

A intensificação dos resultados muito fracos de atividade econômica no Brasil, principalmente no 4º trimestre, pressiona o Governo, que passa a concentrar esforços em estudos e discussões sobre o impacto de incentivos fiscais sobre a economia.

Mesmo sem reunião do Copom marcada para o mês de fevereiro, foco da análise econômica se mantém sobre as expectativas relativas às futuras ações de política monetária. O mercado refaz projeções para os juros, com base em dados fracos de atividade econômica divulgados recentemente.

Governo americano anuncia amplo plano para dar sustentação ao sistema financeiro do país. Falta de detalhes sobre os aspectos práticos do plano deixa mercado ainda sob forte incerteza. Operação de salvamento do Citi e novo aporte de recursos públicos na seguradora AIG reforçam receios dos mercados em relação à resolução da crise.

Política

A crise financeira dos países centrais se transformou rapidamente em crise econômica, com desdobramentos sérios não somente nos países desenvolvidos, mas também nos emergentes, incluindo o Brasil. Desde novembro, dados de atividade muito fracos vêm se acumulando por aqui, trazendo preocupações e pressão sobre o Governo.

Até o fim do ano passado, Lula e sua equipe optaram por um discurso otimista, acreditando na imunidade do Brasil na crise. Esse tipo de conduta mudou rapidamente já no início de 2009, que trouxe, além da mudança de tom do discurso, as primeiras ações pontuais de incentivo fiscal, como, por exemplo, a redução do IPI para automóveis. Com a intensificação da desaceleração no Brasil, cresceu sensivelmente a pressão sobre o Governo para uma ação mais drástica de política fiscal. Acreditamos que há espaço para novos pacotes, como por exemplo, o pacote para o setor imobiliário, que vem sendo discutido no Planalto e amplamente noticiado na imprensa, mas a expansão fiscal é limitada e perigosa.

Mudanças na conduta da política econômica, trocando austeridade por expansão contra-cíclica de gastos, parecem pertinentes para o cenário, mas trazem riscos de médio e longo prazo. A situação fiscal no Brasil ainda é confortável, mas, sem dúvida, atitudes irracionais e mal sinalizadas no curto prazo, podem acabar comprometendo os horizontes mais longos. O importante é que a discussão sobre os pacotes e planos de expansão fiscal do Governo se mantenha o máximo possível dentro da esfera econômica e não política. A tentação de gastar mais para conter a

desaceleração é grande e faz certo sentido. Mas é preciso ter noção exata dos riscos futuros.

Economia

Política Econômica

Fevereiro não incluiu uma reunião do Copom, no entanto, as discussões sobre a condução da política monetária foram muito intensas ao longo do mês. As surpresas negativas com os dados de atividade divulgados recentemente forçaram mudanças bruscas nas expectativas em relação ao nível dos juros no ano e agora, em consenso, o mercado já espera que a Selic feche 2009 perto de 10%, o que significaria o menor nível da história.

Acreditamos que a conjuntura econômica atual no Brasil deixa espaço amplo para que o BC teste níveis inéditos de juros reais no país. Há um processo forte de desaceleração da atividade, que, por enquanto, está concentrado na indústria, mas que acreditamos irá chegar ao consumo ainda no 1º semestre. No que diz respeito à inflação, os dados correntes ainda estão um pouco acima do nível de conforto, mas o que interessa mais são as expectativas, que mantêm nível forte de ancoragem, tanto que o mercado já projeta para o fim de 2009 um IPCA muito abaixo do atual nível corrente de 12 meses (4,7% x 5,9%, aproximadamente).

Neste mês, não foram divulgados novos discursos ou documentos do BC que trouxeram informações precisas e novas a respeito da visão dos membros do Comitê sobre a economia. No entanto, com base na última reunião do Copom, quando a equipe decidiu por corte agressivo de 1%, e na piora dos dados de atividade divulgados ao longo das últimas semanas, acreditamos na manutenção do ciclo de cortes de 1% na Selic por reunião, enxergando, até, chances de corte ainda mais agressivo neste mês.

