

Copom mantém Selic estável e evita fazer qualquer sinalização de aperto monetário em 2010

A atividade econômica brasileira continua emitindo sinais positivos e, mesmo nesse ambiente, inflação se mantém em patamar benigno

Destaques do mês

- Copom, em linha com o esperado, mantém Selic em 8,75% e, mais uma vez, evita qualquer sinalização sobre o provável ajuste altista nos juros, já precificado pelo mercado para se iniciar em meados do 1º trimestre de 2010;
- Ministério da Fazenda anuncia taxa de 2%, via nova alíquota de IOF, sobre a entrada de recursos de estrangeiros para Renda Fixa e Renda Variável, incluindo IPOs. A idéia é conter a valorização do real, mas, apesar dos efeitos de curto prazo, muito mais relacionados às incertezas do intervencionismo do que ao imposto em si, medida deve ser inócua no médio/longo prazos;
- IPCA-15 sobe apenas 0,18% em outubro, na 7ª medição consecutiva (incluindo o IPCA e o IPCA-15) abaixo de 0,25%. Apesar dos sinais recentes, e sólidos, de recuperação da atividade econômica, a inflação vem se mantendo em patamar muito benigno;
- PIB do 3º trimestre cresce 3,5% nos EUA, resultado acima do esperado, mas carregado de influências positivas geradas pelos pacotes fiscais do Governo, principalmente o programa de incentivo às vendas de veículos, chamado Cash for Clunkers;
- FOMC mantém juros inalterados e reforça sinalização de que os Fed Funds ficarão onde estão, zerados, por tempo prolongado.

Cenário e Perspectivas

Sem surpresas, o Copom decidiu manter a Selic em 8,75%. Como de costume, o grande foco da reunião de política monetária foi o Comunicado e, posteriormente, a Ata do encontro. Em ambos os documentos, o BC apresentou tom similar ao apresentado na reunião anterior, evitando fazer qualquer sinalização sobre um provável ciclo futuro de alta de juros. De fato, a discussão sobre o cenário econômico para o Brasil passa diretamente pela previsão sobre quando o BC irá ajustar a Selic para cima para conter o ímpeto de recuperação da atividade do país.

Atualmente, o mercado espera a 1ª alta já no final do 1º trimestre de 2010, rumo a um ajuste total de cerca de 300/350 pontos base. Acreditamos que a precificação esteja um pouco exagerada, tanto no que diz respeito ao ponto de partida, quanto na magnitude. E, segundo as indicações recentes, o Copom também parece não estar com visão similar. O modelo de inflação do BC projeta IPCA dentro da meta para 2010 e ainda há bastante conforto em relação ao nível das expectativas de inflação. É verdade que a atividade econômica vem mostrando resultados fortes e ainda há incerteza em relação aos efeitos da expansão fiscal, algo que foge do controle do Banco Central, e ao impulso defasado da política monetária frouxa em curso. Mesmo assim, o que importa é que o discurso oficial do BC, por enquanto, ainda é mais tranqüilo do que precifica a curva de juros.

Apesar de dados fortes emitidos pela economia, como, por exemplo, a expansão continuada de produção industrial e vendas no varejo desde janeiro/2009, a confiança do consumidor de volta às máximas pré-crise, etc, a inflação tem contrariado as previsões com medições muito benignas. O IPCA-15 de outubro subiu apenas 0,18%, simplesmente o 7º resultado consecutivo, incluindo IPCA's e IPCA's-15, abaixo de 0,25%. Nos últimos 4 meses, o IPCA-15 acumulou uma variação total de 0,82%, uma inflação total anualizada de não mais que 2,5%.

Infelizmente, as notícias relativas à política econômica no Brasil não se resumiram ao universo da política monetária conduzida pelo Banco Central. O Ministério da Fazenda surpreendeu ao

Governo cria alíquota de IOF para taxar investimentos estrangeiros e tentar conter valorização do real

anunciar nova alíquota de IOF (2%) para taxar a entrada de investimentos estrangeiros em Renda Fixa e Renda Variável, incluindo os IPOs. Há tempos, Mantega e sua equipe já vinham mostrando desconforto com o “excesso” de valorização do real em relação ao dólar. Então, no último dia 20, o Governo anunciou a nova alíquota, explicitando o objetivo de conter a entrada de dólares no país.

