



Foco da Semana

QUEM CAI MAIS, OS PREÇOS DAS COMMODITIES OU O REAL?

“E o ganhador é...” O Real caiu 37% desde seu pico no início de agosto, enquanto os preços das commodities despencaram ainda mais: 59%. Esta disputa é, com certeza, triste. Ela é a principal responsável pela opinião de que está se formando uma bola de neve inflacionária na economia brasileira, cujo mecanismo de repasse precisa ser limitado com a manutenção das altas taxas de juros. Talvez esta analogia seja tão absurda como a existência de bolas de neve em nossos jardins no inverno aqui no Brasil. Não é algo que se encontre.

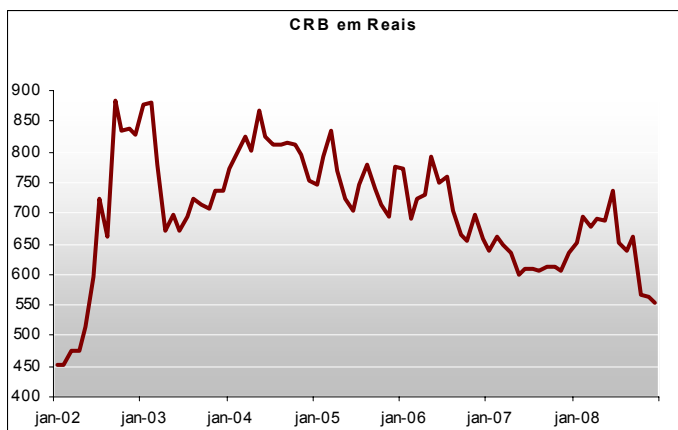
Não negamos a influência dos bens comercializáveis na estrutura de preços da economia e nossa meta não é subestimar o complexo conjunto de fatores que influenciam a dinâmica da inflação. Essa discussão é tão apaixonada justamente porque nesta questão há diversos ângulos. Depreciações enormes como as que estamos enfrentando provavelmente produzirão impactos na dinâmica de preços dos comercializáveis, mas não necessariamente na direção que muitos haviam imaginado. Entretanto, há algumas pistas: alguns importadores de automóveis estão reduzindo preços em Reais (algo impensável em vista das tabelas de preços, mas possível se pensarmos duas vezes e também considerando a necessidade dos importadores de pagarem suas contas). Os que estiverem pensando em nos criticar por ter escolhido um exemplo específico devem analisar os índices de preços: todos os dados sobre inflação divulgados nas últimas duas semanas eram, invariavelmente, benignos e mais altos que as estimativas do mercado. As expectativas de depreciação e repasse (aos preços domésticos) não estão se concretizando. Poderiam estar, mas isto, obviamente, faz parte desse jogo apaixonado. Em

nossa opinião, a melhor definição para a dinâmica geral da economia neste momento é a “deflação do crédito” – inclusive no Brasil. A diferença é que o Brasil não tem o tipo de bolha de crédito típica, mas uma significativa “acumulação crédito” de 2004 até o final de 2008. Que, sem dúvida, terminou. O fato de que TODOS os modelos de projeção de inflação ignoraram o crédito (incluindo as projeções oficiais do BACEN) é um bom ponto de partida para entender por que ninguém está prestando atenção no crédito, ao contrário do que seria necessário. A segunda parte, e provavelmente a mais importante, é que de um ponto de vista técnico, os resultados tendem a ser bem decepcionantes: o crédito explica uma parte minúscula da aceleração da atividade (em termos de modelo formal). Intuitivamente, em nossa opinião, o crédito vinha se movendo monótona e consistentemente desde 2003-04. Os impactos gerais sobre a confiança, formação de colaterais, criação de liquidez, etc. tendem a ser ignorados pela abordagem formal, que foi o *modus operandi* da maioria das mesas de operação, *traders* e economistas. Além disso, para ser sincero, este sistema havia funcionado razoavelmente bem até agora.

