

BC decide elevar os recolhimentos compulsórios, mas não dá indicações sobre a trajetória da Selic no curto prazo

Inflação alta surpreende negativamente, mas sinais de acomodação da atividade mantém mercado dividido em relação aos próximos passos do Copom

Destaques do mês

- BC anuncia elevação do compulsório bancário, mas não dá pistas sobre a eventual influência da mudança na decisão sobre o nível da Selic.
- Inflação acelera na margem e provoca ajuste relevante nas expectativas. Previsão do mercado para o IPCA 2010 se aproxima de 5%.
- Dados de atividade econômica mostram alguns sinais de acomodação, com destaque para o NUCI da FGV, que registrou estabilidade pelo 3º mês consecutivo.
- Fed eleva a taxa de redesconto e faz questão de deixar claro que decisão não representa qualquer sinalização de antecipação de altas nos juros básicos.
- Autoridades da França e Alemanha sinalizam disposição em ajudar a Grécia em caso de dificuldades, mas deixam claro que ajuste fiscal é imprescindível para resolver os problemas do país no longo prazo.

Cenário e Perspectivas

Não houve nenhuma reunião do Copom no mês de fevereiro, mas o mês foi marcado por muitas discussões sobre a condução da política monetária, seja na imprensa, entre os analistas e até mesmo no Governo. Há consenso sobre a necessidade de um ajuste na Selic ao longo de 2010. A grande questão é quando começa esse ciclo de alta e qual será sua magnitude. Para esquentar as discussões sobre o tema, o Banco Central anunciou já no fim de fevereiro mudanças nas alíquotas dos recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista e a prazo. Segundo o próprio comunicado oficial do BC, a decisão teve motivação prudencial, buscando manter o sistema sólido. O objetivo era retirar o excesso de liquidez do sistema bancário, revertendo cerca de 70% da injeção de recursos que somou quase R\$ 100 bilhões logo após o estouro da crise de 2008.

Mesmo com explicações claras sobre a decisão, o anúncio da elevação do compulsório gerou variadas interpretações sobre o grau de interação desta mudança com possíveis alterações no nível dos juros básicos. Parte dos analistas interpretou a alta do compulsório como uma sinalização de preocupação do Banco Central com o excesso de crescimento, logo, uma indicação de ajuste iminente na Selic, já na próxima reunião de março. Outra corrente de interpretação, onde nos incluímos, viu a decisão do BC com grau elevado de independência em relação à decisão sobre a Selic. É fato que o compulsório consiste em um instrumento complementar à política monetária, no entanto, não há como vincular a alta no compulsório com uma certeza de alta nos juros básicos já em março. Na nossa visão, a normalização do nível do recolhimento compulsório pode dar até algum conforto ao BC para avaliar o cenário econômico com mais tempo e de forma mais fundamentada ao longo dos próximos 2 meses.

Grande parte das interpretações mais alarmistas do mercado sobre a alta dos compulsórios, e sua ligação com o início iminente do ciclo de aperto na Selic, está relacionada aos números realmente muito “salgados” da inflação nos últimos meses, principalmente fevereiro. O IPCA-15 do mês ficou em 0,94%, puxado por fatores sazonais, como alimentação (excesso de chuvas) e educação (reajuste de cursos), mas também por alguns preços intimamente relacionados à demanda. É normal que a inflação nos 2 primeiros meses do ano sofra com essas pressões sazonais, mas o que assustou foi a alta muito forte dos núcleos de inflação e do índice de serviços. Como reação às surpresas com os últimos dados de inflação, o mercado elevou de

*Fed sobe taxa de
redesconto, mas
garante que Fed Funds
se manterão baixos por
tempo prolongado*

forma sensível à previsão para o IPCA no fechamento de 2010. O relatório Focus fechou o mês apontando alta do IPCA de quase 5% em 2010, muito acima da meta e da média dos últimos meses (ambos 4,5%).