No curto prazo, o efeito sobre a cotação cambial foi na direção esperada pelo Ministério. No entanto, é preciso dividir o efeito estrutural da alíquota de imposto, com o efeito gerado pelas incertezas de uma política econômica intervencionista. Além disso, o importante é destacar que, apesar do destaque da economia brasileira nesse ano, mostrando recuperação acelerada e boas perspectivas de crescimento para frente, o movimento de valorização do real é, na verdade, um movimento de desvalorização do dólar perante outras moedas. Em 2009, por exemplo, o real valoriza cerca de 25% em relação ao dólar, mas o rand sul africano também se valoriza 20%, o peso chileno 18%, o dólar australiano 30% e o euro 7%. O real tem performance destacada e o IOF pode reduzir o ritmo de apreciação adicional. No entanto, é extremamente improvável que o novo imposto reverta a tendência, ligada a um fenômeno mundial anti-dólar.

Além da pouca efetividade, a medida do Governo merece críticas pela abrangência. A taxação de entradas de investimentos para Renda Fixa já havia sido implementada em 2008 e, durante a crise, acabou cancelada. Sendo assim, o mercado até já esperava taxação de Renda Fixa, mas a surpresa com Renda Variável foi grande e negativa. Até porque o Governo inclui os IPOs na taxação, restringindo recursos sem caráter especulativo, com viés claro de fomento para a economia nacional. Depois de duras críticas, Mantega, já no início de novembro, fez uma 1ª sinalização de que é possível haver mudanças na regra para IPOs. No entanto, o assunto ainda não está decidido.

Nos EUA, a atividade econômica continuou sendo o foco dos investidores e o principal indicador do mês foi o PIB do 3º trimestre. Depois de 4 trimestres consecutivos de retração, o PIB cresceu 3,5% no último tri, resultado acima do esperado. Sem dúvida, o resultado foi positivo, mas a análise dos números abertos mostrou certas distorções que influenciaram positivamente o resultado.

Três grandes influências não recorrentes geraram mais de 70% do crescimento no trimestre. As vendas de automóveis explodiram no período e o item de Veículos dentro do Consumo Agregado saltou 56%, contribuindo com 1% dos 3,5% totais. Grande parte do movimento está ligado ao programa *Cash for Clunkers*, que durante julho e agosto deu até US\$ 4 mil de subsídio para compra de um novo veículo. A recomposição de estoques também contribuiu com 1% do total de crescimento, mas é improvável que esse ritmo se mantenha daqui para frente. Além disso, ainda houve contribuição de 0,5% vinda do Investimento Residencial, que nada mais é do que uma sinalização de recuperação do setor imobiliário depois de 14 trimestres consecutivos de retração. A indicação é positiva, mas parte da recuperação está ligada ao programa do Governo de subsídio à compra do 1º imóvel, que ainda está em curso e cede até US\$ 8 mil por família para aquisição do imóvel.

A recuperação da atividade americana é evidente, mas parte do crescimento recente se baseia em programas específicos de incentivo do Governo ou no próprio pacote fiscal de US\$ 800 bi concedido no 1º semestre. A expansão fiscal gera efeitos fortes, mas limitados, e por isso ainda mantemos visão cautelosa em relação ao novo nível de crescimento do país passada a fase inicial da recuperação induzida pelo incentivo oficial.

PIB americano cresce 3,5% no 3º trimestre, sob forte efeito não recorrente de programas fiscais

Em linha com nossa visão cautelosa para o crescimento futuro dos EUA, o FOMC, Comitê de Política Monetária dos EUA, voltou a se reunir já no início de novembro para decidir por manter os juros inalterados. Os *Fed Funds*, segundo escreveu o Comitê no comunicado pós-reunião, serão mantidos no patamar atual (0%/0,25%) por período prolongado. Mais uma vez, ficou evidente que ainda não há qualquer viés altista de juros no discurso do Banco Central americano. Pelo contrário, os juros continuam zerados, as ferramentas de afrouxamento quantitativo da economia continuam sendo usadas e, paralelamente, o Governo continua firme na formulação de novos programas de incentivo à economia.