Em janeiro, o Relatório Fiscal do BC mostrou forte redução do superávit primário. No mês, o resultado foi positivo em R\$ 5,2 bilhões, largamente inferior aos R\$ 18,7 bilhões de janeiro de 2008. Com isso, em 12 meses, o superávit acumulado caiu para R\$ 104,6 bilhões, equivalente a 3,58%.

Atividade Econômica e Inflação

O principal dado de atividade no Brasil é, sem dúvida, a produção industrial, apurada pelo IBGE. Trata-se do indicador mais importante e o que, até agora, mais mostrou desaceleração, sendo, portanto, a tradução para o mercado desse movimento brusco de contração da economia brasileira, iniciado em meados do 4º trimestre de 2008.

Em janeiro, a produção industrial registrou crescimento de apenas 2,3% na relação mês contra mês anterior ajustada sazonalmente, contra expectativa de alta superior a 8%. E isso tudo, depois de uma queda histórica de 12,7% em dezembro. Ou seja, o mercado esperava uma recuperação parcial em janeiro depois de um resultado dramático em dezembro, que acabou não se concretizando. Na relação de janeiro/09 com janeiro/08, houve queda de 17,2%, simplesmente o pior resultado da série do IBGE iniciada em 1991. O mercado esperava queda de 12%. A desaceleração brusca ficou evidente para todas as categorias que compõem a produção industrial. Bens de Capital, por exemplo, teve retração de 13,3%. Já em Bens Duráveis, a queda no mês foi de 30,9%.

O mercado de trabalho foi mais um setor a mostrar sinais claros de deterioração adicional. Depois de apresentar o pior resultado da série histórica em dezembro, com destruição superior a 600 mil empregos, o indicador de criação de empregos formais da CAGED mostrou destruição adicional de 101 mil postos de trabalho em janeiro. A sinalização é muito ruim, até porque reforça perspectivas de desaceleração do consumo meses à frente via redução da renda. O mercado de trabalho é variável chave para a evolução do consumo, que, representa mais de 60% do PIB do país.

Por enquanto, os dados do varejo ainda não apresentaram desaceleração tão forte quanto a indústria. Mesmo assim, o ritmo forte de crescimento já é passado. Os dados do IBGE para as vendas no varejo mostraram crescimento de apenas 3,87% em dezembro, abaixo dos 5,08% do mês anterior.

Os números de inflação ao consumidor de fevereiro continuaram altos, reforçando a pressão sobre os preços no curto prazo. O IPCA-15 do mês registrou inflação de 0,63%, acima do esperado e da medição anterior (0,40%). O grupo Educação, pressionado pelo efeito sazonal do reajuste de preços de cursos e mensalidades escolares, foi destaque negativo, ao registrar alta de 4,95%. Com variação de 1,82%, o núcleo de serviços também se destacou negativamente. Em relação aos IGP's da FGV, as medições sofreram desaceleração por conta da estabilização dos preços das *commodities* cotadas em reais, principalmente as alimentícias. O IGP-M fechou fevereiro com variação positiva de 0,26%, depois de inflação de 0,54% da janela anterior, do IGP-10.

Setor Externo

O resultado da balança comercial em fevereiro foi fraco, mas bem melhor do que no mês anterior. No mês, registrou-se superávit de US\$ 1,8 bilhões, depois do déficit de US\$ 518 milhões em janeiro. Com isso, em 12 meses, o superávit acumulado subiu ligeiramente para US\$ 24,3 bilhões. Pudemos ver, novamente, sinais da desaceleração mundial no fraco total de exportações, que registrou retração de 25% em relação ao ano anterior. A atividade mais fraca no país também

ficou evidente na retração de 34% das importações.

