

Copom mantém juros estáveis em janeiro, mas sinaliza que Selic deverá subir em breve

A política anti-cíclica do Governo e aumento relevante de gastos de pessoal e custeio contribuíram para forte deterioração das contas públicas no ano passado

Destaques do mês

- Na 1ª reunião do ano, Copom mantém juros, mas sinaliza que ciclo de alta na Selic está próximo. Apesar da inflação mais forte na margem, acreditamos que o início do ajuste monetário se dará apenas no 2º trimestre;

- Resultado fiscal fecha 2009 com forte deterioração perante 2008. Há desafios relevantes para 2010, mas mantemos visão benigna em relação aos indicadores de solvência da dívida brasileira.

- Deterioração das condições de solvência da Grécia e de outros países europeus gera nova onda de aumento de aversão a risco nos mercados globais. Excesso de dívida e déficits fiscais elevados são problemas graves e de resolução complicada.

- PIB americano fecha o 4º trimestre com crescimento de 5,7%, mas influência principal para a expansão vem da recomposição não sustentável dos estoques. No geral, os números de atividade no país ainda são frágeis.

Cenário e Perspectivas

Já no final de janeiro, o Copom se reuniu pela 1ª vez em 2010. O consenso do mercado apontava para mais uma manutenção dos juros e, de fato, essa foi a decisão tomada. No entanto, as maiores expectativas giravam em torno do comunicado, que acabou realmente trazendo novidades. Depois de algumas reuniões apenas justificando a opção da manutenção de juros, o Copom mudou o comunicado e acabou sinalizando que o início do ciclo de altas de juros está mais próximo. Mesmo assim, em nossa opinião, a sinalização emitida não é de alta iminente na Selic.

O Copom não nos parece ter indicado que a reunião de março, a 2ª do ano, marcará o início do ciclo, apesar de a inflação corrente estar muito elevada (deverá permanecer assim ao longo do 1º trimestre) e das expectativas já mostrarem indícios perigosos de elevação. Por outro lado, os sinais recentes de atividade vêm mostrando alguma acomodação, movimento que, em nossa visão, continuará nos próximos meses. Além desses argumentos baseados no cenário econômico, ainda cabe observar que o comunicado da reunião de jan/2010 foi cópia da reunião de jan/2008. Na época, a Selic estava em 11,25%, estável há alguns meses, e o BC sinalizou a alta em janeiro, mas a taxa só subiu duas reuniões depois, em abril. A repetição do *statement* não é garantia de alta para abril, mas acreditamos que o BC não repetiu o comunicado por acaso. Neste sentido, reforçamos nossa impressão de que a reunião de janeiro serviu como sinalização do estado de vigilância do BC e não como garantia de alta para o próximo encontro.

O ano de 2009 marcou forte deterioração dos números fiscais do país. Os dados de dezembro mostraram que o Superávit Primário caiu de R\$ 118 bi em 2008 (4,1% do PIB) para R\$ 64,5 bi (2,06% do PIB) em 2009. O Déficit Nominal também aumentou bastante, passando de R\$ 44 bi (1,53% do PIB) em 2008 para R\$ 100 bi (3,2% do PIB) no ano passado. Parte relevante da deterioração esteve relacionada com a política fiscal anticíclica adotada, de forma correta, pelo Governo. A crise econômica impôs postura expansionista aos Governos em todo o mundo. Foi assim nos EUA, Europa, China e também no Brasil. As desonerações fiscais, como o caso do corte de IPI de automóveis, reduziram a arrecadação num 1º momento, mas ajudaram na recuperação da economia, o que já está se revertendo em mais arrecadação no presente. Além disso, esse tipo de renúncia fiscal tem caráter transitório. Por outro lado, o que preocupa

Crescimento econômico em 2010 deve gerar aumento relevante na arrecadação

O problema de solvência em alguns países europeus impõem rigoroso ajuste fiscal, que restringirá ainda mais o crescimento da região

mais é o excesso de gastos do Governo com despesas de pessoal e de custeio. Nos últimos anos, a máquina pública tem engordado e em 2009 o movimento foi intensificado. Segundo contas do Tesouro, a desoneração do IPI representou queda de R\$ 9 bi na arrecadação. Por outro lado, o aumento de gastos com pagamento de salários e encargos do funcionalismo foi de R\$ 21 bi. Outros R\$ 19 bi foram gastos com o aumento de despesas de Custeio e Capital. Os benefícios previdenciários também representaram um rombo adicional de R\$ 25 bi aos cofres públicos, fruto, principalmente, de um reajuste muito elevado do salário mínimo.