Não negligenciamos a aceleração recente da inflação. A disparada dos preços realmente reduz as chances de concretização do nosso cenário de alta na Selic somente a partir de abril. No entanto, o mês de fevereiro também trouxe sinais positivos para o cenário prospectivo de inflação. Alguns indicadores de atividade bastante importantes mostraram acomodação. Nos 3 últimos meses, a produção industrial apresentou 2 retrações, fazendo com que a média móvel trimestral caísse para perto de 0%. O último dado de vendas no varejo, sempre bastante volátil, também mostrou retração. E ainda vale destacar a medição de fevereiro do NUCI da FGV, que apresentou estabilidade pelo 3º mês consecutivo. Na nossa visão, os dados recentes de atividade não são totalmente conclusivos. Há forte volatilidade nos indicadores e os movimentos exagerados durante a crise acabaram gerando algumas distorções nos modelos de ajuste sazonal. De qualquer forma, depois de longo período de números muito fortes, os meses recentes trouxeram sinais diferentes, mais fracos. Nesse sentido, acreditamos no processo de acomodação em curso.

Nos EUA, o principal destaque das últimas semanas foi a elevação da taxa de desconto, anunciada pelo Fed dia 18 de fevereiro. Num primeiro momento, a decisão gerou algum efeito sobre as expectativas do mercado em relação a uma possível antecipação de alta nos Fed Funds, os juros básicos americanos. No entanto, membros do Fed se esforçaram em deixar claro que a alta no desconto, que passou de 0,25% para 0,75%, tinha como objetivo apenas ser um primeiro passo para normalizar o spread histórico de 100 bps entre o desconto e o Fed Funds. Durante a fase mais aguda da crise, o spread caiu para apenas 25 bps, numa reação do Fed ao congelamento do mercado interbancário. Felizmente, mais de um ano depois, o sistema bancário já está mais próximo da normalidade e o Fed demonstra conforto para retirar os estímulos emergenciais.

Para reforçar a sinalização de juros baixos por tempo prolongado, independentemente da elevação da taxa de desconto, o presidente do Fed, Ben Bernanke, usou sua prestação semestral de contas ao Congresso americano para mostrar, novamente, que a autoridade monetária continua vendo sinais apenas fracos de recuperação econômica, ao mesmo tempo em que a inflação mantém-se controlada. Em nossa opinião, o discurso de Bernanke serviu como mais uma forte indicação de que a economia americana enfrentará restrições relevantes ao crescimento ainda por alguns anos.

Na Europa, a situação fiscal da Grécia continuou como principal destaque do cenário econômico. A combinação de déficit fiscal elevado (12% do PIB), com endividamento superior a 100% do PIB e perspectiva de crescimento fraco para os próximos anos elevou o risco percebido pelos investidores em relação ao país, com contágio para outras nações europeias e emergentes. Devido à intensificação das incertezas, membros dos Governos da França e Alemanha declaram que a União Europeia está disposta a ajudar a Grécia com recursos para mantê-la solvente em caso de necessidade. O suporte ajudou a melhorar a percepção de risco sobre a Grécia, mas ainda está claro que a situação do país é bastante complicada. Uma eventual ajuda dos países da zona do euro ou até mesmo do FMI à Grécia terá como contrapartida um imprescindível ajuste fiscal, o que é bom para as contas públicas, mas agrava as restrições ao crescimento do país e de toda a região.

*União Européia deverá
atuar como
emprestadora de última
instância para a Grécia
em caso de
necessidade, mas exige
ajuste fiscal rigoroso*

Opinião Mercatto

Quando, por que e como investir em Ações

Alexandre Marinho – Analista de Risco



Fonte: Daily Mail

Uma das dúvidas mais frequentes dos investidores é identificar quais são os momentos propícios para comprar ações. Tal assunto aparenta ser complexo e certamente depende de variáveis financeiras, econômicas e políticas. Todavia, a observância de alguns fatores relativamente simples pode, e muito, ajudá-los a tomar sua decisão.

