

INVESTIDOR
PROFISSIONAL

Sócios:

Roberto Vinhães
Christiano Fonseca Filho
Pedro Chermont
João Emílio Ribeiro Neto
Isabella Saboya
Bruno Levacov
Elsen Carvalho

INVESTIDOR
PROFISSIONAL

Relatórios de Gestão

IP-Participações / IP-Equity Hedge / IP-Global

quarto trimestre / 2003

Av. Ataulfo de Paiva, 255 / 9º andar - Leblon
22440-032 - Rio de Janeiro - RJ - Brasil
Tel. (55 21) 2540 8040 - Fax (55 21) 2540 8019
faleconosco@investidorprofissional.com.br
www.investidorprofissional.com.br

Este relatório é publicado somente com o propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Investidor Profissional e não deve ser considerado como oferta de venda dos fundos. Apesar de todo o cuidado tanto na coleta quanto no manuseio das informações apresentadas, a Investidor Profissional não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem tampouco por operações ou decisões de investimentos tomadas com base neste relatório. Todas as opiniões e estimativas são elaboradas dentro do contexto e conjuntura no momento em que o relatório é editado. Nenhuma informação ou opinião deve ser interpretada ou tem intenção de ser uma oferta de compra ou de venda das ações ou ativos mencionados. Performance passada não é garantia de performance futura.

Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e o regulamento do fundo de investimento ao aplicar seus recursos.

ÍNDICE

O Espetáculo da Governança	3
IP-Participações	7
Resultado 2003	7
Saraiva Livreiros e Editores	7
Coteminas	13
Informações	15
IP-Equity Hedge	17
Introdução	17
Desempenho / Resultados	17
Exposição / Risco	19
Considerações Finais	19
Informações	21
IP-Global	23
Resumo	23
Comentário	23
Carteira	24
Varejo de Vestuário: Picos e Vale	24
O Papel Crucial do Pensamento Independente	27
US\$ - Mais Fraqueza Adiante?	28
Perspectivas	30
Aleatórias	32

Em seu primeiro ano de Governo, o presidente Luiz Inácio Lula da Silva revelou-se grande "companheiro" dos jornalistas. A quantidade farta de metáforas futebolísticas e frases de efeito fez a festa de muitos. Talvez a expressão mais memorável tenha sido a que alertava o país para a proximidade do "espetáculo do crescimento". Comentários espirituosos à parte, a profecia presidencial chama atenção para um dos temas prioritários para a Investidor Profissional: a necessidade de melhores práticas de governança corporativa como forma de atrair capital a custos mais interessantes e financiar projetos que acompanhem o crescimento anunciado.

Noutras palavras, o espetáculo do crescimento tem de ser apoiado pelo espetáculo da governança nas empresas abertas. As demandas de acionistas minoritários por tratamento mais equitativo só sensibilizam empresas que vivenciam a necessidade de contar com o mercado de capitais como fonte alternativa de financiamento, ou mesmo as que possuem visão de longo prazo e preferem trabalhar gradualmente para que suas ações obtenham melhor precificação (caso seja interessante acessar o mercado).

Os progressos têm acontecido, e não se verificaram apenas em 2003, mas no biênio 2002-03.

Os bons ventos começaram a soprar mais fortes com a emissão primária de R\$ 100 milhões que a Marcopolo promoveu em setembro de 2002 (ano amargo para o mercado de capitais). Ao emitir, a empresa já aderiu ao nível 2 do segmento de Novo Mercado da Bovespa. Apesar da dificuldade para quantificar, estamos certos de que o fato contribuiu para melhor precificação da emissão e para o sucesso da colocação em si.

Bastante animador também foi o anúncio da intenção do Banco do Brasil em aderir ao nível mais alto de governança do Novo Mercado. O anúncio foi feito em abril de 2003, e já em setembro o BB promoveu a conversão de todas as suas ações preferenciais em ordinárias. Resta organizar junto ao BNDES a venda de um bloco de ações do Governo para que o Banco passe a contar com 25% de *free-float*, uma das condições para adesão ao segmento.

Como continuidade às evoluções positivas, 2003 marcou o posicionamento definitivo de duas grandes empresas de papel e celulose como companhias relevantes para o mercado de capitais: Suzano e Votorantim.

A Companhia Suzano de Papel e Celulose aderiu ao nível 1 do Novo Mercado em maio de 2003. Em outubro, a companhia emitiu 5 milhões de ações ordinárias e 10 milhões de preferenciais, tendo captado R\$ 200 milhões. Concomitantemente, colocou no mercado 15% das ações preferenciais (10% do capital total), em oferta secundária que atingiu R\$ 242 milhões. Com o aumento do *free-float*, a companhia passou de um volume médio de negociação diária de R\$ 800 mil, no terceiro trimestre, para R\$ 3,9 milhões, neste quarto trimestre.

A Votorantim Celulose e Papel (VCP), que também já fazia parte do nível 1 da Bovespa, promoveu oferta secundária e levou para o mercado mais 30% de suas ações preferenciais (13% do capital total). Foi uma operação de R\$ 840 milhões, sendo 64% da colocação sob a forma de ADS (*American Depositary Shares*) na bolsa de Nova Iorque. A maior parte do bloco de ações contribuiu para a liquidez no exterior, mas também na bolsa brasileira a liquidez do papel cresceu de R\$ 5,5 milhões de volume médio diário, no terceiro

trimestre, para R\$ 7,4 milhões, no último trimestre de 2003. De modo geral, a VCP aprimora a cada ano as boas práticas de governança e a transparência em seu relacionamento com o mercado.

Coteminas foi outro destaque em 2003. Mais precisamente em junho, acionistas relevantes da companhia realizaram oferta secundária de 16% do capital preferencial, numa operação de R\$ 110 milhões. O evento contribuiu para a melhoria da liquidez das ações, que passaram de uma média de negociação diária de R\$ 1,1 milhão, no segundo trimestre, para R\$ 1,6 milhão, no terceiro trimestre. O crescimento de 45% é relevante, especialmente quando comparado a uma melhoria de liquidez diária do Ibovespa de "apenas" 10% em idêntico período.

Estas cifras de colocações primárias e secundárias são impressionantes para um mercado que, desde 1997, viu apenas duas emissões relevantes: Ultrapar, em operação de R\$ 330 milhões (1999), e Marcopolo.

As empresas mencionadas são exemplos de evolução. A adoção gradual de práticas de governança revela que estão no mercado para ficar. Coteminas, por exemplo, oferece *tag-along* aos minoritários desde agosto de 2002. Aliás, é digno de menção o crescente número de companhias que adota o mecanismo desde a vigência da nova Lei das S/A, em fevereiro de 2002.

Em abril deste mesmo ano, Itaú, por exemplo, já concedia o *tag-along*. A atitude representou marco histórico para o mercado acionário brasileiro. Quando um grupo desta representatividade propõe a adoção de um dispositivo que alinha interesses entre acionistas, transmite clara mensagem ao mercado sobre qual a importância da correta precificação de suas ações e

do pleno acesso ao mercado acionário como fonte alternativa de financiamento.

A mesma VCP, citada acima, fechou 2003 com a adoção de uma política de dividendos que será *benchmark* para as empresas de capital aberto. A idéia é distribuir, sob a forma de dividendos e juros sobre capital próprio, 60% do fluxo de caixa livre (assim definida como a geração de caixa da companhia subtraída da variação do capital de giro, do imposto a pagar e do investimento no imobilizado).

Também há um grupo de companhias de capital fechado que estuda o mercado de capitais já há algum tempo, e acompanha a evolução do tema governança corporativa. Para nossa satisfação, conversamos recentemente com duas dessas companhias. Ambas revelaram que não pensam vir a mercado senão pela via do segmento de Novo Mercado da Bovespa. Pelo porte de cada uma, a postura denota uma nova visão do empresariado brasileiro: a de que é mais importante crescer com financiamento a custos mais interessantes do que preservar mecanismos de desequilíbrio entre acionistas.

No plano institucional, estamos cada vez menos isolados em nosso insistente discurso pró-governança. Prova disso foram os lançamentos dos manuais de governança da Petros, no final de 2002, e da Previ, mais recentemente.

É importante registrar o otimismo com essas evoluções. Nada melhor do que verificar que um número crescente de empresas opta por caminho que vem sendo trabalhado pela IP junto às companhias investidas desde sua fundação em 1988.

Temos longo histórico em conduzir processos de implementação de medidas que visem maior transparência, alinhamento de interesses e prestação de contas por parte das empresas investidas. É algo que acontece desde Elevadores Atlas, que já em 1996 nascia com estatuto social repleto de boas práticas de governança corporativa (sem que a terminologia fosse então largamente empregada). A companhia veio ao mercado apenas com ações ordinárias, um conselho formado por profissionais de experiências complementares e membros independentes. Contava ainda com plano pioneiro de opções para seus principais executivos e com disposição estatutária que proibia empréstimos e transações em geral com partes relacionadas (prática que até hoje constitui uma das maiores dores de cabeça de acionistas minoritários no Brasil).

A companhia Saraiva Editores e Livreiros também foi motivo de orgulho pelo pioneirismo em implementar *tag-along* para suas ações preferenciais no começo de 2000.

É inegável que o ritmo das mudanças tende a se acelerar diante da perspectiva de crescimento econômico. A trajetória de queda da taxa de juros básica ao longo de 2003 revela que o Governo prepara terreno para concretizar a profecia do presidente. O mercado de capitais também se ajusta para refletir expectativas mais positivas para o país. É algo que virá tanto pela valorização das ações das companhias abertas quanto pelo maior dinamismo do mercado de capitais.

Ou seja, o "espetáculo do crescimento" pode estar mesmo para começar e o mercado de capitais, pelas vias desse "espetáculo" pode finalmente cumprir seu papel de financiador do desenvolvimento econômico.

IP-PARTICIPAÇÕES

A variação no valor de mercado das posições do IP-Participações em dezembro foi de 11,3% em reais, líquida de todos os custos. Desde 26 de fevereiro de 1993, início da gestão pela Investidor Profissional, o Fundo acumula valorização de 846% em dólares, rentabilidade média de 23,2% ao ano em dólares. No mesmo período, o Ibovespa apresentou desempenho de 13,5% ao ano em dólares e o CDI, de 15,7% ao ano em dólares.

RESULTADO 2003

Mais uma vez, contrariando as previsões de 10 em cada 10 "especialistas" em projetar o curto prazo, o mercado acionário surpreende em 2003 com alta espetacular de 97%.

A rentabilidade do IP-Participações foi de 61% no ano, o que composto com o resultado dos anos anteriores, garantiu excelente rentabilidade para todos nós cotistas.

	IP-Participações	Ibovespa	CDI
1999	204%	151%	25%
2000	12%	-10%	17%
2001	10%	-10%	17%
2002	9%	-18%	19%
2003	61%	97%	23%
Acumulado	562%	228%	153%
Retorno anualizado (5 anos)	46%	27%	20%

Como efeito prático de sua filosofia de investimentos, o comportamento esperado das cotas do IP-Participações tende a respeitar o seguinte padrão:

1. QUEDA DOS MERCADOS: Minimização de perdas ou ganhos modestos. Tal comportamento verificou-se em 2000, 2001 e 2002, quando o Fundo apresentou valorização de 12%, 10% e 9%, enquanto o Ibovespa apresentou desvalorização de -10%, -10% e -18%, respectivamente.

2. ALTA DOS MERCADOS: Desempenho altamente positivo, mesmo que eventualmente inferior ao dos *benchmarks* tradicionais.

Na qualidade de investidores de longo prazo, o objetivo é atingir retornos absolutos elevados em períodos de cinco anos. A proposta é estar sempre entre as melhores alternativas de investimento naquele horizonte de tempo. Superar os índices de bolsa no curto prazo não faz parte, definitivamente, da estratégia do Fundo.

A rentabilidade positiva de 2003 foi assim distribuída entre as parcelas da carteira do Fundo:

	Contribuição para performance	Participação média na carteira	Performance estimada da parcela	Participação na carteira no início de 2004
Longo Prazo	44%	73%	61%	72%
Giro	14%	17%	85%	15%
Renda Fixa	2%	10%	20%	13%
Total	61%	100%		100%

Para simplificar o cálculo, as despesas do fundo foram alocadas proporcionalmente à performance de cada parcela da carteira.

O percentual comprado em ações foi reduzido para 87% em dezembro, e o IP-Participações inicia 2004 com cerca de 60% de sua carteira de ações investida em Saraiva, Perdigão, Coteminas, Itaúsa e Ambev.

SARAIVA LIVREIROS E EDITORES

Introdução

O Fundo é acionista relevante de Saraiva desde 1996. Desde então, a IP participa ativamente das discussões estratégicas de Saraiva, sempre com ênfase em temas onde é capaz de agregar valor. Hoje, Saraiva está entre os principais investimentos do IP-Participações suas ações representam 14% da carteira do fundo¹.