Opinião Mercatto

Reflexões sobre o Consumo nos EUA

Gabriel Goulart – Analista Econômico

No auge da crise financeira de 2008, o grande assunto era solvência, quer fosse de Governos, empresas e mercados em geral. Felizmente, o estado de pânico ficou para trás, fazendo com que a aversão ao risco desse lugar a um novo ciclo de otimismo baseado nas notícias de recuperação, na margem, da atividade econômica. Realmente, o período recente foi marcado por notícias positivas, que acabaram impulsionando os preços dos ativos, gerando benefício, inclusive, para ativos brasileiros como o real e as ações da Bovespa. No entanto, acreditamos que o foco atual da análise econômica prospectiva deve apontar não para o ritmo de recuperação, mas sim para o novo nível de crescimento potencial das economias, com destaque claro para os EUA.

Nossa convicção sobre as vantagens relativas de crescimento para a economia brasileira continua intacta. Por outro lado, também temos a convicção de que a análise do cenário para o Brasil precisa passar por uma análise da conjuntura e perspectivas para a economia internacional, onde os EUA ainda são o principal peso. Nesse sentido, a busca por uma previsão sobre o nível futuro do crescimento global passa pelo crescimento americano, que, por sua vez, passa, inevitavelmente, pelos rumos do consumo agregado do país, que representa algo com 70% do PIB local ou quase 20% do PIB mundial.

A análise do balanço patrimonial das famílias americanas traz informações preciosas (vide Tabela abaixo). O balanço nos mostra os valores agregados do ativo (bens) e do passivo (dívidas) das famílias. A diferença entre ativo e passivo nos mostra o patrimônio líquido (PL) agregado dos indivíduos americanos. Paralelamente, é importante analisar a relação entre a renda agregada e o passivo, uma noção, ainda que imperfeita, do excesso ou não de gastos totais dos consumidores (via crédito) em relação à renda e a relação entre gastos pessoais e renda.

Dados históricos desde 1959 mostram que o patrimônio líquido (riqueza líquida de dívidas) dos americanos está atualmente, em termos reais, perto das máximas históricas (Gráfico 1). Dados do 2º trimestre de 2009 mostram que o PL per capita está em US\$ 172 mil, abaixo dos US\$ 217 mil do auge pré-crise (2006), mas muito acima dos US\$ 83 mil da década de 60 ou US\$ 110 mil da década de 80, por exemplo. Na teoria, a conclusão direta é que os americanos estão mais ricos e, por isso, podem gastar mais, comprometendo uma proporção maior de sua renda todos os anos. Na prática, a conclusão também é direta e, inclusive, é uma realidade, já que, desde 1959, nunca a relação Gastos Pessoais sobre Renda Pessoal foi tão elevada quanto em setembro de 2009 (Gráfico 2), o último dado disponível. Se analisarmos a relação

entre dívida (passivo) e renda, podemos ver que hoje esse *ratio* também está nas máximas históricas (Gráfico 3), mais uma indicação de excesso de gastos.

De fato, o enriquecimento das famílias foi evidente nas últimas décadas, algo capaz de possibilitar a ampliação dos gastos em relação à renda. No entanto, essa expansão tem um limite, que, parece ter sido mostrado com a explosão da crise financeira no ano passado. E esse limite é impreciso, até porque é igualmente imprecisa a noção sobre o real valor da riqueza (PL) das famílias, visto que o enriquecimento, em grande medida, esteve relacionado à valorização dos ativos e não aquisição/acumulação dos mesmos. De 1980 até 2008 (antes da crise), a valorização do ativo agregado das famílias americanas superou em quase 30% o crescimento do PIB. No longo prazo, esse excesso de valorização de ativos em relação ao crescimento efetivo do PIB caracteriza distorção de fundamentos. Por isso mesmo, desde as máximas pré-crise, o valor total das ações sob posse dos indivíduos americanos caiu de US\$ 21 trilhões para US\$ 11,1 trilhões, quanto o valor das residências recuou de US\$ 29 tri para US\$ 24 tri.

O ponto é que o aumento de gastos com base em aumento de riqueza faz sentido, mas tem limite e é justamente nesse limite que o consumidor americano está esbarrando agora. O resumo de nossa análise sobre as perspectivas para o consumo no EUA é simples: os excessos dos últimos anos, independentemente da crise, precisam ser corrigidos. Com a crise, a necessidade de correção é ainda mais forte, visto que o crédito deve continuar restrito e, com a economia crescendo menos, o mercado de trabalho deve continuar fraco, gerando menos renda. O nível mais baixo de consumo, conseqüentemente, serve de base para nossa opinião de que o crescimento americano nos próximos anos será, na média, menor do que nos anos recentes.