Em nossa visão, parte do aumento de gastos feita em 2009 não será repetida em 2010. Apesar de ser um ano eleitoral, o Governo vem mostrando alguns sinais de retomada da austeridade fiscal. Paralelamente, as ótimas perspectivas de crescimento para 2010 nos deixam confortáveis com uma projeção de aumento real da arrecadação perto de 10% para o ano. Sendo assim, apesar dos números muito ruins de 2009, não vemos riscos relevantes de deterioração do estado ainda confortável dos indicadores de solvência da dívida soberana do país. Acreditamos que a má condução fiscal traz riscos apenas para a política monetária em 2010. Uma renovação do aumento de gastos neste ano pode obrigar o Copom a ser mais austero no ajuste de juros, gerando mais volatilidade para a atividade econômica. Trata-se de um risco a ser mapeado e não um desdobramento provável em nossas projeções.

O mês de janeiro foi marcado pelo aumento da aversão a risco nos mercados mundiais. As incertezas crescentes em relação ao aperto monetário na China e os sinais ainda muito frágeis de recuperação do consumo e do mercado de trabalho nos EUA contribuíram para o aumento da volatilidade. No entanto, a principal notícia negativa veio da Europa. A crise financeira de 2008/2009 acelerou o processo de deterioração fiscal de alguns países da região. Como destaque, o grupo agora chamado de PIIGS, incluindo Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha. Os problemas mais graves parecem estar na Grécia e Portugal. A situação da Irlanda também é muito ruim, mas o Governo local foi rápido e já aprovou em 2009 um agressivo plano de redução do déficit fiscal. O principal destaque recente foi a Grécia. Com a relação dívida/PIB superior a 100% e déficit fiscal de 12% do PIB, o país precisa de ajuste nas contas públicas o mais rápido possível. O *Credit Default Swap* da dívida soberana chegou a bater 400 bps e o Governo parece pouco ágil para aprovar os pacotes fiscais necessários. O pouco que foi anunciado num plano curto e não muito ambicioso previa aumento de arrecadação via congelamento de salários e alta de preços de combustível. O resultado, até agora, é o pior possível. Diariamente, sindicatos de trabalhadores fazem greves e mais greves para protestar. As perspectivas muito ruins para o crescimento ficaram ainda piores, o que reduz a velocidade potencial do próprio ajuste fiscal.

Fica evidente que o problema grego é muito significativo localmente. Mas o que importa mais são as graves implicações da contaminação de uma possível moratória da Grécia para outros países e bancos pelo mundo, principalmente na própria Europa. A solução para essa crise dos PIIGS não é trivial e dificilmente o episódio terá desfecho no curto prazo. Com ajuda do BCE, o Banco Central da Zona do Euro, e de organismos internacionais, como o FMI, é possível que se resolva o problema de liquidez na Grécia, assim como em Portugal, evitando, portanto, a insolvência. No entanto, o problema estrutural de endividamento elevado na Europa, que impõe ajuste fiscal em diversos países, reforça outro problema estrutural na região, o da baixa perspectiva de crescimento ao longo dos próximos anos.

Entre os dados econômicos americanos divulgados em janeiro, o maior destaque ficou por conta do PIB do 4º trimestre. No período, a economia americana cresceu 5,7%, resultado acima das expectativas do mercado. Apesar do ótimo desempenho, é importante analisarmos os números abertos para entendermos a origem do crescimento. No trimestre, quase 70% da

O resultado do PIB americano no 4º trimestre mostra que ainda existem muitas restrições ao crescimento do consumo no país