Os objetivos deste relatório são: 1) revisar os fundamentos do investimento em Saraiva; 2) oferecer breve retrospectiva de sua evolução operacional nos últimos anos; 3) estimar parâmetros que indiquem como a evolução operacional pode se traduzir em retorno expressivo para os acionistas. Serão ainda explorados os motivos que têm inibido maior valorização das ações nos últimos dois anos e como o problema tem sido enfrentado.

Saraiva opera dois negócios distintos: editora e livraria. A análise da empresa passa pela avaliação em separado dos dois negócios, que apresentam características absolutamente distintas entre si.

¹ Em 31/12/2003

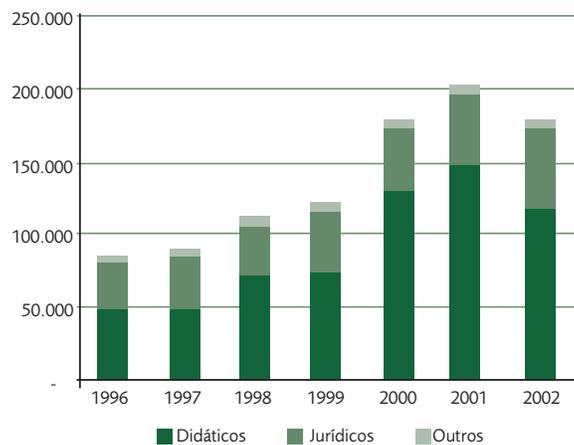
Editora Saraiva

A Editora Saraiva tem como principais atividades a edição de livros jurídicos, didáticos e para-didáticos, além de estar presente nos segmentos de economia e administração. Em 2002, o faturamento da Editora Saraiva atingiu R\$ 173 milhões, dos quais R\$ 54 milhões provenientes do ramo jurídico, e R\$ 112 milhões, do didático.

Fundada em 1914, a Editora Saraiva é dona de marca consolidada no mercado editorial brasileiro. Ela conta com extenso portfólio de autores de renome, todos ligados à empresa por contratos de longo prazo. Na área jurídica, os contratos de relacionamento de longo prazo foram firmados com autores como Teotônio Negrão², Maria Helena Diniz e Damásio Evangelista de Jesus, e conferem importante vantagem competitiva à Saraiva. A privilegiada posição na edição de livros jurídicos se traduz em liderança absoluta neste segmento e em retornos elevados sobre o capital investido.

No segmento didático, Saraiva também ostenta contratos de longo prazo com autores renomados, dentre os quais Sônia Lopes, Osvaldo Dolce e Gelson Iezzi. O crescimento é expressivo num segmento que, embora não seja o mais rentável, é hoje responsável pela maior parcela das vendas da editora. O crescimento consistente de *market-share* na venda de livros didáticos para o Governo e as três aquisições dos últimos cinco anos (Editora Atual - 1998, Editora Renascer - 2000 e Editora Formato - 2003) contribuíram para um crescimento anualizado de 16% no faturamento deste segmento entre 1996 e 2002.

Editora Saraiva - Faturamento (R\$ mil)



A análise dos resultados da Editora Saraiva deve levar em consideração o ciclo operacional. O negócio editorial apresenta grande sazonalidade durante o ano, concentrando 80% das vendas entre o último trimestre do ano e o primeiro trimestre do ano seguinte³. Além disso, o segmento didático apresenta forte sazonalidade ao longo dos anos gerada pelos ciclos de compra de livros do Governo Federal. Os ciclos governamentais de compras de livros didáticos são de 3 anos, conforme quadro abaixo:

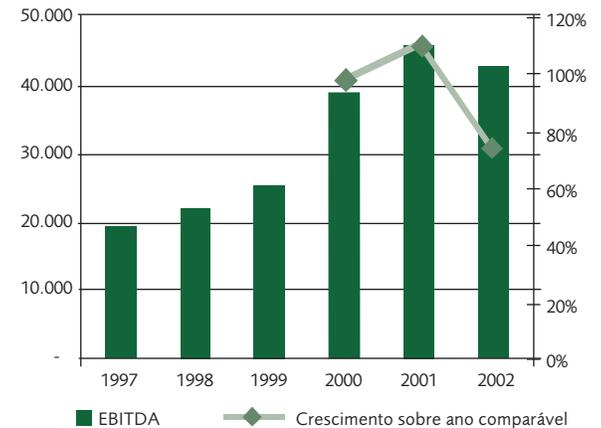
Quadro1: Ciclo de compras governamentais de livros didáticos

Ano	Livros Novos	Livros para reposição
1	1ª a 4ª série	5ª a 8ª série
2	5ª a 8ª série	1ª a 4ª série
3	-	1ª a 8ª série

A análise de resultados da Editora deve, portanto, levar em conta janelas de três anos. A comparação de um ano com outro imediatamente posterior ou anterior torna-se absolutamente inconclusiva.

O gráfico abaixo ilustra a significativa evolução da geração operacional de caixa (EBITDA) da Editora Saraiva entre os ciclos 1997-1999 e 2000-2002.

Editora - EBITDA (R\$ mil) e Crescimento sobre anos comparáveis



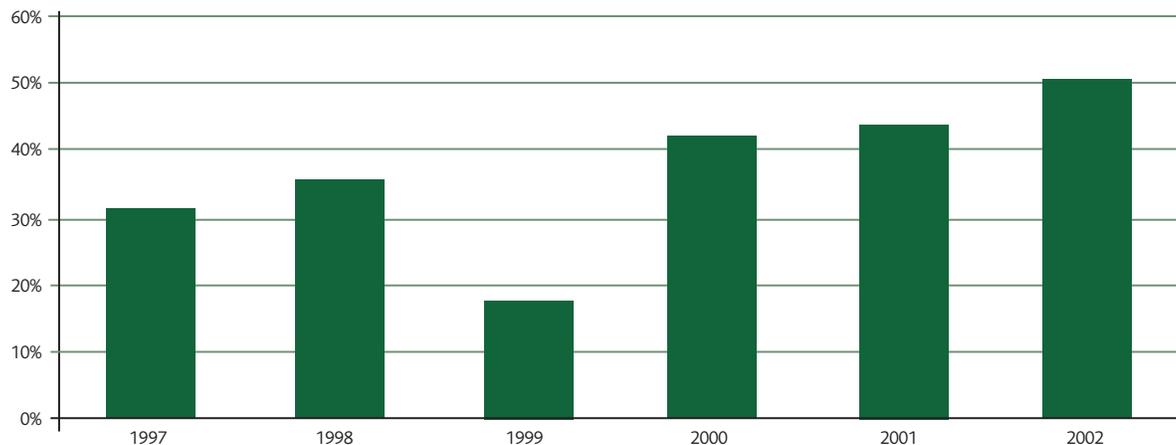
Os crescimentos apontados no gráfico, registrados nos anos de 2000, 2001 e 2002, tomam como base "anos comparáveis": 1997, 1998 e 1999, respectivamente.

A geração de caixa acentuada da editora e a pequena necessidade de investimentos do negócio permitem à Editora Saraiva atingir rentabilidades patrimoniais quase sem paralelo no mercado de ações brasileiro.

² Falecido em 2002, sua obra continua sendo editada e atualizada pelo co-autor José Roberto Gouveia, que trabalhava com Teotônio Negrão há aproximadamente 20 anos.

³ Essa concentração do faturamento é determinada por dois fatores: (a) o período "Volta às aulas" no primeiro trimestre; e (b) venda de livros didáticos de ensino fundamental para o Governo no quarto e primeiro trimestres do ano.

Editora - Rentabilidade Patrimonial



A rentabilidade patrimonial média nos últimos seis anos foi de 36% ao ano. Ao pesquisar⁴, verificamos que apenas duas companhias abertas brasileiras registraram rentabilidade patrimonial média superior à da Editora Saraiva naquele horizonte de tempo⁵. O quadro abaixo apresenta as dez empresas abertas mais rentáveis⁶ do Brasil no período.

Quadro 2: Rentabilidade Patrimonial no período 1997-2002

	2002	2001	2000	1999	1998	1997	Acumulado	Média
Embraer	47%	70%	90%	98%	40%	-8%	1106%	51%
Souza Cruz	77%	53%	35%	50%	41%	31%	917%	47%
Editora Saraiva	50%	43%	41%	17%	35%	30%	524%	36%
Fras-Le	28%	18%	28%	10%	56%	70%	468%	34%
Weg	38%	38%	31%	23%	33%	20%	389%	30%
Banco Itau	26%	40%	29%	39%	31%	17%	382%	30%
Ambev	43%	25%	29%	23%	24%	34%	372%	30%
Petroleo Manguinhos	11%	44%	33%	30%	22%	36%	357%	29%
Fosfertil	48%	28%	22%	30%	16%	22%	320%	27%
Itausa	27%	32%	24%	30%	24%	17%	294%	26%

Fonte: Economática. Elaboração: Investidor Profissional.

Para um melhor entendimento do negócio editorial de Saraiva, é importante acompanhar a performance e a estratégia de empresas internacionais comparáveis. Tal acompanhamento foi aprofundado a partir do lançamento do IP-Value Global. Graças a ele, a IP se tornou investidora potencial destas empresas. A inexistência de outras editoras com ações negociadas em bolsa no Brasil impõe a comparação com empresas internacionais.

O quadro abaixo revela alguns dos principais múltiplos de mercado de editoras internacionais com base nos dados fechados do exercício de 2002.

Quadro3: Múltiplos de mercado de empresas internacionais comparáveis, com base nas cotações de 12/2003

Empresa	Preço da Ação (US\$)	Valor de Mercado (US\$ milhões)	P/L	P/ FCL ⁷	VE ⁸ / Vendas	VE / EBITDA ⁹
Wolters Kluwer	14.85	4,267	9.4	9.6	1.8	7.7
Reed Elsevier	32.57	19,685	18.2	19.0	3.0	12.2
Thomson Corp.	34.69	22,165	24.6	20.7	3.3	12.5
John Wiley	24.92	1,537	17.6	20.5	2.1	14.6
McGraw-Hill	67.65	12,799	21.2	27.7	2.9	13.1
Pearson	11.15	8,930	27.0	18.8	1.6	11.5
Média			19.7	19.4	2.4	11.9

Fonte: Bloomberg. Elaboração: IP

⁴ Economática.

⁵ O período de 6 anos foi escolhido por representar 2 ciclos completos do negócio editorial de Saraiva. As alternativas seriam utilizar 3 anos (pouco representativo) ou 9 anos.

⁶ Pelo critério Rentabilidade Patrimonial (Lucro Líquido do ano / Patrimônio Líquido do início do ano).

⁷ FCL = Fluxo de Caixa Livre.

⁸ VE = Valor Econômico = Valor de Mercado + Dívida Líquida.

⁹ EBITDA = Lucro antes da amortização, imposto, depreciação e juros.

Tomando como base os números apresentados pela Editora Saraiva em 2002 (Quadro 4), e aplicando os múltiplos de negociação das empresas internacionais comparáveis, chega-se aos parâmetros apresentados no Quadro 5:

Quadro 4: Editora Saraiva – Dados de Balanço e Demonstrativo de Resultados referentes a 2002

Editora Saraiva (2002 – R\$ milhões)	
Vendas	173
EBITDA	43
Lucro Líquido (LL)	17
Fluxo de Caixa Livre (FCL)	24
Dívida líquida	40

Quadro 5: Valores justos da Editora Saraiva, utilizando-se como parâmetro múltiplos de mercado de empresas internacionais comparáveis.

	P/L	P/FCL	VE/ Vendas	VE/ Ebitda
Valor justo Editora Saraiva (R\$milhões)	331	463	382	467
Valor justo Editora (por ação - SLED4)	R\$14.25	R\$19.97	R\$16.45	R\$20.12

Outra referência de valor é dada pelo histórico de aquisições no mercado editorial brasileiro. O parâmetro torna-se ainda mais representativo no caso específico de Saraiva, onde os acionistas minoritários têm acesso ao valor estratégico da empresa conferido pelo *tag-along* estatutário.

Nos últimos anos, as operações mais relevantes de mudança de controle acionário no mercado editorial brasileiro foram a aquisição das Editoras Ática e Scipione (pelo consórcio Havas/Abril em 1999) e a aquisição da Editora IOB (pela Thomson em 2000). A primeira aquisição registrou múltiplo estimado¹⁰ de Valor Econômico/Vendas de 2,0 vezes, e a segunda, múltiplo de 1,8. Tais múltiplos, aplicados ao faturamento da Editora Saraiva em 2002, apontam para valores indicativos de R\$ 15,52/ação e de R\$ 13,79/ação, respectivamente.

A posição competitiva da Editora Saraiva no segmento jurídico produz margens operacionais maiores que as das editoras Ática-Scipione e IOB. Ou seja, o múltiplo justo de Valor Econômico / Vendas da Editora Saraiva tende a ser maior que o de suas concorrentes.

