

*Copom mantém Selic estável na reunião de março, mas já sinaliza alta para a próxima reunião do fim de abril*

*Deterioração adicional das expectativas de inflação pode ser um dos motivadores para que o Copom inicie o ciclo de alta na Selic com alta de 0,75%*

### **Destaques do mês**

- Copom mantém Selic em 8,75%, mas já deixa claro que os juros irão subir em abril;
- Relatório de Inflação mostra BC preocupado com excessos da atividade econômica, pressão dos índices de preços e alta relevante das expectativas de inflação;
- FOMC vê recuperação gradual da economia, mas sem qualquer pressão inflacionária relevante. Juros deverão permanecer baixos por período prolongado;
- Núcleo da inflação americana cai para 1,3%. Confiança na Indústria e Mercado de Trabalho mostram sinais mais relevantes de recuperação;
- Membros da zona do euro e FMI chegam a acordo para liberar ajuda de €20 bilhões para a Grécia

### **Cenário e Perspectivas**

Havia grande expectativa em relação ao resultado da reunião de março do Copom. O mercado estava bastante dividido entre aposta de alta de 0,5% na Selic e manutenção da taxa em 8,75%. Acreditávamos na postergação do início do ciclo de aperto monetário, o que de fato se concretizou. O Comitê decidiu, por 5 votos a 3, pela manutenção da Selic, mas já sinalizou no próprio *statement*, documento que acompanha o anúncio da decisão, que a alta de abril está praticamente garantida.

Uma semana depois da reunião, o BC divulgou a ata do encontro. O documento mostrou que houve consenso sobre a necessidade de alta nos juros, mas a maioria dos membros optou por esperar mais um pouco para iniciar o processo de aperto. O argumento para tal adiamento está relacionado com as incertezas em relação aos efeitos do aperto, feito em fevereiro, do compulsório bancário. De qualquer maneira, o adiamento causou um pouco de mal-estar nos mercados, já que a avaliação do BC deixou claro que a alta é inevitável.

As respostas mais consistentes para justificar o adiamento, contudo, só vieram depois da divulgação do Relatório Trimestral de Inflação, já no último dia de março. O BC afirmou que decidiu adiar o início do aperto monetário, porque julgou mais correto se ater aos comunicados recentes. Em janeiro, o *statement* da reunião daquele mês sinalizou alta apenas para abril. Apesar da mudança no cenário, principalmente no que diz respeito à alta relevante nas expectativas de inflação, o BC decidiu manter a ação coerente com a sinalização. Além disso, o adiamento teve outro argumento, estritamente técnico. O modelo de inflação do BC, baseado no cenário de mercado, apontou para IPCA 2011 fechando o ano com alta de 4,4%, portanto, no centro da meta. Mesmo com a inflação corrente elevada e contaminação das expectativas, o modelo do BC continuou apontando para inflação na meta em 2011.

Em nossa visão, a decisão de março realmente era complicada, mas o BC não foi incoerente ao adiar a alta de juros. A alta virá em abril e o passo inicial ainda está em aberto. A maior probabilidade é para uma alta de 0,5%, mas um passo maior, 0,75%, ainda não está descartado. O próprio Copom sinalizou no *statement*, que, em caso de necessidade, o Comitê estará pronto para adequar o ritmo de aperto ao cenário. A atividade econômica continua mostrando alguns sinais muito robustos e o próprio BC fez essa avaliação no Relatório de Inflação. O resultado do PIB no 4º trimestre (+2%) e a possibilidade de expansão similar no 1º trimestre de 2010 mostram essa força da atividade doméstica. Paralelamente, a inflação

**Atividade econômica  
forte aumenta os riscos  
inflacionários para 2011**

continua sem apresentar sinais consistentes de desaceleração, tanto no IPCA, quanto nos IGP's. Com a inflação corrente elevada, as expectativas continuam bastante pressionadas. O mercado vem elevando até as previsões para o IPCA 2011. Nesse contexto, ainda atribuímos risco relevante de aperto monetário mais intenso – passos de 0,75% – a partir de abril.

