

*Com poucos dias restando até o fim do ano, o Governo ainda luta para prorrogar a CPMF no Senado. Nem a votação e muito menos a vitória são certas e, por isto, o Planalto adota a estratégia de ameaçar a oposição e os próprios aliados com penas ao país, como aumento de IR, corte de superávit primário e não execução de projetos do PAC da Saúde.*

*Atento à atividade muito acelerada, à inflação corrente elevada e à deterioração das expectativas em relação aos índices de preços em 2008, o Copom decide manter taxa Selic inalterada em 11,25%. Postura conservadora do BC visa a evitar surpresas negativas e deve prolongar o período de observação do cenário até que qualquer decisão para mudar o nível dos juros seja tomada.*

*Fed reduz expectativas de crescimento e inflação para 2008 e acaba mudando o discurso na Ata da última reunião do FOMC. Preocupação com a desaceleração econômica brusca é muito maior do que com uma possível elevação da inflação e, sendo assim, o espaço para novos e talvez mais agressivos cortes nos juros está cada vez maior.*

### **Política**

Mais um mês se passou e o assunto em Brasília continuou exatamente o mesmo: CPMF. O Congresso Nacional está completamente parado, à espera da conclusão das negociações para a votação da prorrogação do imposto sobre movimentação financeira que é o imposto mais polêmico e conhecido do país. Ao longo de novembro, o Planalto conseguiu aprovar o texto da prorrogação, sem alterações, na CCJ do Senado, mas a votação do plenário não ocorreu. Teoricamente, o Governo possui maioria simples na Casa, mas o histórico recente de infidelidade entre os senadores é tão grande que o Planalto teme a derrota, fato que seria um prejuízo ainda maior para o Governo do que os sucessivos adiamentos.

As movimentações no Senado relacionadas à CPMF foram intensas nas últimas semanas. O PSDB, que parecia dividido a ponto de conceder alguns votos pró-Governo, decidiu se unir para votar contra. Além disso, a cúpula do PTB, que vive trocando farpas com o Planalto, liberou sua bancada para votar livremente. A oposição quer exposição na mídia e por isso vem exigindo redução gradual da alíquota em troca de seu voto.

A situação do Planalto ficou tão complicada que Lula decidiu criar um gabinete especial para negociação, dando carta branca para Dilma, Mantega, Paulo Bernardo e José Múcio. Sem solução rápida à vista, o presidente partiu também para o campo das ameaças dirigidas à oposição, mas que, se postas em prática, afetariam a população. Lula e Mantega se revezaram no papel de trazer as más notícias caso a CPMF não seja prorrogada: aumento da alíquota de IR, corte do superávit primário e suspensão dos projetos do PAC da Saúde.

Depois de muita barganha, o 2º processo de cassação contra Renan Calheiros foi posto em votação no Senado. Minutos antes do início da sessão, o agora ex-presidente do Senado anunciou sua renúncia ao cargo. Logo depois, a votação do processo de cassação do Senador começou e o resultado, mais uma vez, foi sua absolvição.

O senador José Múcio foi citado como integrante da equipe que Lula designou para negociar a votação da CPMF. Seu nome só estava na equipe porque Walfrido Mares Guia, denunciado por envolvimento no mensalão mineiro, decidiu se afastar do cargo de Ministro das Relações Institucionais. Mais uma vez, pudemos ver um integrante do 1º escalão do Governo abandonando o cargo depois de acusação de envolvimento em corrupção.

Outro destaque do mês passado foram as discussões relativas ao 3º mandato de Lula. A imprensa tentou fazer o assunto crescer e a oposição aproveitou para criticar Lula antes mesmo de o presidente emitir opinião sobre sua continuidade no poder. O petista, depois de algum tempo, conseguiu pôr um fim momentâneo às discussões ao afirmar que era uma insensatez falar sobre o assunto, que só interessaria à oposição. Lula fez ainda defesa de um candidato governista único, do PT ou não.