Para o acionista de longo prazo, o melhor indicador do valor fundamental de uma empresa é obtido pelo modelo de fluxo de caixa descontado. Nosso modelo valida os parâmetros estimados com base nos múltiplos

de negociação de empresas internacionais comparáveis e nos múltiplos de aquisições recentes praticados no mercado editorial brasileiro. É importante ressaltar que nosso modelo de fluxo de caixa descontado não leva em consideração o valor das sinergias a serem incorporadas por eventual comprador estratégico no futuro, o que torna seu resultado conservador do ponto de vista do comprador estratégico.

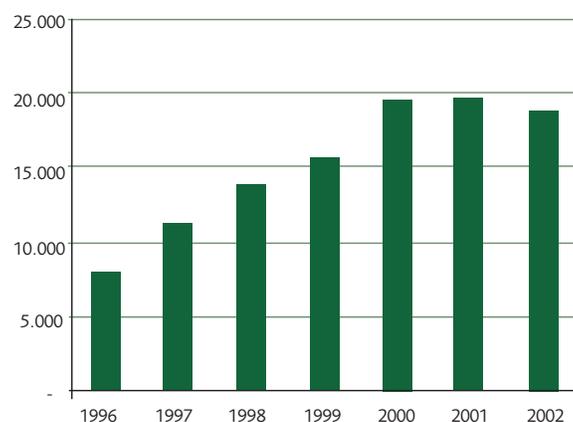
A Editora Saraiva é o negócio mais valioso do Grupo Saraiva. O investimento alia alta rentabilidade, segurança, grande valor estratégico com segurança societária para os minoritários e acesso a esse elevado valor estratégico garantido pelo *tag-along* estatutário.

Livraria Saraiva

Livraria Saraiva é a maior rede de livrarias do Brasil em faturamento. A liderança foi consolidada a partir de 1996, ano de implantação do modelo de *megastores*. Atualmente, Livraria Saraiva possui 31 lojas, das quais 13 megastores e 18 convencionais. Somadas, suas áreas de venda contabilizam cerca de 19 mil m².

Saraiva foi pioneira no Brasil no desenvolvimento do modelo de *megastores* (1996). Ele garantiu à empresa crescimento expressivo em sua área de vendas nos últimos anos.

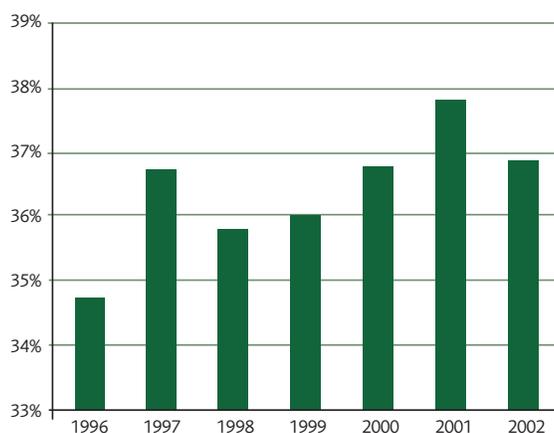
Livraria Saraiva - Área de vendas (m²)



Além deste aumento, o crescimento das *megastores* no mix de lojas da Livraria impactou positivamente a margem bruta da empresa. Ao oferecer ao consumidor uma experiência única de compra, Livraria Saraiva manteve sua margem bruta praticamente constante ao longo dos últimos anos, apesar da deterioração do poder de compra dos consumidores no período.

¹⁰ Estimativa IP. Os valores destas transações não foram oficialmente divulgados pelas empresas envolvidas.

Livraria Saraiva - Margem Bruta



Outro aspecto positivo do modelo de *megastores* é sua escalabilidade. A maior evidência está na queda do investimento necessário para abertura de novas unidades. O fato de o modelo estar consagrado entre os consumidores eleva consideravelmente o poder de barganha de Saraiva junto a shopping centers. Por isso as últimas *megastores* demandaram investimentos bem menores por m² do que suas irmãs mais velhas.

Mas o ganho de escala com o aumento da área de vendas e a margem bruta entre 1996 e 2002 não foram suficientes para que se registrasse performance operacional satisfatória no período. A queda dos últimos anos na renda média da população contribuiu para que Livraria Saraiva não remunerasse adequadamente o capital investido na operação. O quadro abaixo mostra a evolução das vendas por m² da Livraria Saraiva e de outros varejistas brasileiros, todas ajustadas pela inflação (IGP-M) do período.

Vendas Anuais Líquidas por m² ajustadas por IGPM

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	CAGR* 1997- 2002
Pão de Açúcar	18,665	17,857	16,017	14,243	12,435	10,560	-10.8%
Livraria Saraiva	20,219	17,214	14,972	13,068	12,595	10,336	-12.6%
Globex	18,706	17,962	14,686	13,502	10,440	8,587	-14.4%
Lojas Americanas			8,503	8,157	7,368	6,119	-6.4%
Riachuelo	7,640	7,417	6,363	6,542	6,200	5,428	-6.6%

* Taxa de crescimento anualizada

Fonte: Empresas. Elaboração: Investidor Profissional

As vendas encolheram 12,6% ao ano em termos reais entre 1997 e 2002 (ajuste pela inflação –IGP-M), o que prejudicou consideravelmente a performance operacional de Livraria Saraiva no período.

De todo modo, é importante constatar que o modelo *megastores* é potencialmente muito rentável.

A performance operacional nos últimos anos se deveu, principalmente, a fatores fora de controle. A queda acentuada da renda disponível no período está na origem das dificuldades, e afetou a maioria dos varejistas brasileiros.

Livraria Saraiva está bem posicionada para apresentar rentabilidade elevada caso a economia brasileira efetivamente se recupere. E não é preciso sequer voltar aos patamares reais de venda por m² de 1997 e 1998. Se as vendas registrarem R\$ 15 mil por m² (26% abaixo do verificado em 1997), estimamos EBITDA da ordem de R\$ 23 milhões por ano e rentabilidade patrimonial de cerca de 20%. Ou seja, estaremos diante de uma empresa bastante rentável.

Tomando como base os múltiplos de VE/EBITDA dos principais varejistas brasileiros de capital aberto, chega-se à seguinte estimativa de valor:

Empresa	Preço da ação*	VE/EBITDA04**
Lojas Americanas	30,50	7.4
Globex	11,00	6.0
CBD	71,00	9.2
Média		7.5
EBITDA 2004** (Livraria Saraiva)		23
Dívida Líquida (Livraria Saraiva)		10
Valor da Livraria Saraiva***/ação	\$	7.04

* Fechamento de 29/12/2003

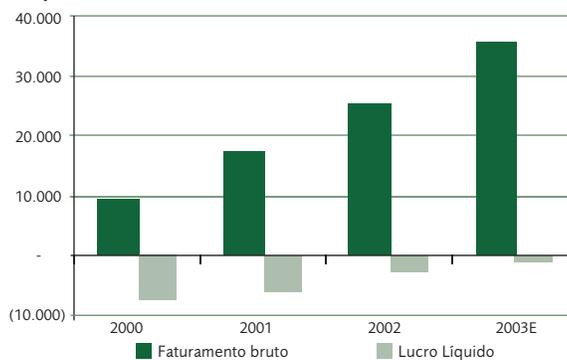
** Projeções Investidor Profissional

*** Com base nos múltiplos médio de VE/EBITDA dos principais varejistas de capital aberto do Brasil.

Saraiva.com

A operação de vendas via internet de Saraiva apresenta crescimento expressivo de faturamento e está perto de se tornar lucrativa. Em 2003, o site deve registrar crescimento próximo de 50% no faturamento e geração operacional de caixa positiva a partir do terceiro trimestre de 2003, no qual registrou-se o primeiro EBITDA positivo (R\$ 0,5 milhão). Estimamos que o site registre resultado positivo (lucro líquido) já a partir de 2004.

Saraiva.com-Faturamento e Prejuízo Líquido (R\$ mil)



Governança Corporativa

Saraiva é pioneira em adotar princípios de governança corporativa. Desde que a IP se tornou acionista relevante da companhia, testemunha-se o empenho da empresa em adotar as melhores práticas de relacionamento com acionistas minoritários e mercado em geral.

Por sugestão da IP, em 1996 criou-se o conselho consultivo de Saraiva. Os assuntos discutidos no âmbito do conselho se referiam a:

- Origem e alocação de capital;
- Remuneração dos executivos;
- Mecanismos de alinhamento de interesses entre controladores, minoritários e executivos;
- Controle de despesas operacionais;
- Política de relações com o mercado de capitais.

Em 2000, Saraiva foi a primeira empresa brasileira a conceder *tag-along*¹¹ a acionistas minoritários preferencialistas. No mesmo ano, foi incluída cláusula no estatuto social com o objetivo de regular o pagamento de dividendos (outra iniciativa inédita no mercado brasileiro). Esta cláusula determinava que a empresa não poderia reter por mais de três trimestres consecutivos quantidade de caixa líquido superior a 25% de seus ativos totais.

Em 2002, Saraiva convidou representante da IP para integrar o Conselho de Administração da empresa.

Em 2003, um dos principais acionistas afastou-se de suas funções executivas, e passou a exercer ativamente a função de conselheiro de administração. Foi nomeado então novo diretor-superintendente para a Editora.

A partir de 2004, o sistema de avaliação e remuneração dos principais executivos se dará com base no valor econômico agregado (EVA®).

Conclusão

A diversidade de negócios do grupo, cujos fundamentos guardam pouca relação entre si, costuma obscurecer a beleza do investimento. Sem uma análise minuciosa, não é fácil captar toda a grandeza e qualidade de Saraiva.

Como descrito, Editora Saraiva se caracteriza por alta rentabilidade e segurança. Já Livraria Saraiva reúne características que tornam o negócio mais dependente da situação econômica, em especial do aumento do poder de compra da população. Mas o potencial de crescimento é extraordinário.

Além dos dois negócios do grupo possuírem características bastante distintas, outros fatores dificultam a análise. No caso da Editora, a grande sazonalidade dentro do ano fiscal e das compras governamentais, dificulta o entendimento da empresa e sua correta precificação. Na Livraria, a existência de uma operação *start-up* (www.saraiva.com.br) contamina os demonstrativos financeiros com resultados negativos plenamente aceitáveis em qualquer operação em estágio inicial.

Some-se à complexidade natural dos negócios o fato de a empresa ter-se voltado "para dentro" nos últimos anos em função dos diversos desafios estratégicos e oportunidades de aquisições e associações verificadas. Estas oportunidades têm permitido que a empresa aumente seu valor estratégico de longo prazo, mas impedem que implemente ações de curto prazo que impactariam positivamente sua percepção pelos investidores. A impossibilidade de comunicar-se de forma 100% aberta e o impedimento de continuar com o programa de recompra de ações incluem-se neste último caso.

Ou seja, por um lado se está diante de uma empresa detentora de ativos de valor estratégico elevado e cuja evolução operacional nos últimos anos é incontestável. Por outro, particularmente nos últimos dois anos, Saraiva voltou-se para desafios estratégicos internos e externos que a afastaram do radar da maioria dos investidores.

Esta conjugação de fatores foi o cenário perfeito para a distorção relevante entre o preço das ações e o valor justo dos negócios.

Saraiva reúne três qualidades fundamentais num investimento de longo prazo:

- Negócio excelente com alta rentabilidade sobre o capital investido e barreiras consistentes ao surgimento de novos competidores;
- Controladores e administradores competentes e honestos;
- Alinhamento de interesses entre controladores e minoritários, garantido por *tag-along* estatutário, política de distribuição de dividendos e por idêntico alinhamento de interesses entre acionistas e executivos (fruto da implementação, a partir de 2004, do sistema de avaliação e remuneração com base no valor econômico agregado)

¹¹ Direito de venda conjunta ao controlador em caso de mudança de controle acionário.

É evidente que nem tudo são flores. A evolução de Saraiva é incontestável nos últimos anos, mas ela ainda não atingiu sua plenitude operacional. É preciso perseguir novos patamares de eficiência, o que inclui controle mais rigoroso de despesas gerais e administrativas.

Do ponto de vista do mercado de ações, a má precificação e a baixa liquidez dos papéis revelam que também há muito a avançar para transformar Saraiva numa empresa aberta de fato, com ações líquidas e melhor avaliadas em bolsa.

O mais importante é que Saraiva tem plena consciência dos obstáculos que precisa superar, e está disposta a enfrentá-los. Uma agenda de ações encontra-se em fase de elaboração, e tem por objetivo tornar a empresa modelo em relacionamento com investidores. A idéia é atacar o problema de desinformação dos investidores ela está na origem da má precificação e da liquidez reduzida das ações.

Do ponto de vista operacional, foi nomeado recentemente o novo diretor - superintendente da Editora, profissional no qual a IP deposita irrestrita confiança. Também está em fase final de implementação o modelo de avaliação e remuneração baseada no valor econômico agregado (EVA®), da maior importância.

