

Números de atividade no Brasil continuam mostrando que economia está crescendo em ritmo bastante forte

Destaques do mês

- *Ritmo da atividade econômica brasileira segue elevado. Taxa de desemprego cai para a mínima histórica;*
- *Crise fiscal na Europa se agrava e obriga líderes da zona do euro a aprovar pacote emergencial de quase US\$ 1 trilhão para salvar países em dificuldades;*
- *Caixas de Poupança espanholas geram preocupação e forçam o Governo a costurar consolidação entre as instituições em situação insustentável;*
- *Economia americana continua mostrando recuperação gradual, mas ainda há sinais negativos, como no mercado imobiliário;*

Cenário e Perspectivas

Na ausência de uma reunião do Copom, o mês de maio teve como principal destaque a agenda de indicadores de atividade. No geral, a economia brasileira continua apresentando sinais de muito vigor, com sustentação na forte demanda interna. A produção industrial de abril mostrou leve retração de 0,7%, mas o resultado veio na seqüência de duas fortes expansões em março (+1,5%) e abril (+3,4%). Sendo assim, a média móvel trimestral, que expurga boa parte das distorções e volatilidade da série, abriu o 2º trimestre mostrando expansão de 1,4% no mês, algo com 17% em termos anualizados. Os subsetores de Bens de Capital e Bens Duráveis – principalmente automóveis e linha branca – continuaram como os principais destaques a impulsionar a indústria do país.

No lado da demanda, o resultado recente das vendas no varejo, referente a março, também trouxe resultado muito forte. A pesquisa do IBGE, chamada PMC (Pesquisa Mensal do Comércio), mostrou expansão de 1,6% no mês e uma média móvel trimestral superior a 2%. Com os resultados, a expansão do varejo no 1º trimestre de 2010 em relação ao 4º tri de 2009 foi de 4,85%, o que embasa nossa previsão de expansão do PIB no período superior a 3%.

Outro grande destaque da atividade doméstica continuou sendo o mercado de trabalho. Em abril, a taxa de desemprego caiu para 6,8%, o menor nível desde o início da série em 2001. A força da criação de empregos traz implicações diretas para a demanda interna, que, como dito anteriormente, continua sustentando o nível elevado de crescimento do país nesse ano. Mais emprego implica em um contingente maior de pessoas ocupadas e, aliado ao crescimento da renda real, gera uma expansão da massa salarial bastante significativa. Em abril, por exemplo, a massa salarial cresceu quase 8% em termos reais em relação ao mesmo mês do ano anterior.

Os números de inflação divulgados em maio voltaram a mostrar pressão nos preços ao consumidor, assim como nos preços no atacado. O IPCA-15 fechou maio com variação de 0,63% e o IGP-M registrou inflação de 1,19% no mesmo período. No IPCA-15, vale destacar mais uma forte alta no grupo Alimentação (+1%), pressionado por alimentos de ciclo mais curto como feijão e batata. Apesar do nível elevado da inflação em maio, já no fim do mês e no início do junho, nossa coleta de preços começou a mostrar forte desaceleração para diversos itens de alimentação. O IPCA de maio, a ser divulgado no próximo dia 9, deverá ficar abaixo de 0,5%, ao passo que o resultado de junho tem chances de não ultrapassar os 0,4%. A desaceleração do IPCA é bem-vinda, mas não altera cenário de inflação, ainda não muito bom.

Atividade doméstica está sustentada na forte demanda interna

A crise financeira da Europa se agravou bastante depois que o mercado começou a questionar a solidez da economia espanhola

No cenário internacional, o destaque do mês de maio foi a crise europeia. O aumento das incertezas em relação à Grécia e Espanha obrigou os líderes da zona do euro, em uma reunião emergencial no fim de semana, a criar um pacote de quase US\$ 1 trilhão para salvamento dos países em dificuldade com os credores. O 1º movimento dos líderes europeus havia sido a criação de um pacote de € 110 bi para a Grécia, o caso mais grave na região, mas, dias depois, a agência de risco S&P rebaixou o *rating* da Espanha e acabou mudando a crise de patamar. Certamente, a situação fiscal da Espanha não é tão ruim quanto à situação grega, mas, por outro lado, a importância da Espanha no cenário europeu e mundial é muito maior. Nesse sentido, as incertezas com a Espanha geram muito mais insegurança nos mercados.

