nossas exportações, mas ganharam participação nos últimos anos e já representam 40%, conforme o gráfico abaixo do lado direito. Destacamos os principais básicos (Soja, Minério e Café).

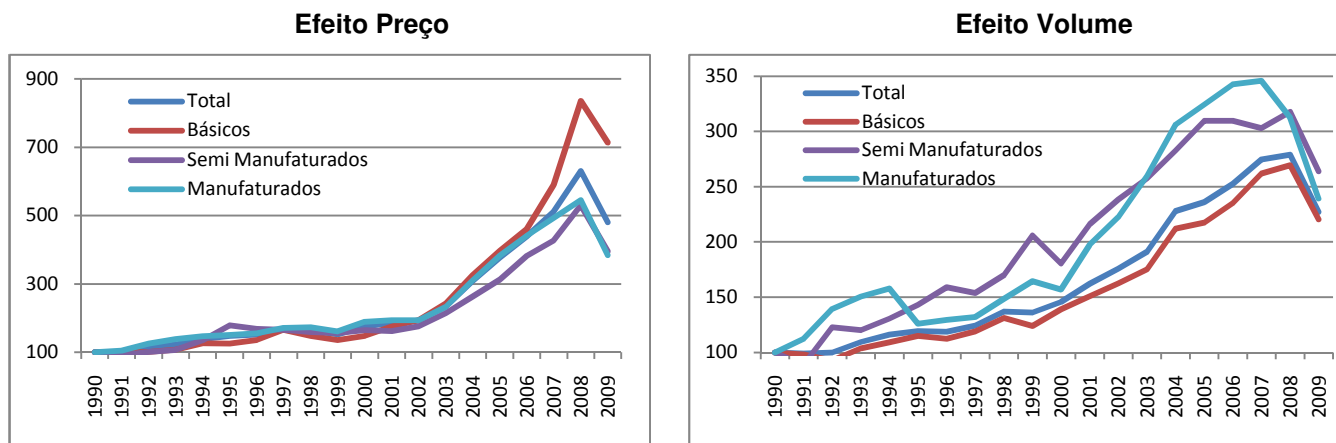


Fonte: SECEX



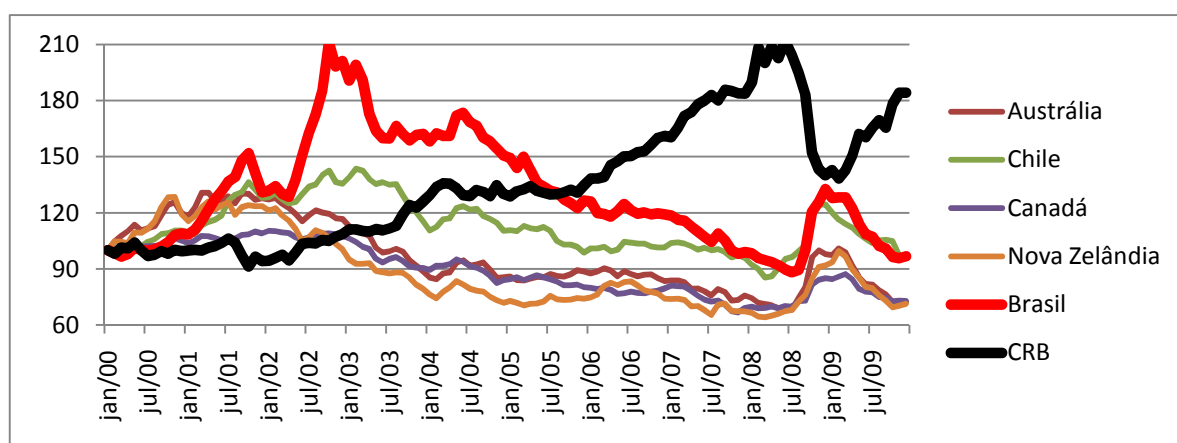
O gráfico acima à esquerda mostra os principais destinos das exportações brasileiras, e evidencia a perda de participação dos Estados Unidos nas nossas exportações em detrimento da China. No geral, conquistamos uma boa diversificação de países nas nossas exportações, mas continuamos exportando uma pauta de baixo valor agregado. Curiosamente esta dependência de *commodities* foi um fator importante para o desempenho positivo da nossa balança comercial. Os gráficos abaixo separam o

efeito preço no aumento das nossas exportações e a efeito quantidade (em toneladas). Ambos foram normalizados para base 100 em 1990 para melhor comparabilidade.