Precisamos primeiro entender o processo de formação de preços de ativos como, por exemplo, as ações. O valor de um ativo é função de sua performance esperada (o retorno requerido por investidores) vis-à-vis a ocorrência de notícias e/ou eventos inesperados (as chamadas surpresas), que não estão incorporados no valor dos ativos, até o momento de sua ocorrência. Por exemplo, o atentado ao World Trade Center ocorrido em 11 de setembro de 2001, que obviamente não tinha sido previsto, deteriorou as expectativas de lucro das empresas e fez com que houvesse queda expressiva no valor de suas ações. Se o atentado fosse de antemão conhecido, nada disso teria acontecido, pois os preços dos ativos já estariam ajustados para este evento, e nenhum investidor teria adquirido ações nos pregões anteriores por preços mais altos se já soubesse que o atentado ocorreria na data em questão.

Outro ponto importante é compreender a motivação psicológica que inúmeras vezes embasa a decisão do investidor de comprar ações. Identificamos três linhas de pensamento que em várias situações se constituem nas forças motrizes da decisão de alocação do investidor:

- “Vou aumentar a minha exposição em ações porque os preços caíram demais”;
- “Vou aumentar a minha alocação em ações porque os preços de ações estão subindo, o que mostra o início de uma tendência de alta de preços”;
- “Vou comprar ações porque a situação econômica vigente está forte”.

Os argumentos (a) e (b) contradizem a teoria da formação de preços acima descrita, pois esta parte do pressuposto que eventos do passado já foram incorporados ao valor das ações, sendo irrelevantes para a determinação de seu retorno esperado. Por exemplo, se a performance recente da Bolsa foi positiva, provavelmente o cenário melhorou (houve alguma surpresa

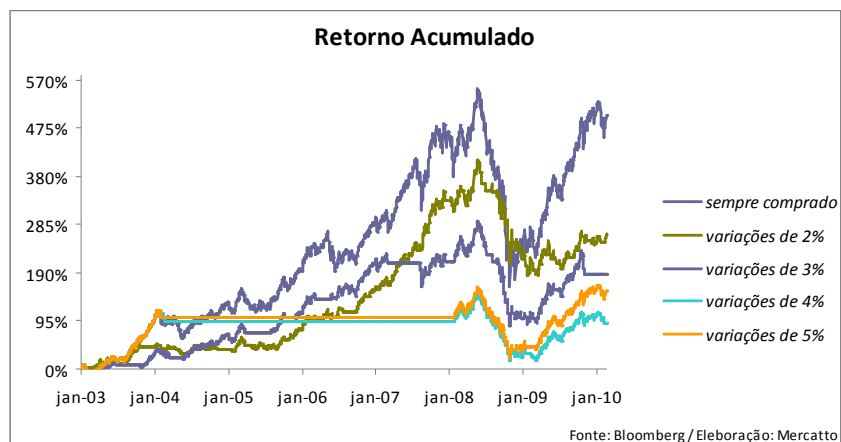
benéfica no passado), porém a partir de agora as chances de o cenário melhorar ainda mais (novas surpresas positivas) são as mesmas dele piorar (surpresas negativas), pois necessariamente a expectativa da resultante do somatório dos efeitos das surpresas futuras é zero (ou não seriam surpresas e já estariam incorporadas aos preços dos ativos!).

O argumento (c) é falho porque o cenário atual (a economia está bem) e nossa expectativa para o cenário de amanhã já estão precificados nos ativos. Qualquer surpresa negativa fará com que as ações caiam imediatamente. Da mesma forma, se o cenário vigente é “péssimo” e muda para “ruim”, há uma probabilidade elevadíssima que as ações se valorizem, pois houve uma surpresa positiva em relação às expectativas, ainda que a situação presente não seja boa.

Os argumentos supracitados estão intrinsecamente relacionados ao market timing, que é a tentativa de se acertar a hora exata de aumentar ou reduzir a exposição em determinada classe de ativos. Para ilustrar a dificuldade (e, porque não, a ineficácia) da aplicação de tal *modus operandi* no que concerne à gestão de um portfólio de ações, fizemos um exercício extremamente simples.