Entretanto, de agora em diante, muitas conexões estão faltando: por pelo menos dois trimestres consideramos que as coisas estão evoluindo para um estado tumultuado para exportadores e importadores, a confiança do consumidor é um grande coringa, os projetos de investimento deverão ser postergados, etc. No caso dos importadores, a lógica é bem simples: taxa de câmbio 60% mais alta não combina com contração da demanda e um padrão sazonal desfavorável (início do ano). Se o crédito está mais escasso, imagine linhas de crédito em dólares nos dias de hoje. Para os exportadores, a equação é complexa com receitas muito mais altas com a depreciação do Real, mas fluxos de receitas com commodities muito mais inconsistentes. O resultado líquido foi negativo: commodities (CRB) em Reais caem 32%.

A inflação foi benigna recentemente. Ela deve acabar se tornando um problema novamente quando começar a reflação na economia global (final de 2009? 2010?). A nosso ver, a economia do Brasil deve retomar sua tendência de crescimento somente no 3T09. Isso não será suficiente para melhorar o PIB do ano calendário de 2009, que acabamos de revisar, reduzindo para 1% (antes 2,2%). O País está próximo a uma recessão técnica (dois trimestres em seguida de “crescimento” negativo do PIB sobre o trimestre precedente). Esse é o

Quadro Semanal: Commodities em Reais



elemento mais importante na perspectiva da economia brasileira nos próximos três trimestres. A melhor resposta a esse problema evidente é reduzir as taxas de

juros: o mais breve possível, isto é – na próxima reunião.

Nas entrelinhas

• **Endividamento.** Segundo pesquisa realizada pela Latin Panel, o cidadão médio da área metropolitana de São Paulo ganhou R\$1.556,00 por mês, mas desembolsou R\$1.630,00. Entretanto, esta situação preocupante não foi observada no Brasil como um todo, com o cidadão médio ganhando R\$1.463,00 e gastando R\$1.417,00. Estimamos elevação da inadimplência nos próximos trimestres.

• **Popularidade ainda mais alta.** A popularidade do presidente Lula atingiu um novo recorde: no final de novembro, 70% da população classificou seu governo como bom, segundo o Datafolha. Entretanto, 27% dos brasileiros não sabem que uma crise financeira global está acontecendo.

• **Repasse?** Mesmo após mais de 3 meses de contínua depreciação do Real, uma revenda de motocicletas está oferecendo veículos com preços baseados em uma taxa de câmbio de R\$1,55/US\$1. E é importante mencionar que se trata de uma revenda de marcas de primeira linha.

• **Arrecadação de impostos.** Embora os dados da arrecadação de novembro ainda não tenham sido divulgados, os números preliminares revelam que o resultado deve ter sido aproximadamente 6% abaixo da meta da receita federal brasileira. A diminuição se deveu à tributação sobre os lucros, o componente mais pró-cíclico do PIB.

• **Anistia.** O Presidente Lula aprovou uma medida provisória na semana passada perdendo dívidas tributárias com o governo federal para montantes até R\$10 mil.

• **Perspectiva futura.** A “falta de confiança” deve deixar de ser a principal explicação dada por parte do governo para a piora da perspectiva econômica – pelo menos considerando projeções das associações setoriais. O Sinduscon (associação da construção civil) estima que seu setor crescerá pelo menos 3,5% em 2009, na pior das hipóteses. A Abdib (infra-estrutura) estima 16% de crescimento no período 2009 e 2010. Para a Abinee (eletro-eletrônicos), as vendas em termos reais devem avançar 7% no próximo ano.

• **Cheque especial.** Apesar de uma diminuição nas taxas de juros futuras, em novembro as taxas de juros do cheque especial dispararam atingindo 9,33% a.m., o nível mais alto desde junho de 2003 segundo o Procon-SP. No crédito ao consumidor, por sua vez, a taxa subiu para 6,25% a.m., o mesmo nível de abril de 1999. Escassez de liquidez e elevada percepção de risco.

O foco nos fluxos

RADAR CVM: IPOs/Mercados de ações

- Locaralpha (primária)
- VisaNet (secundária)
- Renova Energia (primária)
- Ersa (primária)
- San Antonio (primária)
- El Tejar (primária)

Status das operações cadastradas na CVM:

3 IPOs sendo analisadas

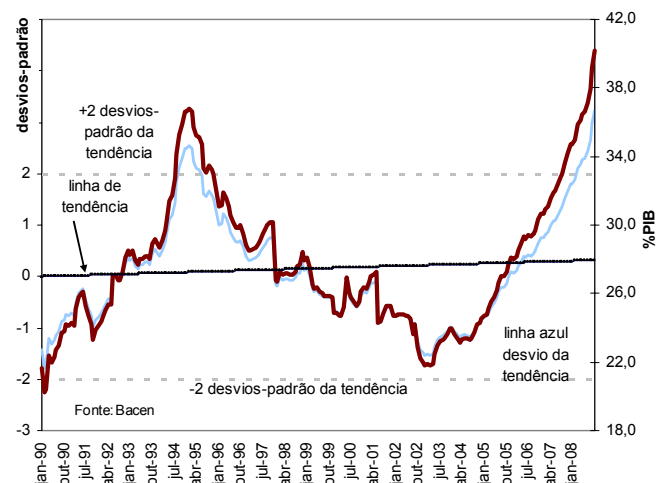
3 IPOs tiveram a análise do processo interrompida

0 Follow-ons

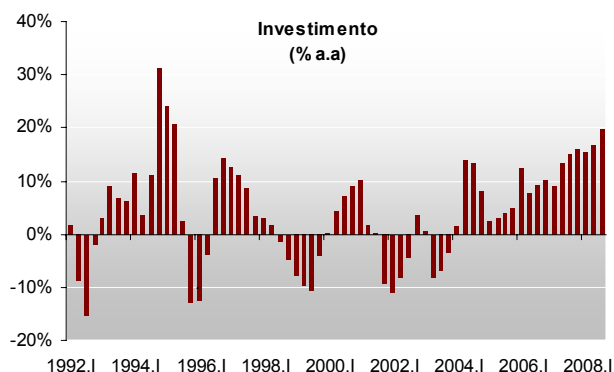
Operações colocadas em 2008:

Nutriplant, GP Investimentos, Redecard, Hypermarcas, Anhanguera, Copasa, Le Lis Blanc, Gerdau e Gerdau Metalúrgica, OGX, SLC Agrícola e Vale.

CRÉDITO/PIB (%)

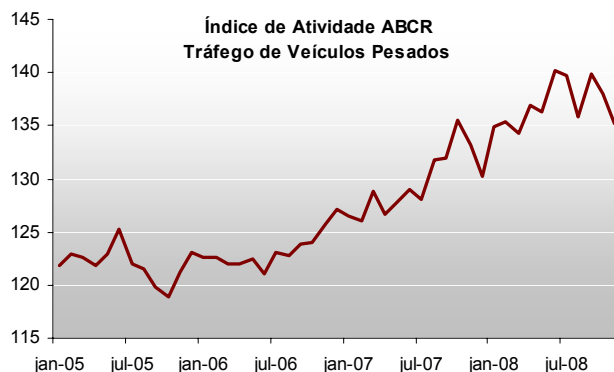


Gráficos



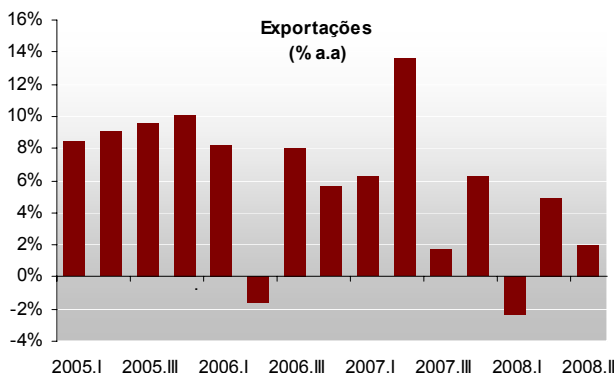
Fonte: IBGE, Bradesco Corretora

Os investimentos avançaram 20% em comparação com o mesmo período no ano anterior no 3T08. Pena que essa notícia já é velha.



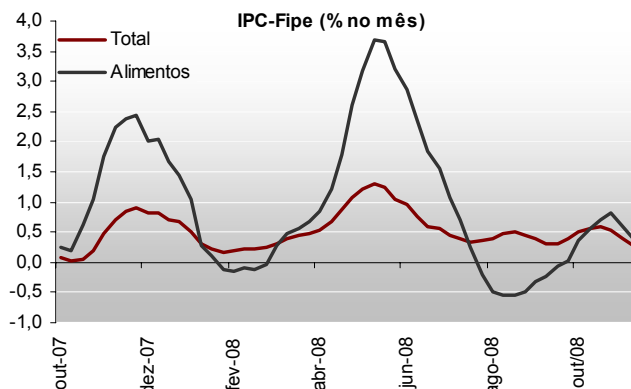
Fonte: ABCR, Bradesco Corretora

O tráfego de veículos pesados caiu pelo segundo mês consecutivo, sinalizando fraca produção industrial em novembro.