As perspectivas para 2004 são animadoras. A Editora Saraiva deve apresentar forte crescimento de faturamento em função de seu desempenho no PNLD, além de beneficiar-se do início do PNLEM (Programa Nacional do Livro para o Ensino Médio). 2004 marcará o início das compras governamentais de livros para estudantes do 2º grau. A Livraria Saraiva deve experimentar crescimento acentuado de vendas com a recuperação econômica. O site www.saraiva.com.br se tornará lucrativo.

Enquanto este relatório é escrito, as ações de Saraiva são negociadas em bolsa a um valor de mercado da ordem de R\$ 230 milhões (R\$10,00/ação), o que, sob qualquer parâmetro de análise, não reflete o valor justo dos negócios (Editora + Livraria).

Ou seja, a principal conclusão é de que há espaço para significativa apreciação das ações de Saraiva nos próximos anos. Para isso, será necessário enfrentar e superar os obstáculos citados. A Investidor Profissional, como maior acionista minoritária, continuará a colaborar para que a Saraiva atinja seus objetivos: excelência operacional e reconhecimento pelo mercado.

COTEMINAS

Nos últimos cinco anos, a companhia apresentou importante evolução de fundamentos. Do ponto de vista operacional, aumentaram significativamente as vendas de produtos de maior valor agregado e foram diluídos custos e despesas.

Mas os aspectos positivos não ficaram apenas no operacional. Em termos de governança corporativa, o salto de qualidade foi significativo. Primeiro, com a adoção do *tag-along* em 2002. Depois, com a maior transparência no relacionamento com o mercado.

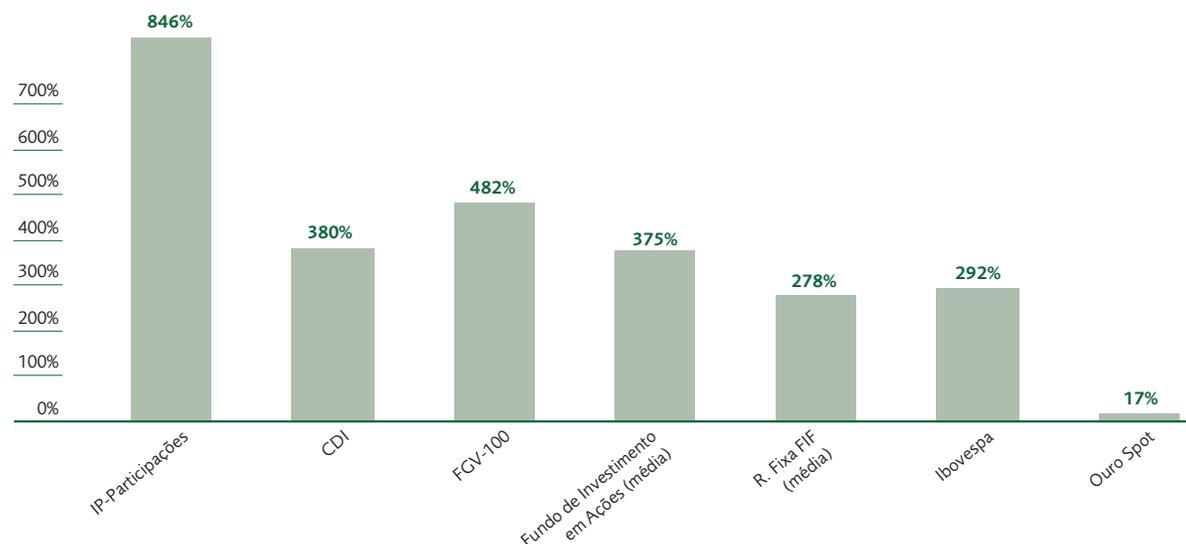
O que sempre chamou atenção na companhia foi a coerência entre o discurso e o caminho seguido. Principalmente num país como o Brasil, onde a implementação de projetos de longo prazo é sempre difícil. Isso só reforça a percepção da qualidade dos administradores.

O futuro da companhia, primeira multinacional têxtil brasileira, também é promissor. O potencial de vendas ainda é muito grande, assim como o de rentabilidade. A infra-estrutura física para suportar o crescimento dos próximos anos está quase inteiramente montada. A companhia está preparada para aumentar sensivelmente as vendas apenas com a importação de máquinas. É algo que sugere um retorno muito interessante.

Em 2003, a evolução continuou e os fundamentos de longo prazo em nada mudaram. Ainda assim, as ações de Coteminas caíram 17%. Pelo valor de mercado com base no fechamento de 2003, a empresa tem sido negociada a menos de 4 vezes a geração de caixa operacional estimada para 2004. A perspectiva de crescimento, a segurança societária e a qualidade da administração apontam para uma oportunidade de investimento como poucas no mercado.

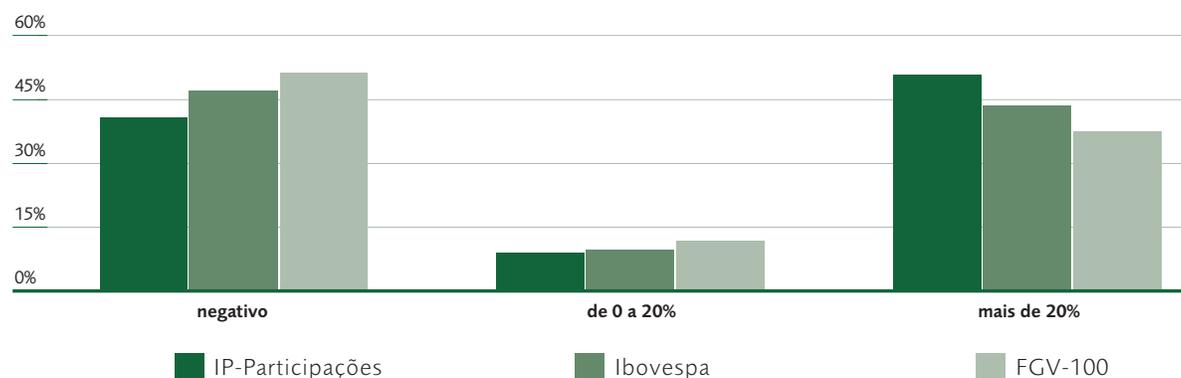
Comparativo de Rentabilidade Acumulada (US\$)

(com ativos selecionados de 26/02/93* até 31/12/03)



IP Participações x Ibovespa x FGV-100

Frequências de Retornos Anuais ("trailing" diário de 26/02/93* até 31/12/03)



Período	Rentabilidade em US\$ com			Rentabilidade em R\$		
	IP-Participações (**)	Ibovespa	FGV-100	IP-Participações (**)	Ibovespa	FGV-100
1993 (*)	51,00%	63,95%	35,10%	-	-	-
1994	142,50%	51,45%	165,20%	-	-	-
1995	3,30%	-9,50%	-35,10%	18,79%	0,84%	-25,60%
1996	36,00%	53,20%	6,70%	45,32%	60,98%	13,98%
1997	-10,80%	34,47%	-4,08%	-4,20%	44,43%	3,03%
1998	-25,50%	-38,42%	-31,49%	-19,39%	-33,35%	-25,85%
1999	105,70%	69,49%	116,53%	204,39%	150,95%	220,49%
2000	2,86%	-18,08%	-2,65%	12,45%	-10,47%	6,42%
2001	-6,95%	-23,98%	-8,80%	10,39%	-9,79%	8,17%
2002	-28,41%	-46,01%	-24,15%	9,01%	-17,80%	15,49%
2003	96,42%	141,04%	145,27%	60,62%	97,10%	100,56%
Dezembro - 03	13,66%	13,29%	17,05%	11,34%	10,98%	14,66%
Desde 26/02/93 (*)(**)	845,71%	291,65%	482,24%	-	-	-
Retorno anualizado (*)	23,24%	13,54%	17,81%	-	-	-
Volatilidade histórica(***)	25,16%	43,69%	29,39%	-	-	-

(*) Início do Fundo

(**) A rentabilidade do Fundo é líquida das taxas de performance e administração

(***) Indicador estatístico que quantifica riscos. Quanto mais elevado, maior o risco.

É calculado com base no desvio padrão das séries históricas desde 26/02/93.

(Fontes: Anbid, Bovespa e FGV)

Valor da Quota em 31/12/03

R\$ 4,766435

USD 1,649742

Patrimônio Líquido (mil)

R\$ 128.397

USD 44.440

IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Rentabilidade Acumulada (US\$) de 26/02/93* a 31/12/03



(*) Início da Gestão pela Investidor Profissional (Fontes: Anbid, Bovespa e FGV)

INFORMAÇÕES

Aplicação

- Mínimo Inicial: R\$ 100.000
- Mínimo Adicional: R\$ 20.000

Aplicações inferiores a R\$ 100.000 poderão ser efetuadas através de outras instituições financeiras especializadas e credenciadas, que distribuem o IP-Participações sem qualquer custo adicional para o cliente. Favor consultar-nos para maiores informações.

- Cálculo de Quotas:
1 dia útil após a disponibilidade dos recursos.
- Procedimentos para Aplicação:

As aplicações poderão ser efetuadas em cheque em qualquer agência do Banco Itaú ou através de TED. O depósito deverá ser feito em favor da conta abaixo:

Banco Itaú - 341 Agência: 2001 - Private Bank C/C: 09317-4
Favorecido: IP-Participações Fundo de Investimento em Ações
CNPJ: 29.544.764/0001-20

Informar ao Departamento de Atendimento o valor da aplicação e enviar fax do comprovante de depósito até às 14:00h. As aplicações e os resgates deverão ser feitos através de conta corrente com a mesma titularidade do investimento.

Resgate

- Mínimo: R\$ 20.000
- Saldo Mínimo Remanescente: R\$ 100.000
- Cálculo de Quotas: 1 dia útil após a solicitação.
- Prazo de Liquidação: 4 dias úteis após a solicitação.
- Liquidez: Diária.

Taxas

- Taxa de Administração: 2% a.a. sobre o patrimônio líquido do Fundo.
 - Taxa de Performance: 15% sobre o ganho que exceder a variação do IGP-M, com "marca d'água".
- As taxas são calculadas diariamente e pagas mensalmente.
- Imposto de Renda: 20% sobre os ganhos nominais, recolhido a cada resgate.

Extratos e Relatórios: Mensalmente o cotista recebe extrato de sua posição, além do Relatório de Gestão elaborado pelo gestor.

Divulgação do Valor da Quota

Diariamente no caderno Finanças do Valor Econômico, no ranking dos Fundos de Ações outros, também disponível pelo Disque-quotas: tel. (21) 2540-8022, ou pelo site www.investidorprofissional.com.br.

Departamento de Atendimento

Dúvidas, reclamações e sugestões sobre a administração da carteira do Fundo, favor entrar em contato com:

Investidor Profissional

Av. Ataulfo de Paiva 255 / 9º andar Leblon 22440 032 RJ
Tel: (55 21) 2540 8040 Fax: (55 21) 2540 8018

www.investidorprofissional.com.br

faleconosco@investidorprofissional.com.br

Este Fundo é distribuído por:



Este Fundo é auditado por:

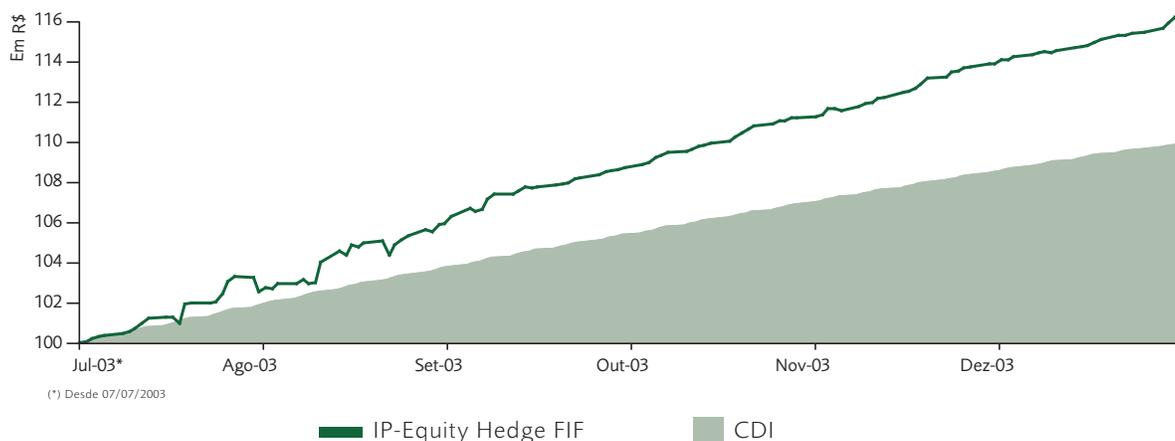


Este Fundo é custodiado por:



IP-EQUITY HEDGE

IP-Equity Hedge vs CDI



INTRODUÇÃO

O IP-Equity Hedge apresentou valorização de 2,04% em dezembro. Desde 7 de julho de 2003, início das atividades, o Fundo acumula valorização de 15,82%, o que equivale a 160% do CDI.

