

**Mercados mantêm otimismo em maio com base nos resultados positivos nos “testes de estresse” e dados favoráveis de Confiança na China e EUA**

**Redução da aversão à risco depois da estabilização do sistema financeiro nos EUA gerou nova onda de ânimo para investimento em ativos de risco**

**Visão de longo prazo do FOMC sobre restrições ao crescimento da economia dos EUA nos próximos anos mostra que pior momento da crise pode ter passado, mas as conseqüências ainda vão durar**

### **Destaques do mês**

- Resultados positivos dos “testes de estresse” nos EUA abrem nova fase de redução de incertezas em relação ao sistema financeiro americano;
- Confiança dos Gerentes de Compras na China (PMI China) se mantém acima dos 50 pontos (indicação de expansão) pelo 3º mês consecutivo;
- Confiança do Consumidor nos EUA (Conference Board) dá salto e passa de 39 para 54 pontos, o maior nível desde setembro/08 e a maior alta em 6 anos;
- Resultados do PIB americano mostram retração de mais de 35% (a/a) do investimento residencial e não residencial;
- Ata do FOMC traz visão mais tranqüila de curto prazo, mas lista 5 fatores que poderão restringir o potencial de crescimento dos EUA no médio e longo prazos;
- No Brasil, produção industrial e vendas no varejo mostram sinais muito fracos, apesar de ligeira recuperação na margem;
- Copom deixa claro em sua última Ata que novos cortes na Selic deverão acontecer. Alteração nas regras da poupança deixa espaço livre para que decisões do Comitê não esbarrem em gargalos da economia do país.

### **Perspectivas**

Mai foi mais um mês de otimismo nos mercados mundiais, principalmente nos ativos de risco, com destaque para países emergentes. A nova onda de ânimo teve início com os resultados positivos dos “testes de estresse” conduzidos pelo Governo americano. A avaliação do sistema financeiro dos EUA, coordenada por Tim Geithner, mostrou que a situação dos bancos não está tão ruim. Os grandes bancos do país ainda precisam captar novos recursos, mas o montante total, US\$ 74 bi, acabou sendo menor do que o pensado no auge da crise.

Em paralelo à melhora no fluxo de notícias relativas ao sistema financeiro americano, alguns dados econômicos divulgados no mês acabaram contribuindo para a manutenção do otimismo. Na China, o grande destaque ficou para a 3ª medição consecutiva da Confiança dos Gerentes de Compras, o chamado PMI China, acima de 50 pontos, o nível que divide retração e expansão. A melhora das perspectivas para a economia chinesa impulsionou as cotações de *commodities*, movimento sempre benéfico para grupo de países exportadores de matérias primas, como Brasil, Chile e Austrália. Mesmo nos EUA, onde os dados ainda mostram sinais pouco conclusivos, o salto da Confiança do Consumidor foi destaque. O dado de maio apurado pelo *Conference Board* subiu de 39 para 54 pontos, o movimento mais intenso em 6 anos.

Apesar de algumas boas notícias, a situação da economia mundial e, especialmente, da americana ainda é delicada. Os resultados do PIB nos EUA relativos ao 1º trimestre traduziram muito bem esta visão. Os investimentos caíram mais de 35%, mesmo com taxas de juros reais negativas e o pacote de estímulo do Governo de US\$ 800 bilhões. A fraqueza dos investimentos deixa claro que a recuperação econômica será lenta. Nesse ponto, vale dar atenção às palavras do Fed registradas na última Ata do FOMC, o Copom dos EUA. Bernanke e sua equipe listaram 5 fatores capazes de restringir o potencial de crescimento do país nos próximos anos. Segundo o FOMC, (1) o sistema financeiro precisa ser reconstruído, (2) os setores financeiro e imobiliário encolheram e não terão mais o mesmo peso na economia, (3) a necessidade de aumento da poupança pessoal irá frear o consumo, (4) o estímulo fiscal não

*Mesmo em ambiente de crescimento mundial menor, acreditamos em performance relativa positiva do Brasil em relação à pares emergentes*

*O Copom busca novos níveis, mínimos históricos, para os juros reais no Brasil*

poderá durar para sempre e (5) as exportações do país serão menores diante da demanda mundial reduzida no ambiente da crise. A visão é pessimista, mas deve ser considerada, já que lança olhar bem mais distante do que as análises de curto prazo.