Gráficos e Tabelas

Tabela: Balanço Patrimonial dos americanos

O crescimento da riqueza das famílias é evidente, assim como também é evidente a destruição de parte dessa riqueza na crise recente, uma demonstração de como o fundamento que influencia na valorização do ativo total pode ser frágil. Também é importante notar que a relação dívida/renda está na máxima histórica.

Balanço Pessoas Físicas - EUA (em US\$ bilhões)								
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1709	2709
Ativo	56.745	56.745	70.988	76.749	78.229	67.134	65.244	67.208
Ativos Tangíveis	21.438	21.438	27.719	28.724	27.526	25.177	24.660	24.847
Ativos Financeiros	35.307	35.307	43.268	48.025	50.703	41.957	40.584	42.361
Depósitos	5.350	5.350	6.154	6.779	7.381	7.827	7.849	7.760
Instrumentos de Crédito	2.755	2.755	3.427	3.554	4.113	4.055	4.536	4.327
Ações	14.103	14.103	17.402	20.347	20.925	12.665	11.753	13.332
Outros	13.099	13.099	16.286	17.345	18.284	17.411	17.046	16.942
Passivo	9.843	9.843	12.164	13.414	14.318	14.217	14.103	14.068
Hipotecas Residenciais	6.872	7.819	8.855	9.833	10.485	10.431	10.431	10.402
Crédito ao Consumidor	2.103	2.220	2.320	2.415	2.552	2.592	2.517	2.476
Outros	508	514	548	651	717	772	762	785
Patrimônio Líquido	46.902	46.902	58.823	63.335	63.911	52.917	51.142	53.140
Renda Pessoal	9.623	10.453	10.795	11.590	12.143	12.197	11.883	11.954
PL/Renda	487,4%	448,7%	544,9%	546,4%	526,3%	433,9%	430,4%	444,6%
Dívida/Ativo	17,3%	17,3%	17,1%	17,5%	18,3%	21,2%	21,6%	20,9%
Dívida/Renda	102,3%	94,2%	112,7%	115,7%	117,9%	116,6%	118,7%	117,7%

Fonte: Federal Reserve

Gráfico1: Patrimônio Líquido per Capita

O Patrimônio Líquido dos americanos – a diferença entre o ativo e o passivo de cada indivíduo – nunca foi tão elevado como nos meses pré-crise. Depois do baque financeiro, a desvalorização dos ativos, principalmente bolsa e imóveis, gerou um ajuste no PL, mas ainda assim, o nível atual é elevado para os padrões históricos. O enriquecimento tem sido, ao longo dos últimos anos, um fator que, sem dívida, incentiva o excesso de gastos

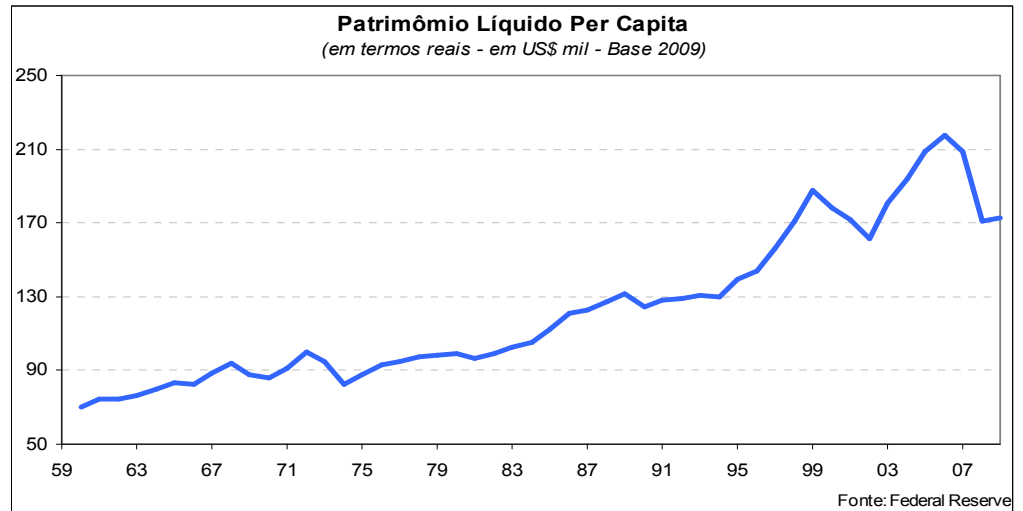


Gráfico2: Relação entre Gastos Pessoais e Renda Agregada

Dados do 2º trimestre de 2009 mostram que a relação entre gastos e renda chegou às máximas históricas, uma indicação de excesso de gastos em relação à necessidade de poupar