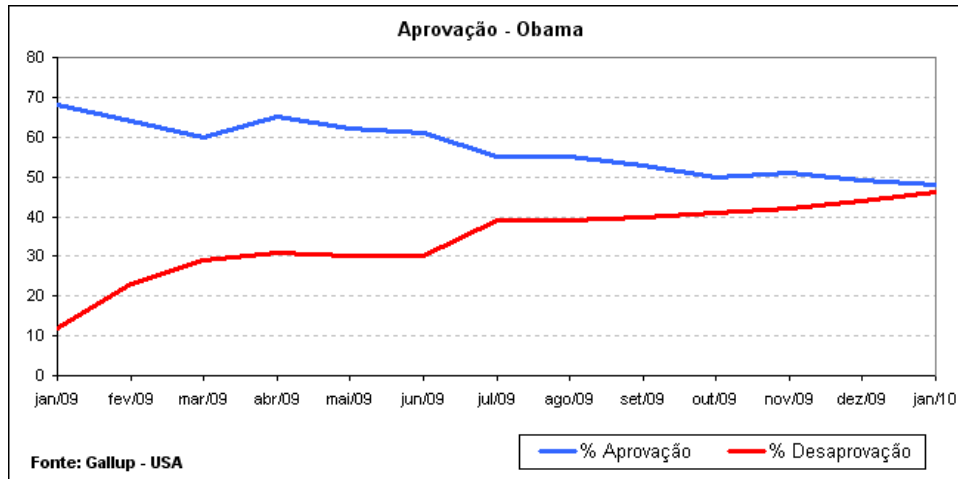
expansão veio do processo de recomposição de estoques, o que não representa nenhum problema no curto prazo, mas que não pode ser tomado como sustentável nos próximos trimestres. O ponto que merece destaque é a fraca performance do Consumo Agregado que cresceu apenas 2% no trimestre, assim como o Investimento Agregado. A grande questão em relação ao crescimento econômico americano não gira em torno dos impulsos pontuais, como os efeitos do programa *Cash for Clunkers* sobre o Consumo (3º tri) ou a recomposição maciça de estoques agora. O grande desafio da economia é crescer a um ritmo elevado e de forma sustentável. Nesse ponto, porém, nossa opinião é cautelosa. Continuamos acreditando que as restrições ao crescimento impostas pelas seqüelas da crise, principalmente as relacionadas ao potencial de crescimento do consumo no país, irão manter as perspectivas de expansão do PIB no país em nível razoavelmente abaixo dos patamares pré-crise.

Opinião Mercatto

Desafios políticos de Obama e suas implicações econômicas

Gabriel Goulart – Analista Econômico

Em janeiro de 2009, Barack Obama assumia a presidência dos EUA depois de vitória histórica nas urnas. A realidade econômica era muito ruim, apenas quatro meses depois do auge da crise, o evento Lehman Brothers. No entanto, Obama gozava de elevado cacife político: altíssima aprovação popular, maioria plena no Congresso e um grande voto de confiança da ampla maioria dos eleitores americanos e simpatizantes ao redor do mundo. Passado pouco mais de um ano, o quadro econômico vem mostrando apenas sinais muito discretos de melhora, enquanto a lua-de-mel política já terminou subitamente.

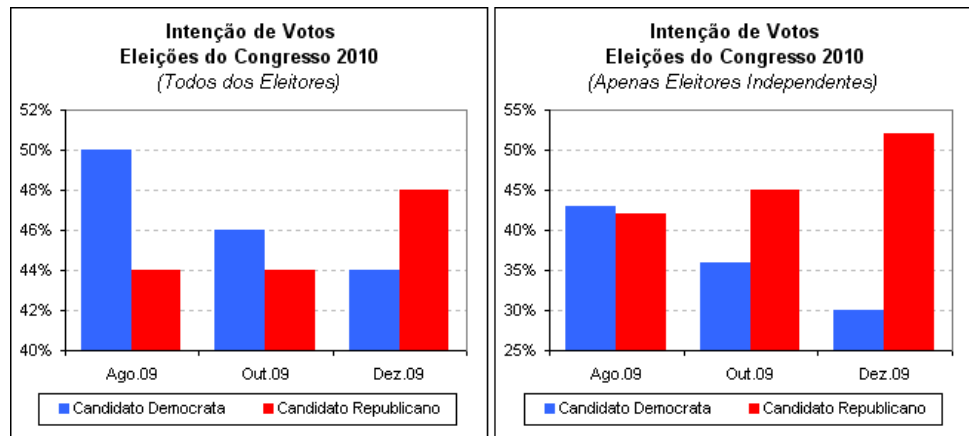


É sabido que o jogo de interesses e alianças políticas consiste em assunto muito complexo, cheio de reviravoltas e com implicações potenciais relevantes para o cenário econômico. Conforme a circunstância, a relevância para a economia pode ser menor ou maior mas, no caso atual, acreditamos que a turbulência política nos EUA, associada principalmente ao enfraquecimento da base aliada de Obama, pode trazer implicações nocivas importantes ao cenário econômico.