O BC também divulgou o Relatório das Contas Externas referente a janeiro. O déficit em conta corrente no mês foi de US\$ 2,7 bilhões. Com isso, no ano, a conta corrente fechou com déficit de US\$ 27 bilhões, equivalente a 1,75% do PIB. Ainda no relatório, chamou a atenção mais um resultado positivo do Investimento Estrangeiro Direto, que, apesar da crise de crédito internacional, registrou entradas de US\$ 1,9 bilhões no mês, acumulando US\$ 42,2 bilhões em 12 meses, uma ajuda considerável na manutenção de uma situação saudável para o Balanço de Pagamentos do país.

Já no fim de fevereiro, o Governo americano anunciou um amplo plano de ajuda às instituições financeiras do país. O secretário do Tesouro, Tim Geithner, concedeu entrevista coletiva para anunciar os detalhes do pacote. No entanto, os tais detalhes, tão aguardados pelo mercado, não convenceram ninguém. Pelo contrário, a explicação do plano foi vaga, deixando os investidores ainda mais temerosos sobre o futuro do sistema financeiro do país.

Dias depois, num esforço conjunto do Tesouro e do Fed, uma explicação melhor sobre o plano foi dada pela equipe econômica, trazendo um pouco mais de conforto para os investidores. Acreditamos que o plano segue a direção certa, mas ainda é cedo para afirmar se será suficiente para estabilizar o sistema financeiro americano. A base do plano, os testes de estresse, pretende dar preço para o tamanho do rombo nos 19 principais bancos do país. Essa incerteza em relação ao prejuízo adicional dos bancos e da sociedade com os chamados ativos tóxicos, em nossa visão, ainda é o grande catalisador da crise. Portanto, uma estimativa mais apurada e confiável sobre o rombo, certamente, traria sinais positivos. Por outro lado, apesar de todo o comprometimento do Governo em empenhar mais e mais recursos para resolver a crise, a estratégia dos testes de estresse gera alguns riscos. A estimativa feita agora pode se tornar errada no horizonte de 6 meses, prazo que o Governo deu às instituições financeiras para captar recursos na iniciativa privada ou acessar uma linha de salvamento do Governo equivalente às necessidades de recursos estimadas no teste.

Fica claro que a situação está longe de ser resolvida, até porque não existe fórmula mágica ou simples para salvar o sistema. O risco elevado ficou claro, por exemplo, depois da atribulada operação de salvamento do Citi, que acabou levando o valor de mercado do banco para perto de US\$ 5 bilhões, vinda de uma máxima superior a US\$ 250 bilhões em meados de 2007. Outro caso problemático, da seguradora AIG também expôs os riscos ainda muito elevados da crise. Depois de receber US\$ 150 bilhões de ajuda do Governo no final de 2008, a AIG teve que receber nova injeção de US\$ 30 bilhões adicionais neste último mês.

Investimentos

Renda Fixa e Câmbio

Fevereiro foi um mês de continuidade da deterioração do cenário global, com a maior parte dos indicadores econômicos divulgados registrando resultados muito aquém das previsões. Nem as novas medidas nos EUA, como o anúncio do plano financeiro, foram capazes de reverter as expectativas negativas em relação à economia norte-americana, principalmente do setor financeiro. As bolsas e moedas dos principais países desenvolvidos e emergentes encerraram mais um mês em queda, assim como as *commodities* que permanecem em níveis extremamente baixos, para padrões históricos.

No Brasil, os dados econômicos continuaram se deteriorando drasticamente, impactando, diretamente, a curva de juros. A expectativa de mais um corte de 1 p.p. na taxa de juros na próxima reunião do Banco Central em março passou a ser precificada nos contratos de curto prazo.

No mercado de câmbio, o Real ajustou parte significativa do ganho do ano acompanhando o movimento de queda das demais moedas emergentes, motivado pela deterioração dos preços de *commodities* e pelo aumento da aversão à risco.