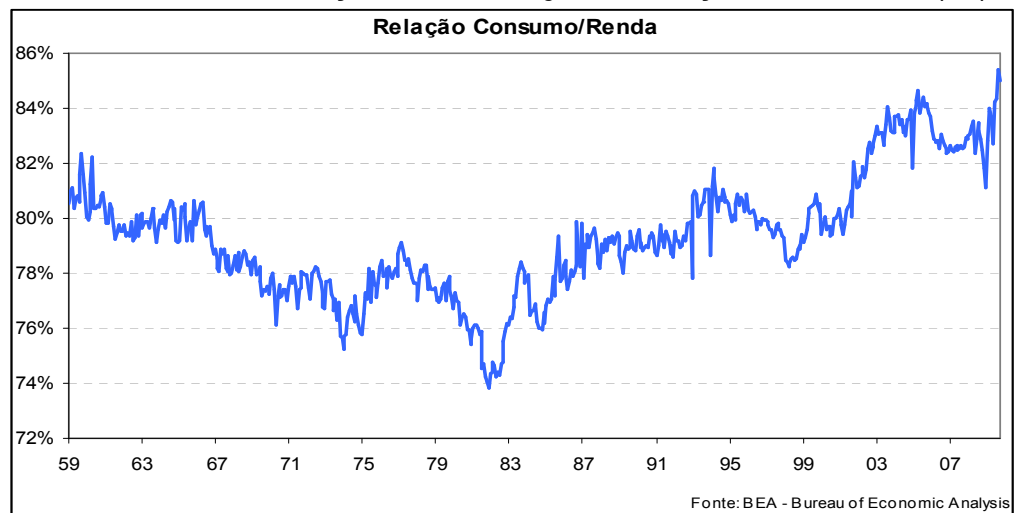
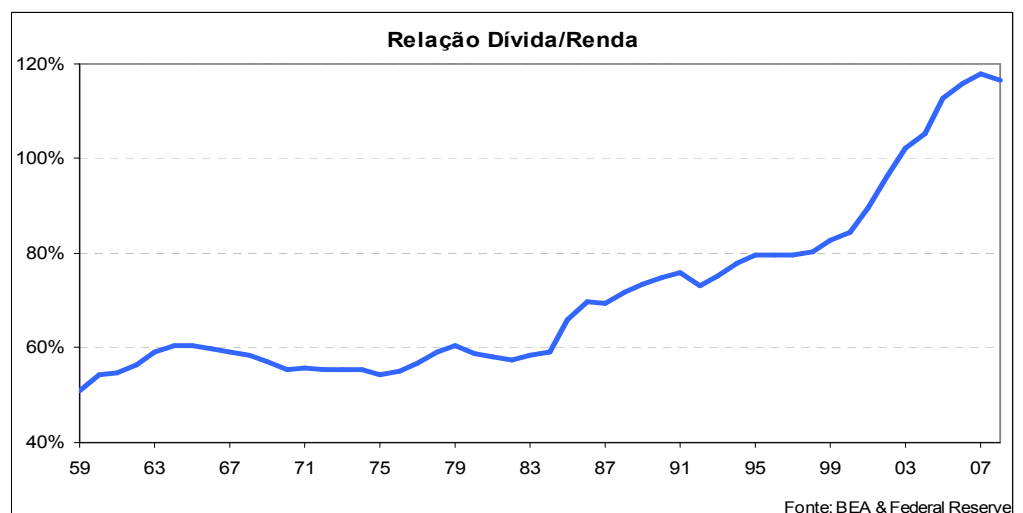