### **Economia**

#### **Política Econômica**

Em linha com as expectativas do mercado, o Copom voltou a se reunir e decidiu manter a taxa Selic em 11,25%. O Comitê retirou do comunicado pós-reunião a expressão “pausa”, que no último encontro havia dado caráter transitório à manutenção dos juros. Mais detalhes sobre a decisão somente serão conhecidos depois da divulgação da Ata da reunião, mas o comunicado, embora impreciso, deixou a impressão de que o BC poderá manter a Selic no patamar atual por mais tempo do que o previsto anteriormente. Meirelles e sua equipe estão atentos aos fortes indicadores de atividade, bem como à elevação recente da inflação. As expectativas para o IPCA 2008 também vêm se elevando aos poucos e, sendo assim, a postura conservadora do BC se justifica.

É importante deixar claro que o cenário atual não é de pessimismo. Mas temos incertezas relevantes à frente e não cabe ao BC tomar riscos desmedidos no curto prazo. Há mais de um ano, as Atas do Copom têm repetido um mesmo discurso de cautela e foco nos ganhos da estabilidade econômica no longo prazo. Sendo assim, nesse mandato do BC, não é muito diferente voltar a cortar a Selic no 1º semestre de 2008 ou já no final do ano. O importante é a instituição manter sua credibilidade, bem como as expectativas de inflação de longo prazo ancoradas. Acreditamos que, dentro de alguns meses, a volatilidade da inflação irá se reduzir e teremos os primeiros efeitos positivos do aumento da capacidade produtiva instalada,

gerados pelo grande crescimento dos investimentos que já vem ocorrendo desde o início de 2006.

O Relatório Fiscal de outubro do BC mostrou número mais forte do que o esperado para o superávit primário. O resultado do mês foi de R\$ 15 bilhões, levando o acumulado em 12 meses para R\$ 105,7 bilhões, equivalentes a 4,23% e, portanto, dentro da meta ajustada estipulada para o ano. Devido ao forte crescimento econômico, os números fiscais continuam fortes, mas o que incomoda é que o Governo não está aproveitando o aumento forte da arrecadação para aumentar o superávit, já que os gastos vêm aumentando também de forma igualmente expressiva. Lula, inclusive, afirmou durante o mês de novembro que não consegue mais governar sem aumentar gastos.

#### Atividade Econômica e Inflação

A Produção Industrial de outubro registrou crescimento de 10,3% na relação com o mesmo mês do ano anterior, a maior resultado desde agosto de 2004. A medição superou as expectativas, inclusive na relação mês a mês, que cresceu 2,8%, o melhor desempenho desde 2005. A média móvel trimestral, que havia caído a 0,2% em setembro, voltou a acelerar em outubro, passando a 1,2%, o melhor resultado desde junho de 2005. Mais uma vez, as categorias de bens de capital e bens duráveis foram o destaque e já acumulam crescimento em 12 meses de 16,9% e 7,4%, respectivamente.

Os resultados mais fortes na margem da produção industrial em outubro também puderam ser notados na medição de setembro das vendas no varejo. Os números do IBGE apontaram para expansão acelerada de 8,49% na atividade do setor em relação ao mesmo mês do ano anterior, com a média móvel trimestral acelerando para 1,06%. Em 12 meses, o comércio acumula crescimento de 8,92%, com destaque para os grupos de Materiais de Escritório/ Informática e Móveis/Eletrodomésticos, que acumulam crescimento de 24,3% e 14,9% nos últimos 12 meses, respectivamente.