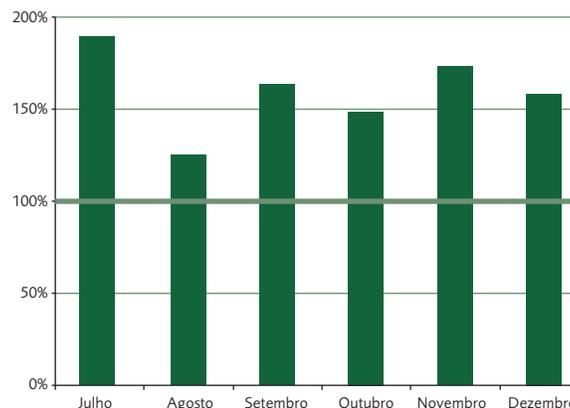
Ao longo de todo o período, o nível de exposição do Fundo foi significativamente inferior aos seus limites operacionais e ao praticado pela concorrência. A baixa alavancagem é consequência da estratégia de explorar grandes distorções por meio de posições relativamente pequenas. Isto só é possível devido à existência de distorções relevantes no mercado acionário brasileiro.

Ao longo de 2003, o Fundo apresentou índice de superação mensal do CDI de 100% (vide gráfico ao lado).

Acredita-se na capacidade de superar de maneira significativa o CDI em períodos de 12 meses, mas alerta-se para a possibilidade de uma maior volatilidade de resultados mensais.

Explica-se. As operações realizadas têm por objetivo superar o CDI em períodos de um ano, e constituem muitas vezes posições contrárias aos movimentos de mercado. A característica *contrarian* tem como decorrência a apuração eventual de perdas no curto/ curtíssimo prazo, o que pode comprometer o resultado mensal. Por esta razão, reforça-se que, apesar da consistência de resultados verificada até aqui, o produto é indicado a investidores dispostos a permanecer no Fundo por períodos nunca inferiores a 1 ano.

Performance Mensal (% CDI)

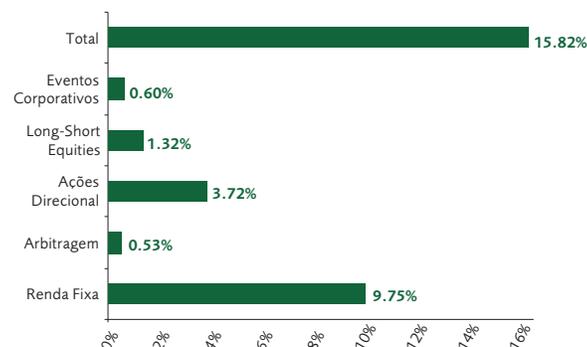


DESEMPENHO / RESULTADOS

Como se disse acima, o IP-Equity Hedge acumula valorização de 15,82% desde o início de suas atividades, o que representa 160% do CDI.

O Fundo foi bem-sucedido em todas as estratégias: direcional, *long-short equities*, arbitragem e eventos corporativos, conforme observado no gráfico abaixo.

Retorno por Estratégia (desde o início do Fundo)



A convergência das posições direcionais foi mais acelerada do que se imaginava, tendo favorecido o resultado no período. A mudança de percepção do risco Brasil e a expectativa de crescimento para 2004 estão na origem da alta expressiva da bolsa brasileira, e contribuíram evidentemente com o cenário mais amplo de valorização de ativos.

No período, quatro operações contribuíram significativamente para o resultado do Fundo. Foram elas:

- Posição comprada em Perdigão (PRGA4)
- Posição comprada em Bônus do Banco do Brasil (BBAS12)
- Posição comprada em Perdigão (PRGA4) e vendida em Sadia (SDIA4)
- Posição comprada em Embratel (EBTP4) e vendida em Índice Futuro de Bovespa.

O racional das mesmas segue descrito abaixo:

Posição comprada em Perdigão

Exposição Média do Fundo: 5.0%

A montagem da operação tinha como objetivo tirar proveito de uma distorção relevante entre preço de mercado e valor justo da companhia. O negócio da Perdigão é de natureza cíclica, e o mercado tende a precificar vales e picos como situações permanentes. Encontram-se nestes momentos boas oportunidades de investimento. A companhia também possuía catalisadores relevantes. O resultado do segundo semestre já sinalizava a virada de ciclo, onde as margens seriam expandidas e a forte geração de caixa permitiria redução significativa da dívida, principalmente no 4º trimestre de 2003.

Posição comprada em bônus de Banco do Brasil

Exposição Média do Fundo: 1.0% (valor do prêmio)

A compra de bônus do Banco do Brasil foi motivada por distorção de curto prazo, que nos permitiu adquiri-los a preço inferior ao valor intrínseco da opção de conversão dos bônus. Tratava-se de veículo extremamente barato para ganhar exposição frente a uma eventual valorização do mercado de ações.

Posição comprada em Perdigão e vendida em Sadia

Exposição Média do Fundo: 2.0%

Perdigão havia apresentado resultados operacionais significativamente inferiores aos de Sadia nos três trimestres anteriores à montagem da operação. Uma razão para o *gap* foi a compra de insumos a custos muito elevados realizada pela Perdigão - insumos já quase totalmente consumidos. Com o fim do estoque "caro" da Perdigão, a tendência é de redução do *gap* de resultados e, por sua vez, do *gap* de *valuation* entre as duas companhias. Outro limitador ao avanço da ação de Perdigão era o nível de alavancagem financeira, que deve apresentar acentuada redução nos próximos trimestres.

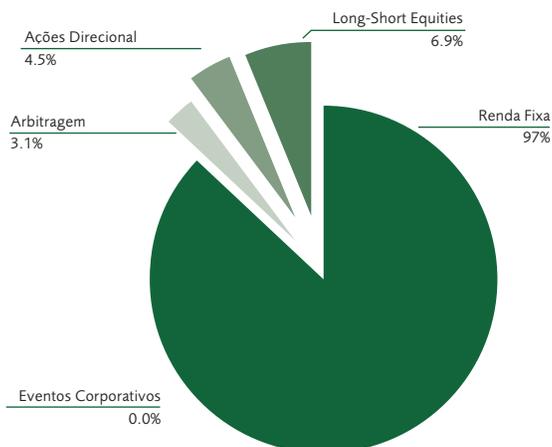
Posição comprada em Embratel e vendida em Índice Futuro de Bovespa

Exposição Média do Fundo: 3.0%

A montagem da operação destinava-se a auferir benefício da redução de *gap* de *valuation* entre as ações de Embratel e as de outras companhias do setor de telecomunicações. Em conjunto, elas representam cerca de 40% do Índice Bovespa. Havia também importantes catalisadores para o fechamento do *gap* de *valuation*, entre eles a iminente definição das regras do setor de telecomunicações, que prevaleceriam a partir de 2006, e a divulgação dos resultados da Embratel para o 3º trimestre de 2003.

As principais contribuições positivas para a performance do Fundo no período materializaram-se em operações realizadas a partir de distorções relevantes entre valor justo e valor de mercado de determinado ativo. As distorções eram de tal magnitude que foi possível tirar proveito de cada uma com reduzido nível de exposição (vide exposição média por operação). O quadro permanece inalterado para 2004, onde assumindo um nível de exposição relativamente baixo (vide gráfico abaixo), encontramos um potencial de valorização para o Fundo bastante atraente.

Exposição do Fundo em 31/12/2003



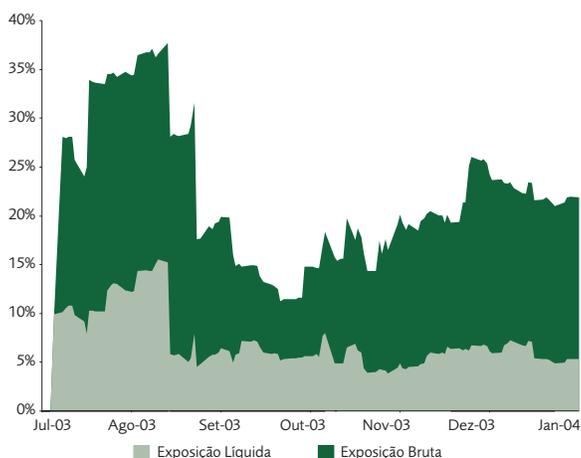
EXPOSIÇÃO / RISCO

Conforme ressaltado no relatório de lançamento, o objetivo do Fundo é estar entre as alternativas de investimento com melhor relação risco-retorno em períodos de 1 ano.

Ao longo de 2003, atingiu-se rentabilidade significativa. Principalmente quando se considera a exposição do Fundo no período, mantida efetivamente em patamares muito inferiores aos de seus limites operacionais. A exposição bruta (módulo da posição comprada + módulo da posição vendida) médio foi de 22,1%. A consequência desta baixa exposição foi uma volatilidade de quotas também muito abaixo da imaginada inicialmente.

Quando se compara a exposição do Fundo com a dos principais concorrentes, fica evidente o conservadorismo de gestão da Investidor Profissional. A evolução da exposição bruta e líquida do IP-Equity Hedge pode ser acompanhada no gráfico abaixo.

Exposição Total (desde o início do Fundo)



Ao observar a indústria como um todo, é importante reforçar a menor necessidade de alavancagem dos *hedge funds* de ações. Isso porque os *spreads* do mercado acionário são, de maneira geral, bem maiores que os de juros e câmbio. O resultado é uma necessidade de alavancagem bem menor no mercado acionário.

Leia-se trecho extraído do livro *"When Genius Failed"*, que narra a evolução do Fundo *Long Term Capital Management*. Ela reforça a argumentação desenvolvida acima:

"Meriweather planned from the very start that Long-Term would leverage its capital twenty to thirty times or even more. This was a necessary part of Long-Term's strategy, because the gaps between the bonds it intended to buy and those it intended to sell were, most often, minuscule."

A manutenção de um baixo grau de alavancagem será de fato fundamental para garantir ao IP-Equity Hedge a solidez necessária em momentos de ruptura. O risco estrutural do Fundo se manterá, assim, em níveis bastante reduzidos. É uma característica que confere, certamente, grande tranquilidade e conforto a gestores e cotistas.

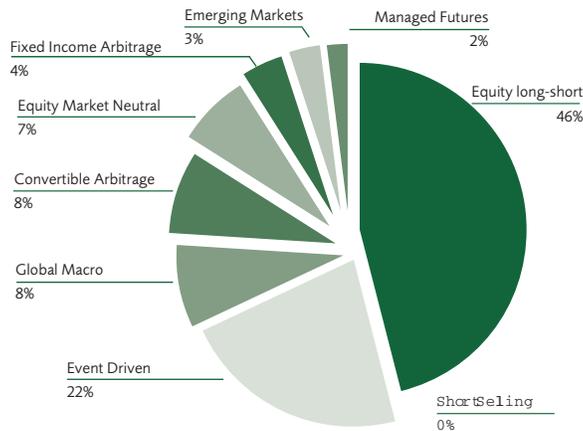
CONSIDERAÇÕES FINAIS

A atratividade do IP-Equity Hedge está ligada a três fatores:

1. Oportunidade de diversificação em uma indústria muito pouco segmentada.

O mercado de *hedge funds* brasileiro é muito pouco segmentado. Ao contrário, é quase em sua totalidade dominado pelos fundos multimercados (os que operam em todos os mercados, como juros, câmbio, bolsa, dívida...). Esta falta de segmentação fica ainda mais evidente quando comparada a indústria de *hedge funds* norte-americana (vide a seguir).

Indústria Norte-Americana por Estratégia



Fonte: Tremont Advisors

O maior problema da falta de segmentação brasileira, natural num mercado ainda em estágio inicial, é dificultar a diversificação de risco pelo investidor.

2. Baixo risco estrutural em função do reduzido grau de alavancagem.

A baixa alavancagem do Fundo é consequência direta da estratégia de explorar grandes distorções por meio de posições relativamente pequenas. Isto só é possível em função das grandes distorções encontrada no mercado acionário.

3. Foco no mercado acionário onde a Investidor Profissional atua há mais de 15 anos.

O mercado acionário é, por natureza, um mercado sujeito a grandes distorções. Isto ocorre em função da diversidade de setores/indústrias, empresas, classes de ativos e filosofias de investimento. Acreditamos que a longa experiência da Investidor Profissional neste mercado garante ao IP-Equity Hedge vantagem competitiva significativa neste nicho de mercado.

Em função desta combinação de fatores, o IP-Equity Hedge apresenta-se como alternativa de investimento competitiva, destinada a investidores que buscam diversificação de riscos e retornos consistentes no médio prazo.