Considere um indivíduo cuja carteira de ações replique integralmente o Ibovespa. De janeiro de 2003 até 19 de fevereiro de 2010 (data da confecção deste estudo), o investidor que manteve sua carteira sem jamais tê-la vendido auferiu um ganho de 499,27%. Agora, consideremos outros indivíduos que tentaram identificar tendências de alta e de baixa para “otimizar” seus lucros e estabeleceram a seguinte regra: para movimentos do Ibovespa maiores (em módulo) que determinada variação, deveriam vender toda a carteira ou recomprá-la integralmente, no dia seguinte, e permanecer zerados ou comprados até que nova inversão de sinal com módulo maior ou igual ao seu valor limite acontecessem. Por exemplo, suponhamos que a variação limite de um determinado investidor fosse 3%, em módulo. Quaisquer quedas diárias de magnitude superior a tal valor necessariamente implicariam na zeragem da carteira, ao fim do pregão. O investidor permaneceria sem exposição em ações até que uma alta diária do Ibovespa maior ou igual a 3% fosse observada, quando então recompraria suas ações, e permaneceria investido até que um eventual movimento de queda maior ou igual a 3% fosse novamente verificado.

O gráfico abaixo mostra o retorno obtido por investidores sensíveis a variações de 2%, 3%, 4% e 5%. É válido ressaltar que os custos de transação não foram computados nesse exercício, o que obviamente diminuiria o retorno dos investidores e penalizaria mais intensamente aqueles que se movimentaram mais. Percebe-se que a tentativa de “surfar as tendências” culminou em retornos significativamente menores que o obtido pelo investidor que não se mexeu.



A performance esperada de ações é maior do que a de ativos de renda fixa, em função do prêmio exigido por investidores para absorver seu risco adicional. Como o valor das ações depende de fatores variáveis ao longo do tempo como, por exemplo, o lucro das empresas, elas integram uma classe de investimentos mais arriscados que a renda fixa, cujos retornos são fixos ou pré-determinados, no caso de títulos pré-fixados. Além disso, as oscilações de preços de ações são muito mais afetadas, no curto prazo, pelas surpresas do que por sua performance esperada. No longo prazo, porém, como a quantidade de surpresas negativas tende a ser próxima da quantidade de surpresas positivas, a performance esperada passa a ser a variável dominante. As perspectivas de longo prazo para o Brasil são amplamente favoráveis para ativos de renda variável. Sabemos que o valor presente de uma ação é função dos fluxos futuros esperados da empresa, descontados a uma taxa que reflita as expectativas do mercado relacionadas à própria firma, ao setor da economia onde tal firma encontra-se inserida e também à conjuntura projetada para o país como um todo. Nosso país vem se mantendo como destaque no cenário mundial por conta do elevado potencial de crescimento, baseado em fundamentos econômicos cada vez mais sólidos que respaldam nosso otimismo.

O investidor em ações que necessita dispor de seus recursos no curto prazo corre o risco de resgatá-los em um nível bem abaixo do valor investido, caso ocorram surpresas negativas. Esta incerteza leva investidores de curto prazo a requererem um retorno adicional para investir em ações, ou simplesmente optarem pela renda fixa, pois eles preferem abrir mão do maior retorno esperado de ações para não correrem o risco de, no momento do resgate, os valores investidos estarem abaixo de sua necessidade de caixa. Podemos dizer que “risco” é uma medida relativa que varia de investidor para investidor, em função de suas características individuais. Mais especificamente, o risco está associado ao horizonte de investimento de cada indivíduo.

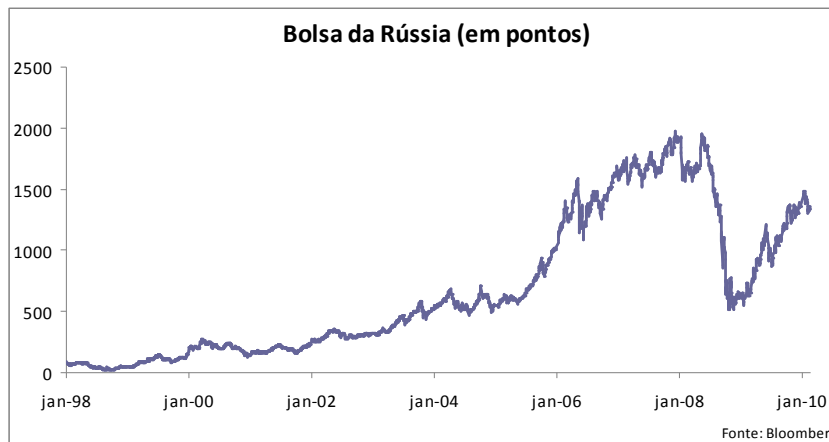
Bem, já sabemos que a decisão de alocação em renda variável ou fixa depende do horizonte de investimento de cada indivíduo. Vimos também que a tentativa de maximização de lucros por intermédio da adoção de uma estratégia de market timing é ineficaz e custosa para carteiras de ações. O investidor de longo prazo pode nesse ponto estar se perguntando: “então a melhor coisa que posso fazer é replicar o Ibovespa, me segurar na poltrona e colher os louros da glória no futuro?”