Os números de inflação ao consumidor de novembro trouxeram surpresas negativas para o cenário corrente de preços, que havia melhorado bastante em setembro e outubro por conta da desaceleração de preços de alimentos, com destaque para o leite e seus derivados, e ainda outros grupos importantes, como Transportes e Artigos de Residência. O IPCA do mês registrou inflação de 0,38%, muito acima do esperado (+0,30%). Todo o mercado se surpreendeu com uma alta inesperada dos alimentos *in natura*, principalmente carnes, e também do álcool combustível. É provável que o movimento altista seja apenas pontual, com reversão no curto prazo. De qualquer forma, precisamos ficar atentos à medição da inflação oficial do IPCA em dezembro, visto que a dinâmica apresentada agora em novembro criou algumas incertezas para o cenário dos preços em 2008. É importante deixar claro que os níveis da inflação corrente e o da série de 12 meses (4,19%) ainda são relativamente confortáveis. Por outro lado, conforme dito anteriormente, precisamos acompanhar os sinais

emitidos pelos índices na margem para tentar antecipar uma possível mudança na tendência de longo prazo. Em relação aos IGP's da FGV, as medições continuaram altas, por conta dos preços agrícolas no atacado. O IGP-DI fechou novembro com inflação de 1,05%.

#### Setor Externo

A balança comercial fechou o mês de novembro com superávit de US\$ 2,03 bilhões, resultado abaixo das expectativas do mercado e cerca de US\$ 1,2 bilhão menor do que o resultado do mesmo mês de 2006 (US\$ 3,2 bilhões). Sendo assim, o superávit acumulado em 12 meses sofreu mais uma queda, passando de US\$ 42,6 bilhões para US\$ 41,4 bilhões. Apesar da desaceleração, o nível atual ainda é alto e a redução do superávit está muito relacionada ao aumento das importações, que é um movimento saudável, já que vem suprimindo parte da demanda aquecida por bens de consumo, bem como ajudando no aumento dos investimentos.

O BC divulgou o Relatório das Contas Externas referente a outubro. O resultado do mês mostrou déficit em conta corrente de US\$ 42 milhões, pior do que as expectativas. Em 12 meses, a conta corrente acumula ainda sólidos US\$ 7,3 bilhões de superávit, equivalentes a 0,6% do PIB, mas é preciso notar que os resultados positivos estão cada vez menores (por exemplo, tínhamos superávit de US\$ 15,5 bilhões em abril deste ano). Outro destaque do relatório foi o resultado do Investimento Estrangeiro Direito (IED). O IED acumulou US\$ 3,2 bilhões no mês, levando o acumulado no ano para US\$ 31,2 bilhões.

Depois de um recado duro no comunicado de sua última reunião de política monetária, quando falou em riscos de desaquecimento da atividade e também de pressão de inflação, o FOMC trouxe um discurso totalmente diferente na Ata referente ao mesmo encontro. No texto, Bernanke e sua equipe trazem novas previsões para o crescimento e inflação em 2008, ambas baixistas, mostrando que o Fed está muito mais preocupado com a desaceleração econômica do que com uma possível aceleração da inflação. Essa visão fez com que o mercado voltasse a apostar na continuidade do ciclo de cortes nos juros, inclusive em magnitude maior, já na reunião do próximo dia 11 de dezembro. As curvas de juros futuros nos EUA precificam um dissenso total em relação à decisão nesta reunião, com 55% das chances apontando para um corte de 0,25% e 45% apontando para redução de 0,50% nos *Fed Funds*.

Com exceção dos indicadores do mercado imobiliário, os dados da economia americana, principalmente os relativos ao mercado de trabalho, continuam apresentando sinais sólidos. No entanto, as incertezas sobre a saúde do consumidor geradas pela crise imobiliária, pela volatilidade do mercado financeiro e pela alta recente do petróleo dão base a novos cortes preventivos de juros. Ainda mais neste ambiente atual de inflação e expectativas em baixa. Por exemplo, em outubro, o PCE Core manteve-se dentro da zona de conforto do Fed, em 1,85%.

## Investimentos

### Renda Fixa e Câmbio

A incerteza no cenário externo aliada à piora de percepção em relação à inflação corrente levou a um aumento das taxas de juros projetadas nos mercados futuros, provocando, assim, queda de preços dos ativos pré-fixados.