Rentabilidade (R\$)	IP-Equity Hedge FIF	CDI	% CDI	PL (R\$ mil)
Dezembro 03	2,04%	1,37%	150%	12.829
Novembro 03	2,32%	1,34%	173%	9.951
Outubro 03	2,41%	1,63%	147%	6.563
Setembro 03	2,71%	1,67%	162%	2.739
Agosto 03	2,19%	1,76%	124%	1.210
Julho 03 (*)	3,21%	1,71%	188%	632
2003 (*)	15,82%	9,86%	160%	12.829

(*) Início do Fundo em 07/07/2003

Valor da Quota: R\$ 115,816528

INFORMAÇÕES

Aplicação

- Mínimo Inicial: R\$ 100.000
- Mínimo Adicional: R\$ 20.000
- Cálculo de Quotas:
1 dia útil após a disponibilidade dos recursos.
- Procedimentos para Aplicação:

As aplicações poderão ser efetuadas em cheque em qualquer agência do Banco Itaú ou através de TED. O depósito deverá ser feito em favor da conta abaixo:

Banco Itaú - 341 Agência: 2001

Private Bank - C/C: 12032-4

Favorecido: IP-Equity Hedge Fundo de Investimento Financeiro
CNPJ: 05.728.069/0001-50

Informar ao Departamento de Atendimento o valor da aplicação e enviar fax do comprovante de depósito até às 14:00h. As aplicações e os resgates deverão ser feitos através de conta corrente com a mesma titularidade do investimento.

Resgate

- Mínimo: R\$ 20.000
- Saldo Mínimo Remanescente: R\$ 100.000
- Cálculo de Quotas: 3 dias úteis após a solicitação.
- Prazo de Liquidação: 4 dias úteis após a solicitação.
- Liquidez: Diária, com taxa de saída de 5% sobre o valor bruto resgatado.
- Resgate Programado:
Os resgates solicitados até o dia 10 de cada mês serão pagos no último dia útil do referido mês, utilizando-se a quota do dia útil imediatamente anterior. Os resgates programados são isentos da taxa de saída.

Taxas

- Taxa de Administração:
2% a.a. sobre o patrimônio líquido do Fundo.
- Taxa de Performance:
20% sobre o ganho que exceder a variação do CDI, com "marca d'água". As Taxas de Administração e de Performance são calculadas diariamente e pagas mensalmente.
- Taxa de Saída:
5% sobre o valor bruto resgatado, em benefício do Fundo. Os resgates programados são isentos da Taxa de Saída.
- Imposto de Renda:
20% sobre os ganhos nominais, calculado e recolhido mesalmente ou no resgate.

Extratos e Relatórios: Mensalmente o cotista recebe extrato de sua posição, além do Relatório de Gestão elaborado pelo gestor.

Departamento de Atendimento

Dúvidas, reclamações e sugestões sobre a administração da carteira do Fundo, favor entrar em contato com:

Investidor Profissional

Av. Ataulfo de Paiva 255 / 9º andar

Leblon 22440 032 RJ

Tel: (55 21) 2540 8040

Fax: (55 21) 2540 8018

www.investidorprofissional.com.br

faleconosco@investidorprofissional.com.br

Este Fundo é distribuído por:



Este Fundo é auditado por:



Este Fundo é custodiado por:



RESUMO

- O IP-Global é um Fundo de retorno absoluto que tem como objetivo alcançar retornos de médio a longo prazo (3 anos ou mais) de pelo menos 500 *basis points* acima dos títulos de cinco anos do Tesouro dos EUA, com baixo risco estrutural, mediante a aplicação disciplinada de nossa experiência e bom senso na comparação entre valor e preços.
- A estratégia do Fundo tem dois pilares:
 - focar-se na montagem de posições em setores com atraentes atributos de investimento, tais como serviços de informação e marketing, além de educação, mídia e varejo.
 - monitorar e explorar grandes distorções entre preço e valor em diversos mercados.
- Nossa visão de baixo risco estrutural consiste em procurar explorar grandes distorções assumindo posições relativamente pequenas, ao invés de assumir níveis mais altos de alavancagem ao explorar discrepâncias menores.

COMENTÁRIO

Em dezembro de 2003, algumas mudanças foram implementadas no Fundo. Os detalhes específicos foram apresentados e discutidos com os investidores naquele momento e estão incluídos nos documentos formais. O aspecto mais relevante foi a ampliação da gama de ativos nos quais o Fundo pode investir.

Seguindo a lição aprendida com *Warren Buffett* há muito tempo, estamos sempre procurando prestar informações aos nossos investidores da mesma forma que nós gostaríamos de receber informações se estivéssemos no seu lugar. Neste sentido, devemos responder, com muita clareza, à pergunta: "por que propusemos tal aumento na gama de investimentos?"

Na Investidor Profissional viemos administrando duas carteiras internacionais ao longo dos últimos três anos: as dos fundos Global Equities e Global Ulysses. Enquanto a primeira ficava limitada somente a posições compradas em ações de empresa nos países G7, a segunda não tinha qualquer restrição quanto aos instrumentos nos quais poderia investir. Uma vez que os investidores internacionais da Investidor Profissional já tinham normalmente exposição aos mercados

acionários brasileiro e dos países G7 (através da carteira do IP-Equities Value Brazil e do IP-Equities Value Global) respectivamente, os investimentos do Ulysses nesses mercados foram pequenos e orientados de modo mais oportunista.

Observando a evolução das carteiras do IP-Equities Value Global e do Ulysses nos últimos três anos, percebemos que uma combinação de ambas teria sido complementar em muitos aspectos. Mais importante ainda, a carteira combinada teria apresentado um retorno significativamente melhor ao investir a porção de "caixa" de um fundo no outro, sem qualquer alteração relevante no risco. A carteira do Global Equities obteve um retorno líquido de 12,2%, equivalente a 5,25% a.a., no período entre agosto de 2001 e novembro de 2003, enquanto a do Ulysses teve um retorno líquido de 32,3%, equivalente a 9,8% a.a. (ajustado pela mesma estrutura de taxas do antigo Global Equities) de dezembro de 2000 a novembro de 2003.

A diferença a favor da carteira do Ulysses foi causada por dois fatores principais. O primeiro está relacionado ao fato de que, apesar da recuperação desde o 2º trimestre de 2003, os mercados acionários nos países do G7 apresentaram retornos negativos desde o início das operações das carteiras. O segundo é que o Ulysses aproveitou sua abrangência mais ampla para montar posições bem sucedidas em outros mercados, as mais importantes sendo as em bônus de longo prazo e as em euro.

Sendo assim, quais são os objetivos, a filosofia e a estratégia de investimento para a nova carteira do IP-Global, resultante da fusão?

O objetivo é alcançar retornos de médio a longo prazo (3 anos ou mais) de pelo menos 500 *basis points* acima dos títulos de cinco anos do Tesouro dos EUA, assumindo baixo risco estrutural.

Inicialmente, gostaríamos de apresentar algumas considerações sobre o objetivo de retorno citado, já que é uma resposta bem simplista à freqüente pergunta sobre o que esperar a este respeito. Embora não seja de forma alguma garantido, aquele retorno é o que consideramos ser o mínimo para justificar o esforço. Certamente, lutaremos para conseguir mais, contanto que o risco estrutural seja mantido baixo.

Este Fundo não é distribuído no Brasil. Esta tradução é apresentada com o propósito unicamente informativo.

Isto nos leva ao segundo ponto: o que queremos dizer com “baixo risco estrutural”? O conceito central é procurar e tentar explorar maiores discrepâncias em preços com posições relativamente menores numa gama de mercados mais ampla, ao invés de maiores posições alavancadas em discrepâncias menores e em mercados específicos.

Isto certamente não tem nada a ver com volatilidade, beta ou outras medidas estatísticas. É um conceito inteiramente subjetivo, baseado na aplicação da nossa experiência e bom senso. Baseia-se na comparação de valores justos com preços de mercado, focando em minimizar a possibilidade de perda do principal, ao invés de volatilidade de curto prazo.

Este enfoque quanto ao risco leva ao ponto central da nossa estratégia: focar em setores com atraentes atributos de investimento - tais como serviços de informação e marketing, além de educação, mídia e varejo - e ao mesmo tempo acompanhar uma gama mais ampla de mercados na busca de desequilíbrios temporários.

Para alcançar isto, montamos uma infraestrutura que inclui uma equipe de analistas especializados por setor, novas rotinas, estabelecemos uma nova plataforma de negociação (sistemas, operadores) e aumentamos a equipe de gestão com novos membros dedicados ao acompanhamento de oportunidades em outros mercados. Estamos convictos de que esta estrutura nos permitirá atingir melhores resultados no futuro.

CARTEIRA

Uma grande conferência sobre Serviços de Mídia, Educação e Informação realizada em Nova Iorque neste mês permitiu que dois membros da nossa equipe de gestão entrassem em contato com os principais executivos de muitas empresas da carteira, além de outras no nosso universo potencial.

O setor de educação ainda enfrenta um ambiente difícil, ao passo que a perspectiva para o setor de mídia está definitivamente melhor. Tais percepções estão claramente incorporadas nos preços das ações. Assim, em conformidade com o nosso enfoque em valor e horizonte de longo prazo para os investimentos, não mantemos posições em empresas estritamente de mídia. Por outro lado, estamos montando cautelosamente três posições em fornecedoras de informação.

Neste mês também participamos de um *analyst day* muito interessante com os executivos de uma de nossas empresas preferidas. Esta é a empresa que fez a maior contribuição para o antigo fundo IP-Equities Value Global. Até agora, suas ações têm sido altamente voláteis, o que nos permitiu entrar e sair com lucro repetidamente. Entretanto, nossa expectativa é de volatilidade menor de agora em diante, uma vez que se tornou muito claro que a empresa chegou a um ponto em que toda a beleza de seu modelo de negócios já foi confirmada. Pretendemos agora manter uma posição de longo prazo enquanto os preços se mantiverem razoáveis, aproveitando eventuais oportunidades de mercado para aumentá-la.

No mês de dezembro, houve contribuição negativa para a carteira vinda de empresas onde vemos fundamentos sólidos que estão atualmente ofuscados pelo que acreditamos serem questões transitórias, que costumam ser exageradas pelo mercado como um todo. Este foi o caso tanto no segmento de provedores de informação mencionado acima, como também no de varejo norte-americano. Por outro lado, o resultado positivo de nossas posições em euro, iene, uma empresa da Grã-Bretanha e um índice de ações do Japão (que formavam a maior posição acionária do Fundo) foi capaz de ultrapassar as contribuições negativas.

VAREJO DE VESTUÁRIO: PICOS E VALES

As vendas por pé quadrado¹, uma das informações mais básicas fornecidas pelos varejistas, também é um dos indicadores de desempenho mais úteis para o setor. Além de ser um bom indicador de eficiência de capital, serve como indicador do desempenho atual de uma empresa em comparação com o desempenho no passado e também com seus competidores no setor. A análise desta informação, especialmente com uma perspectiva de longo prazo, pode render bons retornos para investidores, porque o mercado em geral tende a focar no desempenho de curto prazo das empresas e esquece que as coisas podem mudar (e que freqüentemente mudam de fato).

Examinando o histórico de vendas por pé quadrado dos mais de 20 varejistas de vestuário que cobrimos hoje, conseguimos detectar alguns padrões que, apesar de sua simplicidade, parecem ser ignorados pelos que pensam em termos de curto prazo. Talvez os mais interessantes sejam os seguintes:

¹ 1 pé² = 0,0929 m²

1. Em média, as vendas por pé quadrado de varejistas de vestuário caíram no decorrer dos últimos cinco anos. A média das vendas por pé quadrado alcançou seu pico em 1999 (quando 40% das empresas registraram suas maiores vendas por pé quadrado) e vêm caindo desde então. Esta queda certamente está relacionada a muitos fatores diferentes, mas um que desempenha um papel relevante é o crescimento da concorrência. Além do aumento no número de cadeias de lojas de vestuário especializadas (veja a tabela abaixo), a concorrência de outros canais também aumentou (Wal-Mart, Target e Kohl's, por exemplo).

	1998	1999	2000	2001	2002	Cresc. médio	Dist. atual do pico	Maior dist. do pico
Vendas por pé ²	394	418	412	387	377	-1%	-10%	-10%
Nº. de cadeias de lojas	476	588	671	750	809	14%	nd	nd

Quanto mais exposta uma empresa estiver a estes fatores, menor a probabilidade das vendas por pé quadrado retornarem aos altos níveis anteriores sem uma mudança estratégica.