Para o próximo mês, com a queda, já verificada, das expectativas de inflação futura, assim como dos indicadores de atividade, junto com a seqüência do ciclo de cortes do Banco Central - possivelmente mais uma queda de 1 p.p. da SELIC (ou mais) - acreditamos que a curva futura de juros continue reduzindo seu prêmio. Para o real esperamos um ambiente volátil juntamente com as demais moedas emergentes, acompanhando os preços das *commodities* e as Bolsas internacionais.

Renda Variável

O agravamento da situação já bastante debilitada do sistema financeiro nos EUA, juntamente com a continuidade da piora dos indicadores de atividade econômica e confiança do consumidor nas economias centrais, fizeram com que as principais Bolsas ao redor do mundo apresentassem quedas significativas no mês.

No mercado doméstico, após atingir a máxima do ano no início do mês, o Ibovespa encerrou fevereiro com queda de 2,8%. Deve-se destacar que, apesar da queda ocorrida no Ibovespa, o desempenho do mercado doméstico foi claramente melhor do que o das demais Bolsas, refletindo em certa medida o diferencial de fundamentos que existe entre o Brasil e os países centrais principalmente, no que tange aos aspectos macroeconômicos, mas também no ambiente microeconômico. As medidas de estabilização do sistema financeiro global que estão em andamento, caso sejam bem sucedidas, juntamente com os estímulos monetário e fiscal, deverão paulatinamente normalizar os canais de

crédito e reduzir a aversão à risco, melhorando o ambiente de fluxos para os mercados acionários.

No setor de siderurgia, Usiminas e Gerdau divulgaram o resultado referente ao 4T08. Em relação a Gerdau, a expressiva queda no volume negociado e preços mais baixos dos produtos siderúrgicos, sobretudo nos EUA, impactaram de forma relevante o resultado no trimestre, que apresentou margem EBITDA consolidada de 15%, abaixo das expectativas. A operação nos EUA foi o grande destaque negativo, apresentando margem EBITDA negativa no período. Apesar do cenário adverso que a companhia vem enfrentando, principalmente na América do Norte, a implementação das medidas de estímulo econômico por parte do Governo Obama, com grande foco em infra-estrutura, assim como as medidas de incentivo ao setor de construção civil a serem anunciadas pelo Governo brasileiro, deverão propiciar uma melhora gradual nos números da Gerdau ao longo dos próximos trimestres.

O resultado do 4T08 reportado pela Usiminas, por sua vez, surpreendeu positivamente na parte operacional, como evidenciado pela margem EBITDA, que atingiu 40% no trimestre, apesar das adversidades do período. Entretanto, como exposto pela Companhia, o cenário econômico de curto prazo indefinido e os sinais ainda pouco consistentes de recuperação de demanda por aços planos sinalizam um ano desafiador para a empresa. As medidas que vem sendo tomadas pelo governo brasileiro para estimular o setor automotivo, no qual a Usiminas possui grande exposição, serão decisivos para recuperação da empresa ao longo de 2009.

No setor de consumo, o destaque do mês de fevereiro foi o resultado de 2008 da Renner. Corroborando a visão de desaceleração econômica, a companhia reportou um SSS (*same store sales* – vendas de mesmas lojas) de -5,4% no 4T08 vs +7,1% no 4T07. Um número mais fraco do que as expectativas do mercado. A margem bruta seguiu a mesma direção, apresentando queda de 130bps YoY, apesar da Renner ter anunciado que já tinha realizado boa parte dos ajustes de estoques. Do lado positivo, o resultado financeiro ajudou a manter a margem EBITDA em torno de 15% e notamos a inadimplência ainda sob controle. Nossa leitura do resultado foi neutra. Já esperávamos um SSS bem negativo dado o comportamento de outros varejistas e os indicativos da própria empresa junto ao mercado. Outro fato, que a nosso ver foi positivo, é que, dado este SSS mais fraco, os agentes convergiram as expectativas para o balanço da Renner em 2009, utilizando cenários ainda mais pessimistas. Isto torna as projeções mais homogêneas e reduz o desvio padrão das estimativas. Nossa crença é de que a avaliação da Renner (negociando a um múltiplo de EV/EBITDA 09 de 5,0x, desconto em torno de 30% para setor de consumo no Brasil) associada à reconhecida capacidade da direção da empresa, que já atravessou outras crises e será capaz de superar mais esta, resulta em uma oportunidade de investimento, para médio/longo prazo, bastante atraente.