A resposta é não. O Ibovespa não reflete de maneira fidedigna a representatividade dos setores que constituem a economia brasileira. Encontramos sim, valor em diversas ações que o compõem, mas existe um universo imenso de empresas que se beneficiarão substancialmente do crescimento econômico que projetamos nos próximos anos que não fazem parte do Ibovespa. Essas são as empresas das quais desejamos ser sócios. Nesse caso, como o investidor deve selecionar seus investimentos em renda variável?

Em 13 de janeiro desse ano, foi publicada uma reportagem que, indubitavelmente, causou embaraço em boa parte da comunidade financeira (principalmente a russa).^{*} Lusha, uma chimpanzé fêmea, selecionou oito ações de um universo de trinta possíveis. Resultado: sua carteira teve desempenho melhor que 94% dos fundos de investimento do país, com valorização de 300%! “Ora, então o sucesso no investimento em ações é única e exclusivamente obra do acaso. É um jogo de azar e pronto”. Discordamos pelas razões abaixo.

A bolsa da Rússia, na crise ocorrida em 2008, saiu de quase 1.953 pontos (em maio) para próximo de 619 pontos (em dezembro), uma desvalorização de 69,3%. Em 2009, houve valorização de 121%. A exacerbada destruição de valor ocorrida durante a crise “facilitou”

sobremaneira o trabalho do acaso: a probabilidade de selecionar randomicamente um portfólio de oito ações e obter ganhos estratosféricos era enorme, pois a base de partida (valor das ações) era muito baixa, o mesmo de quatro anos antes. Condições desse tipo não são comuns, e num ambiente estável de crescimento sustentado, a identificação das empresas cujas ações embutem oportunidades de ganhos acima da média exige estudo, dedicação e experiência.



Acreditamos, por isso, que o melhor veículo para o investidor de longo prazo participar do mercado acionário sejam os fundos de ações. Existe um seleto grupo de gestores, do qual a Mercatto faz parte, que consistentemente apresenta desempenho superior ao Ibovespa. O Mercatto Estratégia, desde seu início, apresenta rentabilidade acumulada de 2.188%, contra 678% do Ibovespa. O Mercatto Gestão Fundamentalista, 923% contra 448%.

Um bom fundo de ações não é uma caixa preta, não se baseia em quiromancia ou qualquer outra arte de adivinhação, não espera rentabilizar seus cotistas brincando na gangorra da sorte ou simplesmente deixando o tempo passar, apenas desejando ser congratulado pela benevolência da Deusa Fortuna. É reflexo de uma filosofia de gestão e traduz em sua composição os pensamentos e idéias gerados no dia-a-dia. São as pessoas que tomam as decisões que fazem a diferença. Por isso, busque conhecer seus gestores, entender sua filosofia, conhecer um pouco mais de sua motivação. Tenha certeza de estar alinhado com o prazo do investimento e lembre-se: o risco de curto prazo em ações é estar investido e, o de longo prazo, é não estar.