Nos EUA, o mês de março foi marcado por números positivos de atividade econômica. Os principais destaques foram o relatório de emprego, que mostrou criação de 162 mil postos de trabalho no mês, o melhor resultado desde 2007, e o indicador da Confiança Industrial – ISM – que subiu para perto dos 60 pontos. Antes disso, o FOMC, Comitê de Política Monetária do BC americano, se reuniu para decidir sobre os juros básicos, e, mais uma vez, optou pela manutenção da taxa no intervalo entre 0% e 0,25%. Bernanke e sua equipe não apenas mantiveram a taxa, mas reforçam a sinalização de que ela permanecerá baixa por tempo prolongado. Para o FOMC, a atividade econômica continua em modo de melhora gradual, mas sem apresentar pressões inflacionárias, uma combinação que permite a permanência dos juros perto de zero. Atividade melhor e custo de oportunidade nulo formam uma combinação de ouro para os mercados, que continuaram um movimento forte de alta ao longo do mês. O S&P 500, por exemplo, acumulou alta de quase 6% em março.

No lado da inflação nos EUA, vale um destaque para o resultado da inflação ao consumidor (CPI) no mês. O núcleo do CPI caiu para 1,3% no acumulado de 12 meses findos em fevereiro. Trata-se do menor nível desde 2004. O nível da inflação continua muito baixo e podemos destacar alguns grupos de preços com performance ainda mais fraca. O núcleo da inflação de serviços acumula alta de 0,3% em 12 meses. A inflação de aluguéis, vilã em 2002 e 2007, também acumula 0,3% de alta em 12 meses. O nível muito baixo da inflação dá ao Fed bastante conforto para manter os juros baixos, estimulando ao máximo a atividade econômica, que vem mostrando sinais de melhora, mas ainda está longe do patamar pré-crise.

Na Europa, depois de muitas discussões e impasses causados por interesses políticos, destaque para definição do pacote de ajuda à Grécia. Os países membros da zona do euro e o FMI irão garantir cerca de €20 bilhões para uso do governo grego em caso de necessidade. O país tem um fluxo de vencimento de dívida soberana ligeiramente superior a €20 bilhões ainda neste 1º semestre, equivalente a 11% do PIB, e esses recursos da ajuda combinada – FMI e zona do euro – têm a função de ajudar no pagamento das obrigações de curto prazo. Acreditamos que o pacote de ajuda tenha importância vital para a redução das incertezas de liquidez relativas à Grécia, mas não é a solução definitiva para o país. Existe um grande gargalo para o fluxo de vencimentos do país neste 1º semestre e os recursos extras do pacote podem apenas ajudar a equilibrar um pouco a pressão sobre as rolagens de curto prazo. Por outro lado, mantemos nossa visão cautelosa em relação ao quadro estrutural de excesso de endividamento na Grécia. A relação Dívida/PIB está perto de 120% e os números fiscais do país continuam muito ruins. O déficit primário em 2009 ficou perto de 10% do PIB e a melhora prevista para 2010 é discreta.

O governo grego não tem outra saída a não ser reforçar o ajuste fiscal com o intuito de reduzir os déficits primário e nominal, a fim de tornar a dinâmica de crescimento da dívida sustentável. O problema é que um ajuste fiscal passa por redução de gastos do Governo e/ou aumento de impostos, duas forças que tendem a restringir ainda mais as já baixas perspectivas de crescimento do país. A dinâmica perversa é clara para o caso grego, mas diversos países europeus e até mesmo os EUA terão de enfrentar esse problema de excesso de endividamento e necessidade de redução dos déficits fiscais.

**Países da zona do euro  
e FMI fecham pacote  
para garantir os  
pagamentos da dívida  
grega nesse 1º  
semestre**

## Opinião Mercato

### Juros mais altos são realmente ameaça para a Construção Civil?

Bruno Lima – Gestor de Renda Variável

Após um início complicado em 2009, a economia brasileira rapidamente se recuperou por meio de estímulos fiscais e monetários. O setor de construção civil não foi exceção. O programa Minha Casa Minha Vida, modificações do SFH, redução de impostos para compra de insumos, foram alguns dos incentivos do governo para acelerar (e manter) a recuperação do setor.


Em uma carta anterior, deixamos claro que gostamos da perspectiva estrutural da construção civil no Brasil. Fatores tais como: relação Crédito/PIB ainda muito baixa, elevado déficit habitacional, maior concorrência bancária e taxas de juros reais decrescentes, configuram um cenário bastante interessante. Uma vez dito isso, o leitor mais atento pode ponderar: “Mas as taxas de juros irão subir. A economia está aquecida, o BACEN deve controlar a inflação. O setor deve sofrer”. Realmente um movimento de alta de juros deve ocorrer ao longo de 2010. Atualmente, a curva precifica em torno de 300 bps (Selic no final do ano atingiria 11,75%). Entretanto, não concordamos que o setor será negativamente impactado de forma relevante.