2. Não existe um caminho sem solavancos. Quase todas as empresas que acompanhamos passaram por picos e vales quando se trata de vendas por pé quadrado. Estes varejistas já tiveram um ou vários anos fenomenais, precedidos ou seguidos em alguma época por anos fracos. O fato é que as tendências frequentemente mudam. A tabela abaixo mostra que duas das atuais empresas "queridinhas" do mercado (a Pacific Sun e a Urban Outfitters) experimentaram tempos mais difíceis e conseguiram se recuperar, especialmente nos últimos 24 meses.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003 Est	Cresc. médio anual	Dist. atual do pico	Maior dist. do pico
Pacific Sun									
Vendas por pé ²	403	398	368	321	330	370	-5%	-3%	-20%
LPA	0.32	0.49	0.54	0.32	0.66	0.97	20%		
Lojas	342	450	589	718	791	870	23%		
Urban Outfitters									
Vendas por pé ²	465	492	394	382	416	450	-3%	-9%	-22%
LPA	0.44	0.53	0.30	0.43	0.71	1.09	13%		
Lojas	46	57	68	80	93	100	19%		

3. Existem exceções. Há alguns varejistas ou conceitos que conseguiram manter as vendas por pé quadrado em níveis bem estáveis nos 5 últimos anos. Fica difícil argumentar contra a evidência de que estas empresas estão acertando em muitos aspectos e levando a cabo seu plano de negócios. Entretanto, mesmo correndo o risco de uma previsão errada, diríamos que em algum momento até estas exceções deixarão de existir e a "lei de picos e vales" prevalecerá. A tabela abaixo apresenta dois exemplos de conceitos que têm tido um bom desempenho recentemente.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003 Est	Cresc. médio anual	Dist. atual do pico	Maior dist. do pico
Chico's									
Vendas por pé ²	402	473	566	571	594	650	10%	ND	-32%
LPA	0.12	0.20	0.35	0.51	0.78	1.10	60%		
Lojas	105	152	252	362	508	560	48%		
Victoria's Secret									
Vendas por pé ²	500	553	572	555	581	615	4%	ND	-14%
Lojas	800	896	958	1,002	1,014	1,010	6%		

* Não é possível mostrar o LPA da Victoria's Secret porque a marca é uma unidade da Limited Brands.

4. Na maioria dos casos, quando as empresas abrem novas lojas, as vendas por pé quadrado (e em alguns casos, as vendas das lojas preexistentes) permanecem estáveis ou caem. Isto é natural, uma vez que as novas lojas tendem a "canibalizar" as lojas existentes. As exceções acontecem quando uma empresa ainda está no estágio inicial de seu crescimento ou está sendo ajudada por uma tendência favorável da moda. O que precisamos deixar claro é que uma queda nas vendas por pé quadrado não é necessariamente um sinal negativo. Às vezes é apenas o reflexo do fato de que uma empresa bem sucedida está abrindo mais lojas.

Este estudo originou-se quando estávamos discutindo a Abercrombie & Fitch (A&F), uma das nossas atuais posições.

A A&F é uma varejista de vestuário para adolescentes muito bem administrada, que se originou da cisão de uma unidade da Limited Brands há alguns anos. A empresa tem muitas características atraentes: margens altas, um histórico de crescimento comprovado e capacidade de lançamento de novos formatos.

A qualidade da administração fica evidente no trabalho de defesa da marca, ao reconhecer que o mercado original da A&F é inelástico, finito e cíclico. Coerentes com esta visão, evitaram cortes nos preços, introduziram novos e bem sucedidos formatos de lojas - tal como a

Hollister - e também demonstraram a capacidade de realizar fortes controles de custo.

Após um pico nas vendas por pé quadrado em 1999, a A&F vem enfrentando uma queda neste indicador, bem como nas vendas de lojas existentes, durante muitos trimestres. Entretanto, apesar destas dificuldades e como comprovação da qualidade da administração, a empresa continua aumentando o lucro por ação (LPA). Um feito extraordinário, considerando a desalavancagem das despesas fixas causada pelas vendas mais fracas.

Embora possa ser otimista esperar que as vendas por pé quadrado da A&F voltem aos níveis historicamente mais altos em função da maior concorrência e do seu próprio aumento de tamanho, um aumento mesmo que moderado neste número poderia ter um impacto significativo sobre o resultado final da empresa.

A tabela abaixo mostra como a A&F consegue fazer o seu LPA crescer ano após ano, mesmo quando enfrenta vendas por pé quadrado em queda, algo que a maior parte dos varejistas não consegue. Embora às vezes este tipo de desempenho possa ser obtido mesmo quando o valor dos acionistas está sendo destruído, temos motivos para acreditar que não é este o caso.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003 Est	Cresc. médio anual	Dist. atual do pico	Maior dist. do pico
A&F									
Vendas por pé ²	476	505	474	401	379	350	-6%	-25%	-25%
LPA	0.96	1.39	1.55	1.65	1.94	2.04	19%		
Lojas	196	250	354	491	597	700	32%		
American Eagle									
Vendas por pé ²	388	451	441	415	372	340	-1%	-18%	-18%
LPA	0.75	1.24	1.30	1.43	1.22	0.92	13%		
Lojas	386	466	554	678	753	800	18%		
Ann Taylor									
Vendas por pé ²	474	502	496	452	434	460	-2%	-14%	-14%
LPA	0.96	1.39	1.17	0.67	1.72	1.92	16%		
Lojas	365	405	478	538	584	640	12%		
Gap									
Vendas por pé ²	532	548	482	394	349	400	-10%	-36%	-36%
LPA	0.91	1.26	1.00	(0.01)	0.54	1.07	-12%		
Lojas	2,466	3,018	3,676	4,171	4,252	4,200	15%		

Apesar de tais atributos e de aproximadamente US\$ 400 milhões em caixa líquido, a ação está sendo negociada atualmente a um preço de US\$ 24, o que significa um valor de mercado de US\$ 2,3 bilhões e um múltiplo de aproximadamente 12 vezes o lucro. Estes dados refletem claramente o ceticismo e a frustração do mercado com o declínio das vendas de lojas existentes (*same store sales*, ou SSS). Naturalmente, existe o risco da marca estar "condenada" realmente, e dos novos conceitos falharem; mas acreditamos que existe uma boa margem de segurança e que o potencial de ganho pode se mostrar enorme. Wall Street tende a perpetuar o recente desempenho de uma empresa (seja bom ou mau) nas suas projeções. Varejistas de vestuário comparáveis que gozam de tendências positivas nas vendas de lojas existentes estão sendo negociadas com múltiplos P/L acima de 30. Portanto, se estivermos certos e se o crescimento se recuperar mais adiante, nos beneficiaremos tanto do crescimento mais rápido de lucros como da expansão dos múltiplos.

O PAPEL CRUCIAL DO PENSAMENTO INDEPENDENTE

Proposição

Estamos no ano 2001. Vamos supor que você tenha a opção de investir em uma de duas ações, ou seja, Ação A ou Ação B. Independentemente da ação escolhida, supomos que você comprou a ação ao menor preço de fechamento verificado em 2001. Garantido.

Apresentamos abaixo uma descrição resumida de cada uma das empresas:

Ação A

Esta empresa está sendo criticada por tudo, e as reclamações vão desde a diversificação exagerada da sua linha de produtos até a falta de crescimento em seu principal negócio. Mais importante, esta empresa de Internet carrega o que parece ser um endividamento pesado (seus títulos estão sendo negociados a 58% do valor de face) e ainda consome caixa a cada ano.

A ação caiu de US\$ 22 em janeiro de 2001 para US\$ 8 em agosto (ficando 92% abaixo do seu pico histórico de US\$ 107). Os ataques de 11 de setembro não ajudam em nada, e a ação cai para US\$ 6. A revista Fortune publica uma matéria em 26 de novembro, onde só falta acusar o presidente de ser um sonhador, escrevendo: "Ação A é uma terra de eterna esperança". Os P/Ls praticamente não se aplicam ao caso, uma vez que a empresa não

apresenta lucro, nunca apresentou lucro e não há expectativa de que se torne lucrativa nos próximos dois anos, se sobreviver por esse tempo todo.

Ação B

Esta empresa está sendo saudada como a "nova G.E." (assim estamos facilitando demais para o leitor!), ostentando um histórico incrível na aquisição de empresas em diversas indústrias. Desde 1995, a Ação B aumentou suas vendas a uma taxa anual composta de crescimento de 39% a.a. e seus lucros a 80% a.a., convertendo uma empresa de US\$ 10 bilhões num colosso de US\$ 120 bilhões no final do ano. Dos 13 analistas de Wall Street que cobrem a empresa, 12 classificam a ação com uma "forte recomendação de compra", e até mesmo o analista rebelde a classifica para "compra".

A ação sofre algumas turbulências durante o ano, mas nunca cai a níveis abaixo de US\$ 40, mesmo depois de 11 de setembro. Embora seja negociada a quase US\$ 60 pelo final do ano, ainda está num nível muito razoável de 16 vezes o lucro esperado para 2001.

A escolha

Dado o conjunto de informações aqui apresentadas, "onze de cada dez" pessoas entrevistadas escolheram a Ação B em preferência à Ação A.

O Resultado

A Ação A é a Amazon.com, e a Ação B é a Tyco International. Até 31 de dezembro de 2003, os investidores da Amazon acumularam um ganho de 781% a partir do ponto baixo de 2001. Os investidores da Tyco perderam 35% e, se lhes serve como consolo, seu presidente, outrora louvado, está sendo julgado por fraude e evasão fiscal. Uma vez que os pontos mais baixos de ambas as ações ocorreram na mesma semana de 2001, podemos compará-las com o S&P 500, que obteve um ganho de 8,3% desde então.

Conclusão?

Evidentemente, estamos sendo tendenciosos, mas você ficaria surpreso com o número de investidores que tomam decisões relevantes de investimento com base neste tipo de informações incompletas, vindas de amigos, de corretores, da mídia, de seus dentistas, de quem for. Na verdade, o fato de os preços terem sido o que foram é uma prova das expectativas das pessoas naquele momento.

Além disso, o que queremos dizer não é que a Amazon seja maravilhosa e a Tyco seja um lixo. Longe disto, já que não estamos julgando a qualidade das empresas neste momento, embora possamos gastar mais tinta neste assunto em relatórios futuros. Em 31 de dezembro de 2003, o Fundo IP-Global não possui posição em nenhuma das duas empresas.

O ponto que queremos enfatizar é que seguir o rebanho pode levar a resultados fracos, especialmente se o investidor estiver de olhos vendados. Muito embora você possa ter sorte algumas vezes, você acabará correndo atrás de uma manada de lemingues marchando em direção a um abismo.

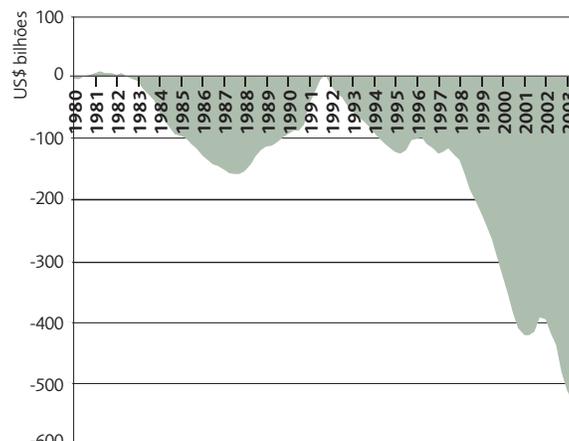
Esta história também ilustra muitos aspectos da nossa filosofia de investimento.

- Se a ação de uma empresa que conhecemos profundamente e gostamos se tornar um saco de pancadas da mídia, como a Amazon, nós a compraremos rapidamente para o Fundo;
- A Tyco vinha sendo acusada de usar práticas agressivas de contabilidade desde 1999; a própria Fortune publicou uma série de artigos maldosos sobre o assunto durante 2001 e ninguém prestou atenção até que Dennis Kozlowski se demitiu da empresa. De fato, na maioria dos escândalos que vimos, houve sinais prenunciando os mesmos, ou mesmo declarações formais de conduta absurda nos documentos enviados à SEC. Fazer seu próprio dever de casa e agir independentemente pode lhe poupar muitos problemas.

US\$ - MAIS FRAQUEZA ADIANTE?

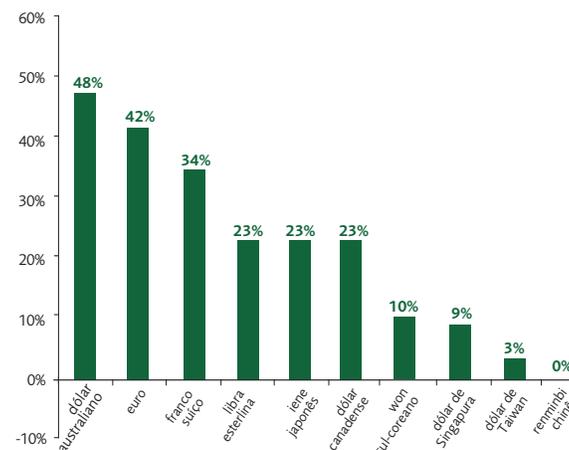
O maior desequilíbrio mundial hoje tornou-se muito óbvio: o insaciável hiper-consumo nos Estados Unidos - tanto no setor público quanto no privado - que está sendo financiado por investidores estrangeiros. O déficit comercial norte-americano vem crescendo fortemente desde 1998, e recentemente atingiu níveis extraordinários. Conseqüentemente, nos últimos 12 meses, o país acumulou um déficit em conta corrente de US\$ 540 bilhões, um recorde para a economia americana, tanto em termos nominais quanto em proporção do PIB.