Na reunião de dezembro o COPOM optou pela manutenção da taxa básica de juros em 11,25%. A decisão era esperada com unanimidade pelos agentes financeiros uma vez que os indicadores continuam demonstrando o aquecimento robusto da economia. Os índices de inflação permanecem deteriorando, surpreendendo negativamente com números superiores às expectativas.

Nas taxas futuras de juros, o *spread* entre o contrato com vencimento em janeiro de 2009 e o janeiro de 2010 permaneceu acentuando, atingindo o patamar recorde de 70bps de diferencial. O contrato com maior liquidez, com vencimento em janeiro de 2010, passou a projetar 12,13% de taxa a.a. ante 11,54% a.a. de outubro.

O mercado de títulos públicos permanece com baixíssima liquidez, tendo negociado somente no mercado primário lotes expressivos. O tesouro nacional reduziu o lote ofertado novamente devido à alta volatilidade dos mercados. No secundário praticamente não houve movimento relevante. A inflação implícita nos papéis com vencimento em 2010 atingiu a máxima projetando 4,60% em média de IPCA.

No mercado de câmbio, a despeito do fluxo positivo de dólares, o Real se desvalorizou no mês de Novembro devido ao movimento de redução de risco de investidores estrangeiros.

Para o próximo mês, acreditamos em estabilidade da taxa de câmbio devido à manutenção da cautela dos investidores estrangeiros frente às incertezas da economia americana e um menor fluxo de dólares provenientes dos IPO's no mercado acionário.

### Renda Variável

No mês de novembro, o cenário econômico mundial foi mais uma vez marcado pelos desdobramentos da crise do setor de hipotecas de alto risco nos EUA. Ajustes ocorridos nos balanços dos bancos com exposição a esse tipo de crédito, assim como o aumento da incerteza quanto aos possíveis impactos na cadeia de crédito e no crescimento econômico, fizeram com que as bolsas ao redor do mundo apresentassem quedas significativas no mês. O mercado de ações doméstico em novembro foi marcado pela volatilidade elevada e por uma forte saída de investidores estrangeiros ocorrida na Bovespa (R\$ -3,4 bilhões). O Ibovespa encerrou o mês com queda de 2,94%. Na nossa avaliação, a dinâmica do mercado interno continuará sendo positivamente afetada pelo crescimento econômico, aumento da renda disponível e expansão da base de crédito, permitindo a continuidade do

crescimento do lucro das empresas. No *front* externo, nosso cenário mais provável, de uma desaceleração dos EUA sendo compensada em parte pela robustez das economias emergentes, deve possibilitar que as *commodities*, de um modo geral, se mantenham em patamares historicamente elevados, ajudando as contas externas e beneficiando as empresas com exposição ao setor. Em termos de *valuation*, a bolsa brasileira, de forma agregada, ainda negocia com desconto em relação à média dos países emergentes. Acreditamos que o caminho para o grau de investimento em 2008 deve acelerar o processo de expansão de múltiplo da bolsa local, permitindo valorização adicional das ações.

O destaque do mercado ficou com o desempenho das ações da Petrobrás, com as PN's subindo 2,1% e as ON's 5,4%, em virtude da descoberta de reservas recuperáveis de petróleo leve e gás natural (entre 5 e 8 bilhões de barris) no campo de Tupi, localizado na Bacia de Santos. Apesar da magnitude do volume de reservas anunciadas (aproximadamente 50% das reservas provadas da Companhia), e do potencial da região como nova fronteira de exploração de petróleo no país, questões relacionadas à ingerência política na Companhia continuam a comprometer a qualidade da governança corporativa, assim como a implementação do crescimento de produção necessário para monetização do grande volume de reservas da companhia.

No setor de distribuição de combustíveis & petroquímico, a Ultrapar divulgou o resultado referente ao 3T07. Em linhas gerais, os números foram positivos, sobretudo no que diz respeito ao negócio de distribuição de combustíveis adquirido da Ipiranga, que sustentou a melhora de margem observada no 2T07, mesmo com despesas não recorrentes ocorridas no trimestre, sinalizando a continuidade do processo de melhora de eficiência operacional.