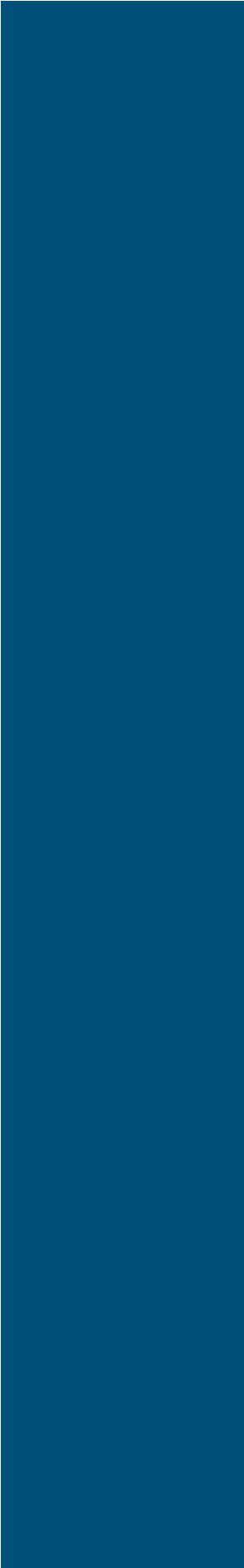
Obama foi eleito no calor da crise financeira, a maior desde 1929, e baseou parte importante de sua campanha na defesa, totalmente apropriada, de soluções para a crise. Além de necessidades pontuais para o combate à crise, o atual presidente ainda defendeu agenda econômica mais ampla, incluindo um necessário ajuste fiscal de longo prazo, bem como a

Reforma do Sistema de Saúde, que tem ligação direta com o próprio quadro fiscal de longo prazo. O ponto principal é justamente a necessidade de Reforma Fiscal, que acabou sendo ampliada devido à enorme montanha de dinheiro usada, de forma emergencial, para contenção da crise. Como em qualquer país, uma reforma fiscal passa por discussões polêmicas, principalmente as que dizem respeito ao aumento de tributação. Seja qual for o plano dos democratas, não há dúvidas que os republicanos irão apresentar resistência, assim como até alguns dissidentes democratas. Isso vale para as propostas anuais de orçamento e para uma eventual reforma fiscal futura.

Os problemas causados pelo enfraquecimento do cacife político não são apenas hipóteses. Ao longo do mês de janeiro, três episódios traduziram perfeitamente os desafios que o Governo Obama deverá enfrentar daqui para frente. O 1º episódio foi uma derrota emblemática nas urnas. O republicano Scott Brown venceu a disputa pela cadeira vaga do democrata Ted Kennedy, morto em 2008, no Senado, representando o estado de Massachusetts. A cadeira pertenceu a Ted Kennedy por mais de três décadas e, mais do que uma vitória republicana, a eleição de Scott Brown representou a perda da chamada super-maioria democrata no Senado. Daqui para frente serão 59 x 41 cadeiras, não suficiente para aprovações diretas de quaisquer assuntos postos em votação. Dias depois da derrota nas urnas, o Senado disse não à proposta da Reforma da Saúde de Obama, aprovada anteriormente junto aos deputados. Logo depois, o mercado acabou se assustando com a demora na aprovação de Ben Bernanke para seu 2º mandato à frente do Fed. Em nossa opinião, governos com articulação política fraca e/ou confusa, ainda mais quando suas decisões podem influenciar bastante o cenário econômico, representam riscos adicionais.



Nos EUA, infelizmente, esse quadro está se configurando. Além dos exemplos citados anteriormente, parece-nos importante alertar para outra tarefa de Obama que precisa ser concluída em prazo não muito longo, mas que já está sofrendo resistência. A crise trouxe também a necessidade de rediscussão de todo o escopo de Regulação e Supervisão das instituições financeiras nos EUA. Há alguns meses, Tim Geithner, secretário do Tesouro, e Ben Bernanke, vêm norteando a discussão com idéias pouco intervencionistas, mais voltados ao suporte dos bancos com liquidez abundante no curto prazo e sugestão de operação dos negócios com viés prudencial para o futuro. No mês passado, baseado nas idéias de outra corrente de pensamento, liderada pelo ex-presidente do Fed, Paul Volcker, Obama fez discurso à nação sugerindo algumas restrições muito polêmicas. A nova regulação das instituições financeiras poderá prever a proibição do *trading* de Tesouraria proprietária, além de extinção dos *hedge funds* e fundos de *private equity* sob comando dos bancos. O discurso de Obama não teve boa aceitação nos mercados, e acabou penalizando principalmente as ações dos



bancos. Independente da discussão ideológica sobre a proposta, vemos como grande problema nesse jogo de interesses justamente a falta de articulação intra-Governo: não apenas o enfraquecimento democrata diante da ascensão dos republicanos, mas também à falta de união da base governista.