No Brasil, o Copom reforçou expectativas de novos cortes na Selic em sua última ata de reunião. O Comitê defendeu ajuste no trecho de prazos mais longos da curva de juros, assim como mudanças no arcabouço do sistema financeiro do país, um recado claro para pressionar o Governo a alterar o quanto antes as regras de remuneração da poupança. Uma semana depois, Mantega, ao lado de Meirelles, anunciou as mudanças, retirando esse freio para que o Copom continue o ciclo para chegar a níveis cada vez mais baixos de juros no país. A busca pelos menores níveis de juros reais na história é importante e positiva, mas não podemos esquecer que o principal gatilho para esta possibilidade é a desaceleração econômica, que lançou o hiato do produto (diferença entre o PIB efetivo e o potencial) em terreno muito negativo. O importante agora é aproveitar a conjuntura (dados como a produção industrial de abril, que registrou retração de 14,6%) para alcançar novo nível, possivelmente estrutural, dos juros reais no Brasil.

Os sinais de estabilização ou até recuperação da atividade em alguns setores e países são importantes, mas a discussão sobre o novo potencial de crescimento dos países na nova realidade de crédito e alavancagem restritos para os bancos e indivíduos também merece atenção. Nesse sentido, acreditamos que, nos próximos anos, o potencial de crescimento do mundo será menor, mas o papel da economia brasileira deverá ser mais relevante. O aumento do peso relativo do Brasil poderá ser muito positivo para os ativos locais, movimento que já parece estar ocorrendo quando olhamos o desempenho da Bovespa e do real no ano, superando a maioria dos pares Emergentes e países Centrais.

*Quedas recentes na Selic trazem de volta à discussão a necessidade de se alterar a regra de remuneração da poupança, definida, inicialmente, em 1964*

*Trauma do “confisco” de Collor tornou a decisão de alterar as regras da poupança uma decisão política difícil para o Governo atual, que optou por criação de regra flexível, mas incapaz de retirar as distorções do sistema*

## **Opinião Mercatto**

### **O medo de tomar a decisão correta**

*Paulo Veiga – Diretor de Análise, Compliance e Controle de Risco*

Há mais de 6 meses o mundo mergulhou em uma crise econômico-financeira sem precedentes desde a grande depressão dos anos 30. Em meio a esta tormenta, o Brasil sobressai-se como uma grata surpresa. Diferentemente de outras ocasiões, em que o país parecia ameaçado de desaparecimento a cada vez que as condições adversas se intensificavam, desta vez o Brasil não precisou alterar seu plano de vôo. Mantidos firmes os compromissos de gestão macro-econômica, o que se viu foi a dívida pública encolher durante a crise enquanto as previsões de inflação pouco oscilaram e nunca se afastaram muito do centro da meta fixada para o Copom. Os avanços de estabilidade e solidez permitiram que fosse retomada a trajetória de queda da taxa de juros, iniciada em setembro de 2005 e revertida em abril de 2008. A atual taxa Selic objetivo, fixada em 10,25%aa, traz de volta à discussão a necessidade de se alterar a regra de remuneração das aplicações em cadernetas de poupança.

Para refrescar a memória do leitor, é bom que se diga que o regime de remuneração dos saldos das aplicações em cadernetas de poupança foi definido em 1964 e visava a estabelecer uma base de custo real constante para o Sistema de Financiamento da Habitação. À época, remunerar os depósitos com correção monetária igual à inflação trimestral acrescida de 1,5% ao trimestre pareceu uma idéia simpática, suficientemente atraente para captar o pequeno poupador e ao mesmo tempo conveniente por oferecer recursos a um custo baixo e previsível para a construção de imóveis residenciais.

Ao longo do tempo, esta regra foi sendo alterada. A periodicidade de pagamento de correção monetária e juros virou mensal, a remuneração deixou de ser igual para todas as datas de aniversário, o índice de inflação adotado oscilou entre o IGP, o IPC, o IPCA e o INPC, a correção monetária deixou de estar vinculada à inflação, o indexador chamou-se UPC, ORTN, OTN, BTN, TR, tivemos inflação calculada com expurgos, inflação “com vetor”... bem, poderíamos alongar esta lista, mas já se pode perceber que o rendimento da caderneta de poupança sempre foi objeto de manipulação pelo governo.