Fonte: SECEX

A leitura é clara: após a desvalorização da nossa moeda no início de 1999, o volume de itens manufaturados aumentou com maior vigor, mas a valorização do Real e a recente crise econômica consumiu todo este descolamento. Esta perda foi compensada em 2007 e início de 2008 por um forte aumento no preço dos produtos básicos, o que manteve o patamar elevado das exportações. Este fenômeno não foi exclusividade do Brasil. O gráfico abaixo mostra que todos os países que exportam *commodities* também tiveram suas moedas valorizadas nos últimos anos. Destacamos em preto o índice de preços de commodities (CRB) e em vermelho o Real, lembrando que a desvalorização do Real em 2002 teve motivos políticos e não econômicos (eleição do Lula).



Fonte: Commodity Research Bureau, e [www.xe.com](http://www.xe.com)

Os argumentos listados anteriormente nos induzem às seguintes constatações:

- Exportação de manufaturados deverá retomar ritmo apenas quando os efeitos da crise econômica se dissolverem, o que ainda deverá levar alguns anos. Não é razoável esperarmos melhoria no preço médio desta categoria no curto prazo.
- Maior peso da China na nossa pauta de exportação deverá aumentar ainda mais o peso dos materiais básicos, de menor valor agregado, cujo efeito preço não deverá ser tão favorável quanto foi em 2007 e 2008. Aumentos de volume para compensar a queda de preço podem ocorrer, mas dependem de safra e da expansão da capacidade de entrega de minério da Vale.
- Real valorizado deteriora a competitividade do setor exportador brasileiro, e poderá inviabilizar os canais comerciais que foram construídos arduamente nos últimos anos.
- Bom crescimento econômico em 2010 e provavelmente em 2011 deverá acelerar o crescimento das importações, que combinado com a deterioração das exportações reduzirá a balança de transações correntes.

A pergunta que decorre desta reflexão é: continuará o apetite dos estrangeiros para investir no Brasil sob este risco de deterioração da balança de pagamentos e portanto de desvalorização da nossa moeda? Além disso, como 2010 é ano eleitoral, há possibilidade de o investidor estrangeiro aguardar a definição do quadro político para retomar os investimentos; e, portanto, passaríamos 2010 à mercê do fluxo comercial.

A nossa visão é de que há, portanto, elementos para acreditarmos que este processo de valorização do Real contra o dólar norte americano está terminando, após 6 anos. Não acreditamos numa desvalorização expressiva da nossa moeda como a ocorrida em 1999 e 2002, pois hoje dispomos de reservas, confiabilidade e acesso a linhas de capital mais baratas devido ao título de *investment grade*. O nosso cenário base é que o câmbio para 2010 permaneça neste patamar de R\$1,7 a R\$1,9 por dólar; mas entendemos ser significativo o risco de o câmbio superar o patamar de R\$2. Devemos encarar, por conseguinte, o fato de que poderemos não mais contar com a ajuda do câmbio para conter as pressões inflacionárias. A solução será investir mais para aumentar a nossa capacidade produtiva ou então aumentar os juros para conter o consumo. Infelizmente tendemos a acreditar mais nesta última solução, pois a primeira depende de um governo menos gastador e mais investidor, quadro difícil de visualizar em ano eleitoral.

Todos os riscos que citamos acima ficarão ainda mais fortes se contemplarmos que o grande evento macroeconômico esperado para 2010 é o início da retirada dos estímulos monetários que foram dados ao longo de 2009 para conter os efeitos da crise econômica em diversos países. O destaque será o início do ciclo de alta dos juros nos Estados Unidos, atualmente a 0%. Quando iniciado, este aperto deverá fortalecer o dólar e pressionar para baixo os preços das *commodities*, ampliando o desafio para a balança de pagamentos das economias emergentes.

Estamos confiantes e cautelosamente otimistas com o Brasil para os próximos cinco anos. Reforçamos nossa visão de que os diversos avanços econômicos e as oportunidades que disso

decorrem proporcionarão um amplo leque de opções de investimento em renda variável, independente do cenário que se apresentar. Como comentamos na carta passada, nosso desempenho em 2009 foi inferior ao potencial pois mantivemos uma parcela da nossa carteira em renda fixa, aguardando uma melhor definição da recuperação econômica. Ao longo de 2010, não faltarão oportunidades para alocar este capital em renda variável, satisfazendo nossa rígida exigência de margem de segurança. Aproveitamos para desejar a todos um ótimo Natal, e que 2010 seja um ano pleno de realizações, saúde e muita prosperidade.