Abaixo nossos principais argumentos:

- 1) A maior parte do financiamento ao mutuário é vinculada à TR. Estudos demonstram que a elasticidade Selic/TR não é 1 para 1. Na verdade, para cada 1% de aumento na Selic, a TR deveria aumentar algo como 0,6%-0,7%. O custo de modificar a TR cada vez que a Selic se desloca, por motivos conjunturais, é alto. O crédito imobiliário é algo com duração de 20/30 anos;
- 2) A concorrência bancária está aumentando bastante. O setor saiu da crise mais forte e está amplamente capitalizado. Um cenário de taxas de juros, estruturalmente mais baixas, força os bancos a serem mais agressivos na concessão de crédito e desenvolvimento de novos produtos, para manter a rentabilidade dos ativos. Desta forma, os bancos estão percebendo que a venda cruzada, oriunda do vínculo de longo prazo resultante do crédito imobiliário, é um instrumento bastante rentável. Uma vez que tenha o cliente na base por 20,30 anos, a possibilidade da venda de seguros, cartão, consignado, entre outros, aumenta bastante;
- 3) O interesse do governo em manter o setor de construção civil operando de forma plena é elevado. Historicamente, é um setor bastante empregador e, conseqüentemente, gerador de PIB;
- 4) A crise de 2008 deixou claro que os principais aspectos para boa condução do segmento de construção civil são: oferta de crédito, massa salarial em crescimento ou estável e desemprego baixo. Destacamos, principalmente, crédito e desemprego baixo. Crédito é o veículo para obtenção do imóvel. Uma vez crédito restrito, o acesso ao produto final não existe. O desemprego é justamente o aspecto psicológico. Quando as pessoas começam a perder emprego, naturalmente, a propensão ao consumo se retrai, afinal, a confiança no bom andamento da economia fica comprometida;
- 5) O brasileiro não é sensível à taxa e sim ao valor da prestação. Isto já está mais do que comprovado. O famoso pensamento “prestação que cabe no bolso” é um fato concreto. Inclusive, fizemos uma simulação para mensurar melhor essa idéia.

<b>Valor Imóvel</b>	R\$ 200.000,00
<b>% Financiada</b>	80%
<b>Prazo</b>	30 anos
<b>Renda Familiar</b>	10 salários mínimos

No cenário A, utilizamos taxa de juros de 8,75%aa. No cenário B, aplicamos aumento de 300bps resultando em uma taxa de juros de 11,75%aa. De acordo com esses dados, a parcela requisitada para o cenário A seria de R\$ 1200/mês. Se imaginarmos uma família com renda de 10 salários mínimos (~ R\$ 5,000), ela teria que comprometer 24% da renda mensal com imóvel. No cenário B, a prestação sobe para R\$ 1500/mês. A família teria que comprometer 30% da renda. Um aumento possível de ser gerenciado. Pesquisas realizadas demonstram que as famílias deixam de comprar outros bens, buscando manter o pagamento do imóvel em dia. Para finalizar, este nosso cenário nos parece bastante agressivo. Afinal, estamos trabalhando com a hipótese que o financiamento terá seu custo elevado exatamente na mesma proporção da Selic (e sabemos que a coisa não funciona dessa forma).

	<b>Cenário A</b>		<b>Cenário B</b>
Taxa de Juros	8,75%	Aumento de 300 bps	11,75%
<b>Prestação mensal</b>	<b>R\$ 1.200,00</b>		<b>R\$ 1.500,00</b>
% renda familiar comprometida	24%		30%

Compreendemos o receio do mercado e concordamos que um aumento muito relevante de juros, de caráter estrutural, pode ser ruim. Entretanto, conforme já mencionado o ajuste em questão é temporário. Acreditamos que as empresas serão capazes de continuar demonstrando boa velocidade de venda, assim como cumprir suas metas de lançamentos. Nossa percepção é que as ações (ativos) do setor acabam sendo mais impactadas pelo sentimento e não pelo fundamento. O fundamento, que é o *driver* gerador de valor, continua bastante sólido.