Fonte: IBGE, Bradesco Corretora

Desaceleração das exportações no 3T08, com avanço ficando em 2% sobre o mesmo trimestre no ano anterior, sendo o primeiro componente da demanda agregada atingido pela crise.



Fonte: FIPE, Bradesco Corretora

A inflação está caindo. O próximo pico deverá ser inferior ao último (0,57% na primeira semana de novembro).

BRASIL: Principais indicadores econômicos

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e
CONTAS NACIONAIS						
Crescimento PIB real (% , IBGE)	5,7	3,2	4,0	5,7	5,8	1,0
Crescimento PIB Nominal (%)	14,2	10,6	8,6	10,4	12,1	5,0
PIB nominal (R\$bi)	1941,5	2147,2	2332,9	2558,8	2867,9	3012,2
PIB nominal (US\$bi)	663,8	882,4	1072,0	1326,7	1583,7	1255,1
População (milhões, 1º julho cada ano)	181,6	184,2	186,8	189,3	191,9	194,4
PRODUÇÃO E EMPREGO						
Produção industrial (% anual)	8,3	3,1	2,8	6,0	5,0	3,8
Salário real - crescimento anual (IBGE, %)	1,5	2,5	6,0	6,0	6,7	4,5
Utilização da capacidade (média, CNI, %)	81,8	80,3	80,8	80,0	82,8	80,0
Desemprego (% média anual)	11,5	9,8	10,0	9,3	8,7	9,5
INFLAÇÃO						
IPC-FIPE (%)	6,6	4,5	2,5	4,4	6,4	4,7
IPA-DI/FGV (%)	14,7	-1,0	4,3	9,6	12,4	5,9
IGP-M/FGV (%)	12,1	1,2	3,8	7,7	10,3	5,3
IPCA (fim de período, IBGE, anual, %)	7,6	5,7	3,1	4,5	5,9	4,0
TAXAS DE JUROS						
CDI, nominal (%)	16,2	19,0	15,0	11,8	12,3	11,5
SELIC meta (dezembro, %)	17,8	18,0	13,3	11,3	13,75	11,00
Selic real IPCA %	8,0	12,6	11,6	7,1	6,2	7,4
TAXA DE CÂMBIO						
R\$/US\$ (fim de período)	2,65	2,34	2,14	1,78	2,40	2,40
R\$/US\$ (média anual)	2,93	2,42	2,17	1,93	1,81	2,40
FINANÇAS PÚBLICAS						
Déficit nominal - NFSP (R\$bi)	47,1	63,6	69,9	57,9	43,0	48,2
Déficit nominal - NFSP (% do PIB)	2,4	3,0	3,0	2,3	1,5	1,6
Conceito primário (R\$bi)	-81,1	-93,5	-90,1	-101,6	-129,1	-120,5
Conceito primário (% do PIB)	-4,2	-4,4	-3,9	-4,0	-4,5	-4,0
Dívida líquida total (R\$bi, dez)	957,0	1002,5	1067,4	1150,4	1072,6	1114,5
Dívida líquida total (US\$bi, dez)	360,5	428,3	499,2	646,3	446,9	464,4
Dívida líquida total (% do PIB, dez)	47,0	46,5	44,7	42,7	37,4	37,0
AGREGADOS MONETÁRIOS						
Base monetária (bilhões de u.m.c., dez)	88,7	101,2	121,1	146,6	175,9	202,3
Base monetária (% anual)	21,2	14,1	19,6	21,1	20,0	15,0
M1(R\$bi, dez)	127,9	144,8	174,3	231,4	263,8	287,6
M1(% anual)	16,7	13,2	20,4	32,7	14,0	9,0
Crédito total (R\$ bi, dez)	498,7	607,0	732,6	936,0	1160,6	1230,2
Crédito total (% anual)	19,2	21,7	20,7	27,8	24,0	6,0
Crédito total (% do PIB, dez)	24,5	28,1	30,7	34,7	40,5	39,2
BALANÇO DE PAGAMENTOS						
Conta corrente (US\$bi)	11,7	13,5	13,0	11,0	-31,0	-41,0
Conta corrente (% do PIB)	1,8	1,5	1,2	0,8	-2,0	-3,3
Balança comercial (US\$bi)	33,7	44,8	46,5	40,0	20,0	8,0
Exportações (US\$bi)	96,5	118,3	137,8	160,6	202,0	203,0
Exportação - crescimento (%)	32,0	22,6	16,5	16,5	25,8	0,5
Importações (US\$bi)	62,8	73,5	91,3	120,6	182,0	195,0
Importação - crescimento (%)	30,1	17,1	24,1	32,1	50,9	7,1
IDE (US\$bi)	18,1	15,1	18,8	34,6	33,0	21,0
"Adjusted resource gap" CC-IDE (% do PIB)	4,5	3,2	3,0	3,4	0,1	-1,6
Dívida externa/PIB	30,3	19,2	16,1	14,9	12,2	14,9
Reservas internacionais (US\$bi)	54,0	53,8	85,8	180,3	198,0	188,0
Passivo externo líquido (% do PIB)	-44,8	-37,5	-35,9	-43,7	-46,0	-44,8
Dívida externa total (US\$bi)	201,4	169,5	172,6	197,7	194,0	187,0