Acreditamos que a desarticulação política, isoladamente, já é capaz de gerar comunicação ruim e propostas remendadas suficientes para causar incertezas e aumento de volatilidade, não só para os mercados, mas também para as perspectivas de sustentabilidade do processo de recuperação da economia. O cenário econômico para o EUA é frágil e os riscos de diversas naturezas continuam se acumulando.

Tabelas de Indicadores

Mercado Financeiro

	Fech.	jan/10	2009	2008
BOLSAS INTERNACIONAIS				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
S&P 500	1.074	-3,70%	18,89%	-38,49%
DOW JONES	10.067	-3,46%	14,71%	-33,84%
IASDAQ	2.147	-5,37%	36,16%	-40,54%
DAX (Alemanha)	5.609	-5,85%	16,60%	-40,37%
FTSE-100 (Inglaterra)	5.189	-4,14%	17,01%	-31,33%
CAC-50 (França)	3.739	-5,00%	16,21%	-42,68%
IPSA (Chile)	3.809	6,35%	60,28%	-22,13%
MEXBOL (México)	30.392	-5,38%	35,80%	-24,23%
MICEX (Rússia)	1.419	3,61%	129,11%	-67,20%
SHANGHAI (China)	3.135	-8,81%	63,97%	-65,38%
KOSPI (Coreia do Sul)	1.602	-4,77%	42,51%	-40,73%
MOEDAS				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
EURO	1,39	-3,20%	-0,77%	-4,24%
LIBRA	1,60	-1,14%	9,55%	-26,49%
IEHE	90,27	-2,96%	-0,41%	-18,89%
COMMODITIES				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
CRB	265,59	-6,28%	15,71%	-36,01%
OURO	1.080,85	-1,47%	22,54%	5,77%
PETRÓLEO (WTI)	72,89	-8,15%	77,94%	-53,53%
(EUA) JUROS/INFLAÇÃO				
	Taxa (%)	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Taxa (%)
FED FUNDS	0,25	0	0	0,25
U.S Treasury (2 anos)	0,82	-32	5	0,77
U.S Treasury (10 anos)	3,59	-25	137	2,21
U.S Treasury (30 anos)	4,49	-15	181	2,68
Inflação Imp. (10 anos)	2,32	-9	220	0,12

	Fech.	jan/10	2009	2008
BRASIL				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
BOLSA	65.402	-4,65%	74,17%	-41,22%
IBOVESPA	20.758	-4,22%	65,54%	-41,77%
CÂMBIO				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
USD/BRL	1,90	8,63%	-18,12%	30,03%
RISCO				
	Em Pts	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Em Pts
CDS (5 anos)	144	22	-156	301
JUROS				
	Taxa (%)	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Taxa (%)
DI JAN11	10,32	-18	-187	12,19
DI JAN12	11,70	-16	-59	12,29
BENCHMARKS				
		Rend.	Rend.	Rend.
CDI	-	0,66%	10,62%	12,37%
SELIC	-	0,66%	10,63%	12,47%

Indicadores Macroeconômicos

	jan/10	dez/09	nov/09	out/09	set/09	ago/09	jul/09	12m	2008
BRASIL									
Produção Industrial	-	18,9%	5,2%	-3,1%	-7,6%	-7,1%	-10,0%	-7,41%	3,10%
IUCI - CNI	-	-	81,4%	81,1%	80,1%	80,3%	79,9%	-	79,4%
Vendas no Varejo	-	-	8,7%	8,6%	5,1%	4,7%	6,0%	5,3%	9,1%
Taxa de Desemprego	-	3,9%	4,2%	4,3%	4,4%	4,6%	4,5%	8,1%	7,9%
Balança Comercial (US\$ bi)	-166	1.435	615	1.328	1.330	3.074	2.928	24.803	24.834
Reservas (US\$ bi)	241.407	239.054	238.000	232.920	224.213	219.054	211.871	-	206.806
Superávit Primário (% PIB)	-	2,1%	1,4%	1,0%	1,1%	8,0%	1,7%	2,1%	4,1%
Relação Dívida/PIB (%)	-	42,96%	43,13%	43,55%	44,98%	43,97%	44,04%	-	36,00%
IPCA	-	0,37%	0,41%	0,28%	0,24%	0,15%	0,24%	4,31%	5,90%
IPCA-15	0,52%	0,38%	0,44%	0,18%	0,19%	0,23%	0,22%	4,31%	6,10%
IIPC	-	0,24%	0,37%	0,24%	0,16%	0,08%	0,23%	4,11%	6,48%
IGP-M	0,63%	-0,26%	0,10%	0,05%	0,42%	-0,36%	-0,43%	-0,66%	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

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.