Conta Corrente dos EUA - últimos 12 meses



Este desequilíbrio tem fomentado uma tendência de venda do dólar americano. Como resultado, as principais moedas do mundo têm apresentado uma valorização considerável ao longo dos últimos dois anos.

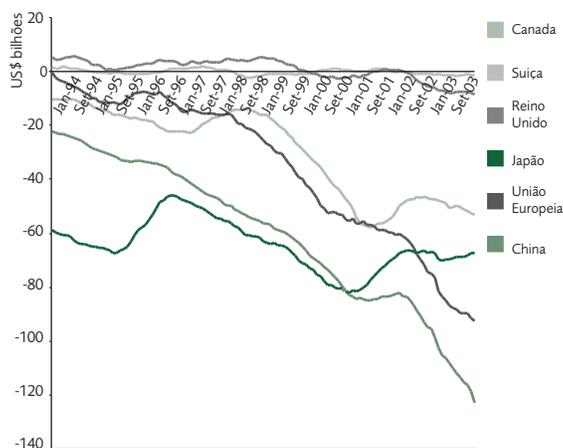
Valorização Nominal de 01/01/2002 a 31/12/2003



Este processo deverá frear o crescimento do déficit e acabar reduzindo o mesmo. O que devemos nos perguntar, no entanto, é se o ajuste cambial já está concluído.

Movimentos de taxas de câmbio geralmente levam algum tempo até terem impacto sobre a balança comercial - e conseqüentemente sobre a conta corrente - à medida que empresas e pessoas gradualmente se adaptam às mudanças nos preços dos importados. Assim, devemos considerar a possibilidade de que a desvalorização do dólar ocorrida nos últimos dois anos seja suficiente para corrigir esse desequilíbrio. Nós acreditamos que não o seja.

Balança Comercial Bilateral EUA (US\$ bilhões) - últimos 12 meses



Os déficits bilaterais dos EUA são maiores em relação à Europa e à Ásia. No que tange a isto, enquanto o euro subiu mais que 40% desde janeiro de 2002, as moedas asiáticas, em sua maior parte, ficaram para trás. O principal motivo para esta disparidade é a relutância dos bancos centrais asiáticos em permitir que suas moedas flutuem livremente.

Alguns analistas afirmam que, já que a China tomou a decisão de manter o renminbi fixado ao dólar e o *Bank of Japan (BoJ)* ergueu uma "muralha de dinheiro" para impedir mais valorização do iene, o ajuste continuará acontecendo contra o euro, a única moeda relevante que até agora tem estado realmente livre para flutuar. Embora isto possa acabar sendo verdade por algum tempo, acreditamos que o processo de ajuste subjacente exija uma desvalorização contra as moedas asiáticas.

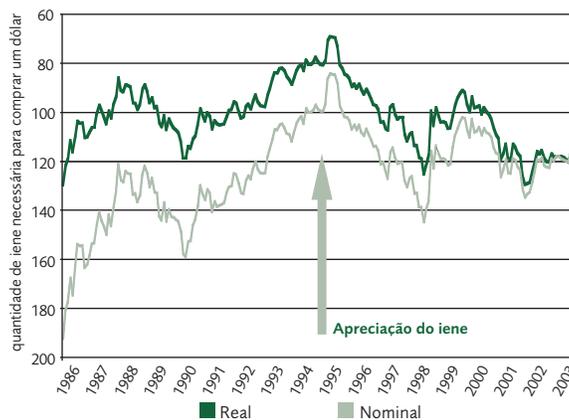
No caso da China, um fator de fomento relevante por trás do surto de exportações para os Estados Unidos parece ser a tendência de empresas de países asiáticos mais desenvolvidos de terceirizar parte de sua produção em território chinês, buscando custos menores de mão-de-obra. Este deslocamento de produção tem aumentado as exportações da China para os Estados Unidos, mas na mesma medida, tem aumentado as importações de bens inacabados de seus vizinhos. Embora o superávit comercial bilateral do país com os Estados Unidos seja enorme, seu superávit comercial total é relativamente baixo, e tem diminuído nos últimos anos.

Isto nos leva ao Japão. Enfrentando um crescimento pífio e também um setor bancário problemático, o país tem sido o mais fraco do mundo desenvolvido durante a última década. Ainda está sob julgamento a

questão se os problemas internos estão sendo abordados de modo adequado, mas este é um ponto relativamente pequeno no que tange à questão em pauta.

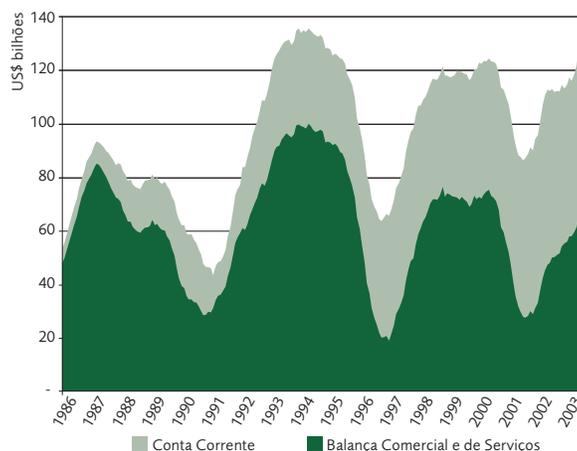
O fato é que o Japão ainda é a segunda maior economia do mundo, tem reservas internacionais enormes e crescentes, superávit comercial e poupança líquida perenes (a enorme poupança do setor privado mais do que compensa o déficit público) e, muito importante, é um dos principais parceiros comerciais dos EUA. Ao mesmo tempo, a sua moeda está relativamente longe de seu pico frente ao dólar, mesmo antes de corrigir pela inflação, o que só faz ampliar a diferença, conforme mostra o gráfico abaixo.

Taxa de Câmbio - iene/dólar



Além da nossa avaliação de que, embora num ritmo lento, as coisas estão mudando no Japão, também vale observar que mesmo quando o iene atingiu seu recorde frente ao dólar em 1995, a balança comercial do Japão permaneceu positiva.

Conta Corrente do Japão - últimos 12 meses



Existem também os fatores de mercado e psicológicos. As pessoas estão cada vez mais se desfazendo do dólar à medida que percebem o tamanho dos déficits. Agora que as outras principais moedas e de "2ª linha" já se moveram bastante, é muito provável que o iene se torne o centro das atenções.

Não só os fatores fundamentais específicos do Japão corroboram este movimento, como também a liderança econômica do Japão na Ásia. Parece que esta linha de pensamento é compartilhada pelo BoJ, que acaba de pedir uma autorização inédita, e praticamente ilimitada, para evitar a apreciação do iene. Ninguém pede grandes reforços sem estar se sentindo ameaçado.

A nossa opinião é de que o melhor que o BoJ pode almejar é administrar ordenadamente o processo de desvalorização do US\$ frente ao iene, o que realmente seria um resultado muito bom para o mundo como um todo. Neste cenário, uma desvalorização gradual de 10% do dólar ao longo do próximo ano parece ser uma meta razoável, embora seja maior do que o BoJ está disposto a reconhecer, por motivos compreensíveis.

Quanto às demais moedas asiáticas, ficaremos atentos à elas no futuro próximo, e estaremos considerando uma posição enquanto acreditarmos que haja desequilíbrios subjacentes relevantes a serem explorados e que o risco de perda seja baixo. Devemos lembrar ao leitor que nosso objetivo não é de sermos *players* freqüentes em câmbio ou macroeconomia em geral, mas sim de aproveitar oportunidades somente em processos de ajuste significativos.

PERSPECTIVAS

Depois de três anos, estamos definitivamente mais confiantes quanto ao nosso conhecimento de muitas empresas nos setores que acompanhamos. Este é um processo sem fim, mas certamente colocamos para trás a parte mais íngreme da curva. Isto se reflete no fato do percentual da carteira investido em ações ter atingido o nível mais alto desde o início de ambas as carteiras combinadas: 36%. Vale observar que isso está acontecendo apesar de os índices de mercado em geral estarem mais altos do que há um ano. Isto certamente foi auxiliado pelo fato de termos conseguido obter conhecimento de algumas empresas interessantes fora dos EUA, uma vez que a nossa visão continua sendo negativa para aquele mercado no médio prazo.

Também, conforme já mencionamos nesse relatório, temos a expectativa de uma maior desvalorização do dólar, especialmente frente às moedas asiáticas nos próximos anos, e alocamos uma parte relevante da nossa carteira de acordo com esta percepção. Na posição do último dia de dezembro, 52% da carteira estão alocados em outras moedas que não o dólar, sendo 34% em moedas asiáticas.

Feliz 2004!

A citação abaixo foi extraída de documento disponível no site da fundação Petros. O documento intitula-se Política de Investimentos 2004. Reproduzimos o trecho que comprova a tendência de migração para a bolsa dos grandes investidores a partir de 2004. Além de muito positiva para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, a conclusão do documento vai ao encontro do que nós da IP sempre acreditamos. Eis o texto selecionado:

"Propõe-se nesta seção uma nova direção para a alocação dos ativos da Petros, diminuindo a participação em títulos públicos, que hoje compõem as carteiras dos fundos de renda fixa, ampliando o montante de recursos destinados a investimentos produtivos com risco privado e estatal (ações, debêntures, fundos de recebíveis, Certificados de Recebíveis Imobiliários etc.), incluindo financiamentos de projetos ligados aos setores de infra-estrutura.

A motivação básica para esta realocação de recursos, como já detalhada na seção que apresentou as hipóteses estruturantes desta Política de Investimentos, é a expectativa de contínua redução da taxa real de juros básica da economia brasileira ao longo dos próximos anos. A taxa de juros oferecida pelos títulos públicos tenderá, no longo prazo, a ficar abaixo da taxa de inflação média (por exemplo, o IPCA) + 6% ao ano. Com isso, a simples gestão de Títulos Públicos federais, considerados pelas teorias de finanças como risco de crédito zero, não será suficiente no longo prazo para gerar uma rentabilidade idêntica à meta atuarial da Petros (e dos demais fundos de pensão do Brasil). Este é um quadro considerado normal pelos fundos de pensão internacionais de países onde as finanças públicas são bem administradas (Holanda, Canadá, Estados Unidos, Chile, Inglaterra, etc).

Diante deste cenário de redução dos juros reais, indicado pela Assessoria de Planejamento de Investimentos como o mais provável para os próximos anos, a Diretoria Financeira e de Investimentos necessariamente terá de ampliar a diversificação dos investimentos, planejando a carteira total dos ativos dos planos gerenciados pela Petros para o longo prazo."

- *"Occasional outbreaks of those two super-contagious diseases, fear and greed, will forever occur in the investment community." While unsure of the timing or extent of these "outbreaks," Buffett advises investors to "simply attempt to be fearful when others are greedy and to be greedy only when others are fearful." - Warren Buffett em entrevistas*

- *Despite all the warnings, consulting firm Dalbar says that equity fund investors earned average returns 5 1/2 times lower than a simple buy-and-hold strategy would have produced, due to attempts to time the market; the average investor still holds her funds for only three years, the same as in 1984. - Fortune.com, coluna Street Life de 03 Novembro de 2003*

- Todo ano, a revista The Economist realiza uma pesquisa informal com alguns dos principais economistas americanos que participam do simpósio anual do Federal Reserve Bank of Kansas City. Parece que eles estão conquistando um histórico impressionante:

"No pico do boom do mercado de ações, foi-lhes perguntado: "Seria esta uma bolha?" "Não," votaram confiantes. Em 2001 eles descartaram uma recessão nos EUA, e no ano passado previram que as taxas de juros não cairiam para 1%. (...)

Assim aconteceu novamente. Em agosto foi-lhes perguntado: "O dólar cairá para 1,25 contra o euro em qualquer momento nos próximos 12 meses?" Responderam com um "Não" enfático, com uma exceção. (Na época um euro comprava US\$1,10.) Eis que em 29 de dezembro o dólar mergulhou para abaixo de \$1,25."

"Em suma, eles fornecem um excelente indicador contrário."

- *"Um mercado é o comportamento combinado de milhares de pessoas respondendo a informações, a desinformação e a capricho." – Kenneth Chang*

- *"Ele usa as estatísticas como um homem bêbado usa postes de luz ... para apoio, ao invés de iluminação." – Andrew Lang*

- *"Nem tudo que pode ser contado conta, e nem tudo que conta pode ser contado." – Albert Einstein*