 Fontes: IBGE, BCB, BNDES, FGV, FIPE, CNI, FIESP ¹ (-) superávit

Principais definições

Preço Alvo: Expectativa para o preço da ação para até 31/12/2009.

Recomendações

Nosso sistema de recomendações é composto pelos seguintes *ratings*:

Alta Performance: Expectativa de performance para a ação superior ao Ibovespa em mais de 10%.

Performance de Mercado: Expectativa de performance para a ação entre 10% acima ou abaixo do Ibovespa.

Baixa Performance: Expectativa de performance para a ação inferior ao Ibovespa em mais de 10%.

Além das recomendações específicas, podemos também utilizar os seguintes termos:

Top Pick: Principal recomendação do analista para o setor. Necessariamente a ação tem que possuir recomendação de Alta Performance.

Em revisão: Indica que a recomendação e o preço alvo da ação estão em processo de revisão.

Restrito: O analista está impedido de emitir opiniões sobre a empresa.

Nossos analistas definem suas recomendações com base no conjunto de suas expectativas para as empresas analisadas, com o objetivo de que as recomendações sempre reflitam a melhor ação de investimento possível. Fatores puramente de curto prazo, com efeito temporário sobre os preços das ações, são comunicados aos clientes apenas no texto de nossos relatórios sem alteração de recomendação.

As recomendações são constantemente revisadas, sendo que possíveis divergências temporárias entre o potencial de valorização indicativo da recomendação e o potencial de valorização relativo ao preço alvo são sempre intencionais. Deve prevalecer sempre a recomendação oficial.

A divergência entre a recomendação e o preço alvo pode ocorrer principalmente devido à expectativa do analista de que fatores de curto e médio prazo, que ainda não podem ser precificados em nossa avaliação, levem a distorções entre o comportamento das ações e nossa visão de valor. Entre outros, os seguintes fatores podem ser considerados: expectativas em relação aos resultados trimestrais, condições de mercado, questões societárias e expectativas relacionadas a operações de fusões e aquisições.

As recomendações representam exclusivamente a expectativa do analista a respeito do desempenho futuro das ações analisadas.

Não necessariamente uma recomendação de "Alta Performance" representa uma chancela definitiva para a empresa e sua administração, assim como uma recomendação de "Baixa Performance" não significa necessariamente que temos uma visão negativa sobre a empresa. Frequentemente uma ótima empresa, para a qual há consenso sobre os fundamentos, possui uma ação bem precificada e portanto não se constitui em um bom investimento.

Aviso Legal

As informações financeiras usadas neste relatório foram obtidas diretamente das empresas analisadas. As estimativas e cálculos são de autoria da **Bradesco S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários (Bradesco Corretora)**. Todas as informações foram obtidas de fontes públicas, as quais acreditamos serem confiáveis e de boa fé; entretanto, as referidas informações não foram verificadas por entidade independente e não há garantias, expressas ou implícitas, de sua exatidão e integridade.