No setor de mineração, a Vale divulgou números fracos relativos ao 4T08, em decorrência da forte queda no volume vendido de minério e custos mais elevados. Apesar de o resultado ter vindo abaixo das expectativas, é importante destacar que as medidas implementadas para adequar a empresa a um cenário mais adverso, como fechamento de plantas e redução de despesas, já deverão começar a aparecer no balanço ao longo dos próximos trimestres. Permanecemos com uma

visão positiva para o setor, mesmo diante de um cenário mais adverso no curto prazo, pois entendemos que, assim que o canal de crédito global se restabeleça, a demanda estrutural por minério deverá ser retomada, sobretudo na China, em virtude do pacote de incentivos de grandes proporções que está sendo implementado pelo governo chinês, com foco em projetos que demandam uso intensivo de aço.

PRINCIPAIS INDICADORES

	Mar/08	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez/08	Jan	Fev/09
Inflação - FIPE	0,31	0,54	1,23	0,96	0,45	0,38	0,38	0,50	0,39	0,16	0,46	0,27
Inflação - IGPM	0,74	0,69	1,61	1,98	1,76	(0,32)	0,11	0,98	0,38	(0,13)	(0,44)	0,26
IBRX (fech)	(4,55)	11,82	7,26	(9,91)	(10,73)	(5,86)	(9,32)	(25,11)	(2,25)	3,61	3,51	(0,95)
IBOVESPA (fech.)	(3,97)	11,32	6,96	(10,44)	(8,48)	(6,43)	(11,03)	(24,80)	(1,77)	2,61	4,66	(2,84)
CDI	0,84	0,90	0,87	0,94	1,06	1,01	1,10	1,17	1,00	1,11	1,05	0,85
Poupança	0,54	0,60	0,57	0,61	0,69	0,66	0,70	0,75	0,66	0,72	0,68	0,55
Ouro	(2,46)	(9,71)	0,22	0,86	(1,06)	(5,38)	22,50	(5,38)	13,33	10,64	5,55	3,70
US\$ Comercial	3,91	(3,99)	(3,41)	(2,30)	(1,59)	4,33	17,13	10,50	10,30	0,17	(0,89)	2,69
US\$ Paralelo	(2,56)	0,00	(2,63)	(1,62)	(3,85)	4,00	12,69	8,29	10,36	2,04	0,00	0,00

Departamento de Análise Econômica

Paulo Veiga	veiga@mercatto.net	21 3687.1521
Gabriel Goulart Ferreira	gabriel@mercatto.net	21 3687.1540
Daniella Marques	daniella@mercatto.net	21 3687.1532
Roni Lacerda	roni@mercatto.net	21 3687.1529
Bruno Lima	blima@mercatto.net	21 3687.1523
Bernardo Dubeux	bernardo@mercatto.net	21 3687.1516

Mercatto Gestão de Recursos

R. Rodrigo Silva 26, 10º, Rio de Janeiro, RJ – 20011-040
Tel: 21 3687.1500 Fax: 21 3687.1520
mercatto@mercatto.net
www.mercatto.net

Escritório Florianópolis

R. Rio Branco, 380 sl. 704, Centro
Tel.: 48 3222.4860/0025 Fax: 48 3222.4860
E-mail: sul@mercatto.net

Escritório Recife

R. Antonio Lumack do Monte 128, sl. 102
Tel.: 81 3325.0826 Fax: 81 3325.0826
E-mail: nordeste@mercatto.net