No setor de bancos, o BNDES e a Previ anunciaram os detalhes da oferta de ações do Banco do Brasil, com o objetivo de aumentar o *free float* do papel, caminhando para o nível mínimo de 25% exigido pelo Novo Mercado.

No setor siderúrgico, merece destaque a continuidade da estratégia de consolidação da Gerdau, que anunciou a compra da siderúrgica norte americana Quanex por US\$ 1,5 bilhões. A empresa é a segunda maior produtora de aços longos especiais da América do Norte.

No setor de autopeças, as perspectivas permanecem bastante favoráveis, evidenciadas pelo forte crescimento das vendas de automóveis e comerciais leves em novembro, com alta de 29% vs. nov/06. A Plascar, líder de mercado na industrialização e comercialização de peças relacionadas ao acabamento interno e externo de veículos automotores, vêm capturando o forte crescimento das vendas observado no setor, impulsionadas pelo aumento da renda disponível junto com o aumento do crédito na economia.

## PRINCIPAIS INDICADORES

	Dez/06	Jan/07	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov/07
Inflação - FIPE	1,04	0,66	0,33	0,11	0,33	0,36	0,55	0,27	0,07	0,24	0,08	0,47
Inflação - IGPM	0,32	0,50	0,27	0,34	0,04	0,04	0,26	0,28	0,98	1,29	1,05	0,69
IBRX (fech)	6,92	0,93	(2,65)	4,25	5,80	6,47	4,06	1,17	0,95	11,27	8,73	(2,77)
IBRX (med)	6,79	0,36	(2,32)	4,14	7,46	6,00	3,43	2,85	(1,09)	11,88	8,63	(2,03)
IBOVESPA (fech.)	6,06	0,38	(1,68)	4,36	6,88	6,77	4,06	(0,39)	0,84	10,67	8,02	(3,54)
IBOVESPA (méd.)	6,39	(0,57)	(1,44)	4,44	8,16	6,67	3,56	1,15	(1,24)	11,23	8,08	(2,94)
CDI	0,98	1,13	0,87	1,05	0,94	1,02	0,90	0,97	0,99	0,80	0,93	0,84
Poupança	0,65	0,72	0,57	0,69	0,63	0,67	0,60	0,65	0,65	0,54	0,61	0,56
Ouro	(3,87)	3,22	1,34	(1,54)	3,91	(5,48)	(3,41)	(2,59)	2,42	3,77	7,95	5,89
US\$ Comercial	(1,33)	(0,62)	(0,31)	(3,20)	(0,80)	(5,16)	(0,14)	(2,52)	4,50	(6,27)	(5,16)	2,28
US\$ Paralelo	0,00	2,17	(1,28)	(3,02)	(1,12)	(5,50)	0,21	0,95	1,42	(2,33)	(2,38)	(2,44)

---

### Departamento de Análise Econômica

Paulo Veiga	veiga@mercatto.net	21 3687.1521
Daniella Marques	daniella@mercatto.net	21 3687.1532
Gabriel Goulart Ferreira	gabriel@mercatto.net	21 3687.1540
Bernardo Dubeux	bernardo@mercatto.net	21 3687.1516

---

### Mercatto Gestão de Recursos

R. São José 40, 11º, Rio de Janeiro, RJ – 20010-020  
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

### Escritório Recife

R. Antonio Lumack do Monte 128, sl. 102  
Tel.: 81 3325.0826 Fax: 81 3325.0826

---

Os dados aqui exibidos foram obtidos de fontes não exclusivas. A Mercatto não se responsabiliza pela exatidão destes números. Este documento foi elaborado com o propósito exclusivamente informativo, não se caracterizando como oferta de compra ou de venda de ativos ou derivativos.