## Tabelas de Indicadores

### Mercado Financeiro

	Fech.	mar/10	2010	2009
<b>BOLSAS INTERNACIONAIS</b>				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
<b>S&amp;P 500</b>	1.169	5,88%	4,87%	23,45%
<b>DOW JONES</b>	10.857	5,15%	4,11%	18,82%
<b>IASDAQ</b>	2.398	7,14%	5,68%	43,89%
<b>DAX (Alemanha)</b>	6.154	9,92%	3,29%	23,85%
<b>FTSE-100 (Inglaterra)</b>	5.680	6,07%	4,93%	22,07%
<b>CAC-50 (França)</b>	3.974	7,15%	0,96%	22,32%
<b>IPSA (Chile)</b>	3.763	-1,68%	5,07%	50,71%
<b>MEXBOL (México)</b>	33.266	5,16%	3,57%	43,52%
<b>MICEX (Rússia)</b>	1.450	8,82%	5,85%	121,14%
<b>SHANGHAI (China)</b>	3.260	1,87%	-5,16%	79,80%
<b>KOSPI (Coreia do Sul)</b>	1.693	6,16%	0,60%	49,65%
<b>MOEDAS</b>				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
<b>EURO</b>	1,35	-0,89%	-5,66%	2,51%
<b>LIBRA</b>	1,52	-0,35%	-6,10%	10,81%
<b>IENE</b>	93,47	5,06%	0,48%	2,63%
<b>COMMODITIES</b>				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
<b>CRB</b>	273,34	-0,52%	-3,54%	23,46%
<b>OURO</b>	1.113,25	-0,39%	1,49%	24,36%
<b>PETRÓLEO (WTI)</b>	83,76	5,15%	5,54%	77,94%
<b>(EUA) JUROS/INFLAÇÃO</b>				
	Taxa (%)	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Taxa (%)
<b>FED FUNDS</b>	0,25	0	0	0,25
<b>U.S Treasury (2 anos)</b>	1,02	20	-12	1,14
<b>U.S Treasury (10 anos)</b>	3,83	21	-1	3,84
<b>U.S Treasury (30 anos)</b>	4,71	16	7	4,64
<b>Inflação Imp. (10 anos)</b>	2,26	10	-15	2,41

	Fech.	mar/10	2010	2009
<b>BRASIL</b>				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
<b>BOLSA</b>	70.372	5,82%	2,60%	82,66%
<b>IBOVESPA</b>	22.089	5,21%	1,92%	72,83%
<b>IBRX-100</b>				
<b>CÂMBIO</b>				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
<b>USD/BRL</b>	1,78	-1,45%	2,11%	-24,63%
<b>RISCO</b>				
	Em Pts	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Em Pts
<b>CDS (5 anos)</b>	131	0	8	123
<b>JUROS</b>				
	Taxa (%)	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Taxa (%)
<b>DI JAN11</b>	10,40	-8	-10	10,50
<b>DI JAN12</b>	11,67	3	-19	11,86
<b>BENCHMARKS</b>				
		Rend.	Rend.	Rend.
<b>CDI</b>	-	0,76%	2,02%	9,90%
<b>SELIC</b>	-	0,76%	2,03%	9,91%

### Indicadores Macroeconômicos

	mar/10	fev/10	jan/10	dez/09	nov/09	out/09	set/09	12m	2009
<b>BRASIL</b>									
<b>Produção Industrial</b>	-	18,4%	16,1%	19,0%	5,3%	-3,1%	-7,6%	-2,59%	-7,38%
<b>NUCI - CNI</b>	-	-	81,4%	81,5%	80,8%	81,3%	81,0%	-	81,5%
<b>Vendas no Varejo</b>	-	-	10,4%	9,2%	8,6%	8,6%	5,1%	6,2%	5,9%
<b>Taxa de Desemprego</b>	-	4,2%	4,1%	3,9%	4,2%	4,3%	4,4%	7,9%	8,1%
<b>Balança Comercial (US\$ bi)</b>	668	394	-166	1.435	615	1.328	1.330	22.594	24.451
<b>Reservas (US\$ bi)</b>	243.953	241.289	240.823	239.054	238.000	232.920	224.213	-	239.054
<b>Superávit Primário (% PIB)</b>	-	2,2%	2,3%	2,1%	1,4%	8,0%	1,1%	2,2%	2,1%
<b>Relação Dívida/PIB (%)</b>	-	42,07%	41,59%	42,80%	43,09%	43,55%	44,98%	-	42,80%
<b>IPCA</b>	-	0,78%	0,75%	0,37%	0,41%	0,28%	0,24%	4,83%	4,31%
<b>IPCA-15</b>	0,55%	0,94%	0,52%	0,38%	0,44%	0,18%	0,19%	5,09%	4,19%
<b>INPC</b>	-	0,70%	0,88%	0,24%	0,37%	0,24%	0,16%	4,56%	4,11%
<b>IGP-M</b>	0,94%	1,18%	0,63%	-0,26%	0,10%	0,05%	0,42%	1,95%	-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.