Este documento foi preparado pela **Bradesco Corretora** e está sendo divulgado exclusivamente para fins de informação. As informações, opiniões, estimativas e projeções refletem a situação na data de hoje e ficam sujeitas a modificações sem aviso prévio por mudanças em condições de mercado.

Este documento não consiste em oferta de venda ou oferta de compra de ações ou outros ativos financeiros. Ocasionalmente, alguns executivos ou funcionários da **Bradesco Corretora** ou empresas vinculadas, na medida permitida por lei, ocupam um cargo ou têm algum tipo de interesse em operações envolvendo ativos direta ou indiretamente relacionados a este relatório.

As empresas vinculadas à **Bradesco Corretora** poderão, ocasionalmente, atuar como banco de investimento ou prestar algum tipo de serviço financeiro ou estar interessadas em prestar os referidos serviços à empresa analisada no relatório. **A Bradesco Corretora** e suas empresas vinculadas se eximem de qualquer responsabilidade, direta ou indireta, de quaisquer prejuízos decorrentes do uso deste relatório.

Este documento não poderá (i) ser copiado, fotocopiado ou duplicado, em todo ou em parte, por qualquer meio, ou (ii) distribuído sem o prévio consentimento da **Bradesco Corretora**. Pedimos aos investidores no Brasil que receberem este relatório e desejarem negociar com as ações analisadas que contatem a **Bradesco Corretora** para execução de pedidos pelo telefone: (55 11) 2178-2365.

Instrução CVM 388/03

O analista declara que:

1) as recomendações indicadas neste relatório refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais, e que foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à **Bradesco Corretora**.

2) que não mantém vínculo com qualquer pessoa física que atue no âmbito da(s) companhia(s) analisadas neste relatório.

3) a Bradesco Corretora, bem como os clubes de investimento por ela administrados, não possuem participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% (um por cento) do capital social de quaisquer das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise no relatório divulgado.

4) a **Bradesco Corretora**, a instituição à qual está vinculado, pode estar envolvida na aquisição, alienação e intermediação dos valores mobiliários da empresa analisada neste relatório.

5) não é titular de valores mobiliários de emissão da companhia objeto de sua análise neste relatório que representem 5% ou mais de seu patrimônio pessoal, bem como não está envolvido na aquisição, alienação e intermediação dos valores mobiliários da empresa analisada neste relatório.

6) não recebe remuneração por serviços prestados e não tem relações comerciais com a(s) companhia(s) analisadas neste relatório ou com pessoas físicas, jurídicas, fundos, trustes ou espólios que atuem representando o mesmo interesse dessa(s) companhia(s). Entretanto, a **Bradesco Corretora** pode receber remuneração por serviços prestados e não tem relações comerciais com a(s) companhia(s) analisadas neste relatório ou com pessoas físicas, jurídicas, fundos, trustes ou espólios que atuem representando o mesmo interesse dessa(s) companhia(s).

7) sua remuneração não tem vínculo com a precificação de quaisquer dos valores mobiliários emitidos por companhia(s) analisada(s) neste relatório ou com as receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela **Bradesco Corretora**.

Bradesco Corretora – Análise de Investimento

Setores	Analistas	Assistentes
Economia	Dalton Gardimam (Economista Chefe) Denis Blum	
Estratégia, Bancos, Seguros e Serviços Financeiros	Carlos Firetti, CFA (Chefe de Análise)	Marcos Suzaki Rafael Frade
Petróleo e Gás, Petroquímica e Açúcar e Álcool	Auro Rozenbaum	Bruno Varella
Transportes, Logística, Shoppings e Small Caps	Edigimar <u>Maximiliano</u>	Luiz Peçanha
Bens de Consumo e Varejo	Fabio Monteiro	Ricardo Boiati Stephanie Matsumoto
Telecom, Mídia and Tecnologia	Luis Azevedo	Vitor Pini
Energia Elétrica, Água e Saneamento	Marcelo Britto	Paola Pedrinola
Siderurgia, Mineração e Papel & Celulose	Raphael Biderman	Gina Montone
Renda Fixa	Altair Pereira Alexandre T. Monteiro	Nathalie Aron
Varejo	Jose Francisco Cataldo	Nathalie Aron



Bradesco
Corretora

Av. Paulista, 1450 7º andar
5900.faq@bradesco.com.br