Apesar de tantas mexidas, o que parece ser absolutamente inaceitável é que se discuta publicamente novas regras para a remuneração das cadernetas de poupança. Nossa sociedade ficou marcada pelo bloqueio de liquidez definido no Plano Collor. O presidente eleito em meio ao maior caos monetário de nossa história, com a inflação mensal se aproximando de 100%, adotou um plano tão ousado que confundiu, indistintamente, setores da sociedade mais à direita e mais à esquerda. Collor retirou mais liquidez dos ricos, proporcionalmente, mas ficou estigmatizado por “ter mexido na poupança dos trabalhadores”. O trauma foi de tal ordem, que, até hoje, quando se quer levar pânico à nossa sociedade, basta dizer que “vão mexer na poupança de novo”. Vimos este filme nas eleições de 2002 e a tensão foi digna de um *thriller*, ainda que o final tenha se revelado confortável o suficiente para que a população exigisse uma seqüência.

Agora, diante de uma conta simples que mostra que os rendimentos da caderneta de poupança, por conta de sua isenção tributária, começam a competir com formas mais seletivas de investimento, os formuladores de políticas econômicas do Governo se vêem constrangidos diante da necessidade de “mexer na poupança”. Evidentemente, não se pensa em confisco, bloqueio ou coisa que o valha. Trata-se apenas de alterar a regra de remuneração das cadernetas de poupança.

***A nova regra de remuneração da poupança anunciada pelo Governo criou um gatilho condicionado ao nível da Selic***

O constrangimento produziu uma peça no mínimo curiosa, com sério risco de ser tratada como ridícula quando analisada com mais rigor. A equipe econômica do Governo trouxe a público uma proposta de regra flexível de rentabilidade da caderneta. Pela regra proposta, haveria um imposto progressivo sobre os rendimentos das aplicações em cadernetas de poupança, na contrapartida de alíquotas regressivas sobre os rendimentos das aplicações em fundos de investimento. Mas tudo isto condicionado a um “gatilho” de ser a taxa Selic fixada pelo Copom igual ou inferior a 10,5%aa (já é inferior, atualmente). A confusão não para por aí. Rendimentos produzidos sobre depósitos em poupança inferiores a R\$ 50 mil estariam isentos. A tributação incidiria somente na remuneração do que exceder R\$ 50 mil. A regra vale por CPF, portanto, como os bancos não sabem se o poupador tem outras cadernetas abertas em outras instituições em total que supere R\$ 50 mil, o poupador teria de levar os rendimentos isentos na fonte para ajuste anual! Confuso, não? Mas é pior: caso a caderneta seja a única fonte de renda do indivíduo, os rendimentos estariam isentos. Todo este malabarismo para “não mexer” nos juros de 6,17%aa (0,5%am) que foram estabelecidos há mais de 40 anos! Cabe ressaltar que o artifício do imposto corrige distorções do lado da remuneração, mas não resolve o problema do custo da captação.

Se fizermos um exercício mental e admitirmos que o Brasil possa enfrentar uma situação deflacionária e o Copom se veja obrigado a relaxar a política monetária até juros próximos de zero, a tributação sobre os rendimentos da poupança teria de ter alíquotas próximas de 100%! Porém, ainda assim, restariam os aplicadores isentos! Salvo melhor juízo, parece-me que desta vez nossa equipe econômica conseguiu uma proeza absolutamente original: soma-se ao Bolsa Família, programa de subsídio de renda de bom resultado mas com uma série de problemas mal endereçados e geradores de distorções, um programa de governo de subsídio de ganho de capital.

***O Governo conseguiu criar um programa de subsídio de ganho de capital***

Esta distorção atingiria, também, os saldos do FGTS, que rendem a mesma correção das cadernetas, porém acrescidos de juros de 3%aa. O que fazer neste caso? Tributar rendimento do FGTS?

Taxa de juros é um preço. É preço do dinheiro. A Constituição de 1988, em um de seus flagrantes de excesso legislativo, tentou tabelar o custo do dinheiro para os tomadores de crédito. Felizmente, os parlamentares perceberam a sandice bem intencionada antes que se forçasse a regulamentação do Artigo 192, retirado do texto original 15 anos mais tarde pela Emenda Constitucional 40. Quem se habilita, agora, a propor uma nova “Emenda 40” para “mexer na poupança”?