* <http://www.dailymail.co.uk/news/worldnews/article-1242575/Lusha-monkey-outperforms-94-Russia-bankers-investment-portfolio.html>

Tabelas de Indicadores

Mercado Financeiro

	Fech.	fev/10	2010	2009
BOLSAS INTERNACIONAIS				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
S&P 500	1.104	2,85%	-0,95%	23,45%
DOW JONES	10.325	2,56%	-0,99%	18,82%
NASDAQ	2.238	4,23%	-1,36%	43,89%
DAX (Alemanha)	5.598	-0,18%	-6,03%	23,85%
FTSE-100 (Inglaterra)	5.355	3,20%	-1,08%	22,07%
CAC-50 (França)	3.709	-0,82%	-5,78%	22,32%
IPSA (Chile)	3.827	0,49%	6,87%	50,71%
MEXBOL (México)	31.635	4,09%	-1,51%	43,52%
MICEX (Rússia)	1.333	-6,11%	-2,73%	121,14%
SHANGHAI (China)	3.200	2,08%	-6,91%	79,80%
KOSPI (Coreia do Sul)	1.595	-0,49%	-5,24%	49,65%
MOEDAS				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
EURO	1,36	-1,67%	-4,82%	2,51%
LIBRA	1,52	-4,68%	-5,76%	10,81%
IENE	88,97	-1,44%	-4,35%	2,63%
COMMODITIES				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
CRB	274,77	3,46%	-3,04%	23,46%
OURO	1.117,60	3,40%	1,88%	24,36%
PETRÓLEO (WTI)	79,66	9,29%	-8,15%	77,94%
(EUA) JUROS/INFLAÇÃO				
	Taxa (%)	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Taxa (%)
FED FUNDS	0,25	0	0	0,25
U.S Treasury (2 anos)	0,82	0	-32	1,14
U.S Treasury (10 anos)	3,61	3	-23	3,84
U.S Treasury (30 anos)	4,56	7	-8	4,64
Inflação Imp. (10 anos)	2,16	-16	-25	2,41

	Fech.	fev/10	2010	2009
BRASIL				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
BOLSA				
IBOVESPA	66.503	1,68%	-3,04%	82,66%
IBRX-100	20.994	1,14%	-3,13%	72,83%
CÂMBIO				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
USD/BRL	1,81	-4,61%	3,62%	-24,63%
RISCO				
	Em Pts	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Em Pts
CDS (5 anos)	130	-14	8	123
JUROS				
	Taxa (%)	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Taxa (%)
DI JAN11	10,48	16	-2	10,50
DI JAN12	11,64	-6	-22	11,86
BENCHMARKS				
		Rend.	Rend.	Rend.
CDI	-	0,59%	1,25%	9,90%
SELIC	-	0,59%	1,26%	9,91%

Indicadores Macroeconômicos

	fev/10	jan/10	dez/09	nov/09	out/09	set/09	ago/09	12m	2009
BRASIL									
Produção Industrial	-	16,0%	19,0%	5,3%	-3,1%	-7,6%	-7,1%	-5,04%	-7,39%
NUCI - CNI	-	-	81,7%	81,3%	81,1%	80,1%	80,3%	-	81,7%
Vendas no Varejo	-	-	9,1%	8,6%	8,6%	5,1%	4,7%	5,9%	5,9%
Taxa de Desemprego	-	4,1%	3,9%	4,2%	4,3%	4,4%	4,6%	8,0%	8,1%
Balança Comercial (US\$ bi)	394	-166	1.435	615	1.328	1.330	3.074	23.430	24.451
Reservas (US\$ bi)	241.289	240.823	239.054	238.000	232.920	224.213	219.054	-	239.054
Superávit Primário (% PIB)	-	2,3%	2,1%	1,4%	1,0%	8,0%	1,5%	2,3%	2,1%
Relação Dívida/PIB (%)	-	41,69%	42,91%	43,09%	43,55%	44,98%	43,97%	-	42,91%
IPCA	-	0,75%	0,37%	0,41%	0,28%	0,24%	0,15%	4,59%	4,31%
IPCA-15	0,94%	0,52%	0,38%	0,44%	0,18%	0,19%	0,23%	4,63%	4,19%
INPC	-	0,88%	0,24%	0,37%	0,24%	0,16%	0,08%	4,36%	4,11%
IGP-M	1,18%	0,63%	-0,26%	0,10%	0,05%	0,42%	-0,36%	0,26%	-1,71%

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.