Gráfico3: Relação entre endividamento total dos americanos e a renda agregada

O excesso de gastos tem sido bancado pelo aumento do endividamento



Tabelas de Indicadores

Mercado Financeiro

	Fech.	out/09	2009	2008
BOLSAS INTERNACIONAIS				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
S&P 500	1.036	-1,98%	14,72%	-38,49%
DOW JONES	9.713	0,00%	10,67%	-33,84%
IASDAQ	2.045	-3,64%	29,68%	-40,54%
DAX (Alemanha)	5.415	-4,58%	12,57%	-40,37%
FTSE-100 (Inglaterra)	5.045	-1,74%	13,77%	-31,33%
CAC-50 (França)	3.608	-4,95%	12,11%	-42,68%
IPSA (Chile)	3.314	-1,73%	39,47%	-22,13%
MEXBOL (México)	28.646	-2,01%	28,00%	-24,23%
MICEX (Rússia)	1.237	3,34%	99,70%	-67,20%
SHANGHAI (China)	3.144	7,79%	64,45%	-65,38%
KOSPI (Coreia do Sul)	1.581	-5,53%	40,57%	-40,73%
MOEDAS				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
EURO	1,47	0,54%	5,35%	-4,24%
LIBRA	1,65	2,94%	12,74%	-26,48%
IEIE	90,09	0,43%	-0,61%	-18,89%
COMMODITIES				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
CRB	270,38	4,24%	17,79%	-36,01%
OURO	1.045,40	3,74%	18,52%	5,77%
PETRÓLEO (WTI)	77,00	9,05%	58,32%	-53,53%
(EUA) JUROS/INFLAÇÃO				
	Taxa (%)	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Taxa (%)
FED FUNDS	0,25	0	0	0,25
U.S Treasury (2 anos)	0,89	-6	13	0,77
U.S Treasury (10 anos)	3,39	8	117	2,21
U.S Treasury (30 anos)	4,23	18	155	2,68
Inflação Imp. (10 anos)	2,02	24	189	0,12

	Fech.	out/09	2009	2008
BRASIL				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
BOLSA	61.546	0,04%	63,90%	-41,22%
IBOVESPA	19.643	0,35%	56,64%	-41,77%
CÂMBIO				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
USD/BRL	1,76	-0,33%	-23,91%	30,03%
RISCO				
	Em Pts	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Em Pts
CDS (5 anos)	138	11	-163	301
JUROS				
	Taxa (%)	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Taxa (%)
DI JAIH10	8,66	-1	-351	12,16
DI JAIH12	11,61	15	-68	12,29
BENCHMARKS				
		Rend.	Rend.	Rend.
CDI	-	0,69%	8,39%	12,37%
SELIC	-	0,69%	8,40%	12,47%

Indicadores Macroeconômicos

	out/09	set/09	ago/09	jul/09	jun/09	mai/09	abr/09	12m	2008
BRASIL									
Produção Industrial	-	-7,7%	-7,2%	-10,0%	-10,9%	-11,2%	-14,8%	-10,25%	3,10%
IUCI - CII	-	-	80,2%	79,8%	79,3%	79,9%	79,5%	-	79,4%
Vendas no Varejo	-	-	4,7%	6,0%	5,7%	2,9%	7,0%	5,4%	9,1%
Taxa de Desemprego	-	4,4%	4,6%	4,5%	4,6%	5,0%	5,0%	8,1%	7,9%
Balança Comercial (US\$ bi)	1.328	1.330	3.074	2.928	4.625	2.651	3.712	26.315	24.834
Reservas (US\$ bi)	232.920	224.213	219.054	211.871	208.425	205.576	201.250	-	206.806
Superávit Primário (% PIB)	-	1,2%	1,6%	1,8%	2,0%	8,0%	3,1%	-	4,1%
Relação Dívida/PIB (%)	-	44,92%	43,96%	44,04%	43,30%	42,98%	38,42%	-	36,00%
IPCA	-	0,24%	0,15%	0,24%	0,36%	0,47%	0,48%	4,34%	5,90%
IPCA-15	0,18%	0,19%	0,23%	0,22%	0,38%	0,59%	0,36%	4,15%	6,10%
IIPC	-	0,16%	0,08%	0,23%	0,42%	0,60%	0,55%	4,45%	6,48%
IGP-M	0,05%	0,42%	-0,36%	-0,43%	-0,10%	-0,07%	-0,15%	-0,76%	9,81%

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