## Tabelas de Indicadores

### Mercado Financeiro

	Fech.	mai/09	2009	2008
<b>BOLSAS INTERNACIONAIS</b>				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
<b>S&amp;P 500</b>	919	5,31%	1,76%	-38,49%
<b>DOW JONES</b>	8.500	4,07%	-3,15%	-33,84%
<b>NASDAQ</b>	1.774	3,32%	12,51%	-40,54%
<b>DAX (Alemanha)</b>	4.941	3,59%	2,72%	-40,37%
<b>FTSE-100 (Inglaterra)</b>	4.418	4,11%	-0,37%	-31,33%
<b>CAC-50 (França)</b>	3.278	3,73%	1,85%	-42,68%
<b>IPSA (Chile)</b>	3.100	16,09%	30,47%	-22,13%
<b>MEXBOL (México)</b>	24.332	11,11%	8,72%	-24,23%
<b>MICEX (Rússia)</b>	1.123	22,06%	81,33%	-67,20%
<b>SHANGHAI (China)</b>	2.764	6,27%	44,55%	-65,38%
<b>KOSPI (Coreia do Sul)</b>	1.396	1,94%	24,14%	-40,73%
<b>MOEDAS</b>				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
<b>EURO</b>	1,42	7,01%	1,34%	-4,24%
<b>LIBRA</b>	1,62	9,46%	10,94%	-26,48%
<b>IEHE</b>	95,34	-3,34%	5,19%	-18,89%
<b>COMMODITIES</b>				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
<b>CRB</b>	253,05	13,79%	10,24%	-36,01%
<b>OURO</b>	979,15	10,24%	11,01%	5,77%
<b>PETRÓLEO (WTI)</b>	66,31	29,71%	14,62%	-53,53%
<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>	0,92	2	15	0,77
<b>U.S Treasury (10 anos)</b>	3,46	34	125	2,21
<b>U.S Treasury (30 anos)</b>	4,34	30	166	2,68
<b>Inflação Imp. (10 anos)</b>	1,84	37	172	0,12

	Fech.	mai/09	2009	2008
<b>BRASIL</b>				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
<b>BOLSA</b>				
<b>IBOVESPA</b>	53.198	12,49%	41,67%	-41,22%
<b>IBrX-100</b>	17.349	11,03%	38,35%	-41,77%
<b>CÂMBIO</b>				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
<b>USD/BRL</b>	1,97	-10,05%	-14,88%	30,03%
<b>RISCO</b>				
	Em Pts	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Em Pts
<b>CDS (5 anos)</b>	191	-83	-109	301
<b>JUROS</b>				
	Taxa (%)	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Taxa (%)
<b>DI JAN10</b>	9,20	-51	-296	12,16
<b>DI JAN12</b>	10,64	-64	-165	12,29
<b>BENCHMARKS</b>				
	-	Rend.	Rend.	Rend.
<b>CDI</b>	-	0,77%	4,56%	12,37%
<b>SELIC</b>	-	0,73%	4,54%	12,47%
<b>IRF-M</b>	-	1,79%	7,30%	13,88%
<b>IHF-A</b>	-	2,35%	10,27%	3,81%

### Indicadores Macroeconômicos

	mai/09	abr/09	mar/09	fev/09	jan/09	dez/08	nov/08	12m	2008
<b>BRASIL</b>									
<b>Produção Industrial</b>	-	-14,8%	-9,7%	-16,8%	-17,5%	-14,7%	-6,4%	-3,89%	3,10%
<b>NIUCI - CNI</b>	-	-	78,7%	78,2%	78,4%	79,4%	81,1%	-	79,4%
<b>Vendas no Varejo</b>	-	-	1,8%	3,8%	6,0%	3,8%	5,1%	7,2%	9,1%
<b>Taxa de Desemprego</b>	-	5,0%	5,1%	4,8%	4,7%	3,9%	4,4%	8,0%	7,9%
<b>Balança Comercial (US\$ bi)</b>	2.651	3.712	1.504	1.767	-518	2.301	1.613	25.291	24.834
<b>Reservas (US\$ bi)</b>	205.576	201.250	202.460	199.412	200.813	206.806	206.377	-	206.806
<b>Superávit Primário (% PIB)</b>	-	3,1%	3,3%	3,4%	3,6%	4,1%	4,3%	-	4,1%
<b>Relação Dívida/PIB (%)</b>	-	38,42%	37,56%	37,11%	36,86%	36,00%	34,88%	-	36,00%
<b>IPCA</b>	-	0,48%	0,20%	0,55%	0,48%	0,28%	0,36%	5,53%	5,90%
<b>IPCA-15</b>	0,59%	0,36%	0,11%	0,63%	0,40%	0,29%	0,49%	5,44%	6,10%
<b>IINPC</b>	-	0,55%	0,20%	0,31%	0,64%	0,29%	0,38%	5,83%	6,48%
<b>IGP-M</b>	-0,07%	-0,15%	-0,74%	0,26%	-0,44%	-0,13%	0,38%	3,64%	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