Em nossa visão, a pacote sem precedentes reduz dramaticamente o risco de insolvência de curto prazo nos PIIGS, já que o montante total disponível equivale a 100% dos vencimentos de dívida da Grécia, Espanha e Portugal nos próximos 3 anos. Por outro lado, apesar de solucionar, pelo menos temporariamente, os problemas de liquidez dos governos europeus, o pacote não muda em nada o gargalo estrutural de excesso de endividamento dos países da região. A realidade atual em diversos países na Europa une endividamento elevado, crescimento baixo e rombos fiscais anuais superiores a 5% do PIB. A combinação desses fatores impõe um ajuste fiscal muito relevante à região, algo incompatível com boas perspectivas de crescimento. Acreditamos que a Europa esteja iniciando um período longo de austeridade fiscal e crescimento muito baixo, talvez nulo.

O problema fiscal espanhol, como destacado anteriormente, surgiu em maio e foi o grande responsável pela intensificação da crise e aumento da volatilidade nos mercados. Além dos problemas com a dinâmica de crescimento da dívida soberana, outro problema na Espanha é o desequilíbrio das chamadas caixas de poupanças, que detém grande parte do crédito hipotecário do país. As *cajas* não são controladas pelo Governo Central e sim por entidades, certas vezes igrejas, regionais. Algumas têm boa situação financeira, mas outras estão à beira da bancarrota, como são os casos das *cajas* Murcia, Penedes, Granada e Sá Nostra, que se fundiram para poder receber ajuda do Governo. Daqui para frente, acreditamos que o Governo espanhol terá que incentivar e até obrigar as caixas em dificuldades a fazer operações como essa, o que, certamente, imporá novos gastos ao Governo. Sendo assim, continuamos vendo a Espanha como um país problemático e capaz de gerar novas ondas de incerteza ao mercado.

Nos EUA, a crise europeia gerou forte influência sobre os preços dos ativos, que sofreram forte depreciação ao longo do mês de maio. O S&P 500, por exemplo, principal índice da bolsa americana, caiu 8,2% no mês. Apesar disso, os dados macroeconômicos divulgados no período continuaram positivos, mostraram a continuidade do processo de recuperação gradual da economia. Destaque para o dado de expansão da renda pessoal, que, pelo 2º mês consecutivo, apresentou variação positiva relevante. A média mensal de crescimento dos últimos 6 meses (0,35%) é bem à mesma média referente aos 6 meses anteriores (0,1%). Em nossa visão, a melhora do ritmo no crescimento da renda surge como indício de recuperação, ainda que lenta, do mercado de trabalho no país, condição vital para que a recuperação efetiva da atividade se mantenha em passos firmes ao longo dos próximos trimestres. Apesar das boas notícias com os números de renda, consumo e indústria, a economia americana ainda está diante de desafios. O mercado imobiliário é o exemplo mais claro. Os últimos resultados de vendas de casas novas e usadas mostraram boa recuperação, mas estão sob influência do programa oficial do Governo que dá US\$ 8 mil de subsídio para quem compra o 1º imóvel. Por outro lado, os preços dos imóveis residenciais continuam em queda. O S&P Case Shiller de março mostrou a 6ª queda consecutiva dos preços de imóveis residenciais nas 20 principais cidades americanas.

A economia americana vem mostrando sinais de recuperação gradual, mas alguns setores ainda estão em situação muito ruim

Opinião Mercato

A Importância da Teoria de Finanças Comportamentais

Roni Lacerda – Gestor de Renda Variável

A queda de 20% da bolsa de valores dos Estados Unidos em 19 de outubro de 1987 sem nenhuma notícia nova que alterasse o fundamento das empresas, assim como a valorização superior a 120% das ações de empresas de tecnologia/internet nos EUA de janeiro de 1999 a março de 2000, seguida por uma correção de 60% nos meses seguintes, e mais recentemente, a desvalorização de 45% do S&P em apenas 6 meses, solidificaram a visão de que os modelos de racionalidade plena tem tido dificuldades em explicar o movimento do preço dos ativos. A tabela extraída de Cutler (1989) mostra que grandes variações diárias no índice acionário S&P 500 no pós-guerra parecem ter pouco a ver com mudanças drásticas nos fundamentos:

Data	Varição do Índice S&P 500	"Explicações" do jornal New York Times
19-out-87	-20,47%	Preocupação sobre a desvalorização do dólar e déficit comercial
21-out-87	9,10%	Taxas de juros continuam caindo, caça as barganhas
26-out-87	-8,30%	Preocupações com déficit comercial, reações a quedas de ações em outros países
3-set-46	-6,73%	Nenhuma razão clara para o ataque ao preço dos ativos
28-mai-62	-6,68%	Kennedy força recuo do aumento do preço do aço
26-set-55	-6,62%	Eisenhower sofre ataque cardíaco
26-jun-50	-5,38%	Deflagração da Guerra da Coreia
20-out-87	5,33%	Investidores procurando por ações de qualidade

A excessiva volatilidade observada no mercado acionário em determinados períodos, não associada a mudanças significativas no cenário macroeconômico ou a alterações no ambiente de negócio das empresas, tem fomentado a discussão a respeito do comportamento humano racional, maximizador de utilidade esperada e capaz de processar de maneira eficiente todas as informações disponíveis, como descrito nos modelos tradicionais de precificação. De acordo com a Hipótese de Mercados Eficientes (HME), sempre que os agentes constatarem algo novo sobre um determinado ativo, eles agem de forma precisa e imediata, ajustando o preço do ativo de acordo com a nova informação disponível. Além da hipótese de racionalidade dos agentes, a HME assume também que o eventual comportamento irracional por parte de algum agente seria aleatório e compensado por outro indivíduo, não afetando os preços. A presença do arbitrador, em última instância, alinharia o preço do ativo ao seu valor intrínseco. Nas últimas três décadas, entretanto, os fundamentos que sustentam a HME, como as operações de arbitragem (em que agentes se aproveitariam de distorções de preços montando operações que trariam novamente os preços para níveis racionais), mostraram-se mais limitadas do que se supunha quando passaram a surgir estudos com preços de ativos financeiros mostrando resultados diferentes daqueles sugeridos pelos teóricos da HME.

Sob a ótica de um gestor de recursos, com uma visão fundamentalista, é quase uma obviedade o fato de a dinâmica das cotações das ações não respeitar a lógica descrita pela HME, na medida em que as grandes oportunidades no mercado ocorrem exatamente quando o valor de mercado diverge do valor intrínseco do ativo, de forma não aleatória e em muitas situações por um longo período. Apesar dessa constatação, a influência do pensamento da HME no meio acadêmico ainda é muito forte. O artigo de Fama (1970) sintetizou os principais conceitos da HME, onde o autor propõe que nenhuma informação (como preço passado ou notícias públicas) poderia trazer vantagens a determinado investidor, pois tal dado seria

instantaneamente refletido no preço do ativo a que ele estivesse relacionado. Nos últimos anos, entretanto, as críticas à HME tem se intensificado, com diversos economistas e especialistas tentando teorizar e criar modelos que reflitam de forma mais precisa a dinâmica dos mercados. Nesse contexto, vem ganhando importância a linha de pesquisa em Finanças Comportamentais, que com novas teorias e evidências, se constituiu em uma visão alternativa do comportamento do mercado de capitais, tendo como ponto de partida o entendimento das decisões financeiras dos investidores, à luz de alguns conceitos oriundos da psicologia e sociologia, como por exemplo: reação exagerada a fatos recentes, excesso de confiança, conservadorismo, movimento de manada, dentre outros. Pelo fato de a HME assumir que os agentes apresentam comportamento racional e capacidade de processar todas as informações disponíveis, as críticas a essa teoria têm como principal foco o entendimento do comportamento dos agentes sob outra perspectiva.

Sob essa visão alternativa, seja por motivos comportamentais ou mesmo por limites à arbitragem, os mercados podem não ser eficientes, ao apresentar desvios sistemáticos e muitas vezes significativos em relação ao valor intrínseco, ou ainda perdurar por um longo período. Nessa linha de estudo, Black (1986) encontrou evidências de distorções de preços causadas por agentes com comportamento irracional (*noise trader*), que sob a influência de algum desvio de comportamento ao processar as informações e ao inferir sobre o retorno esperado dos ativos, não tomam decisões baseadas em alterações no fundamento. De acordo com Shleifer (2000), a presença do *noise trader* pode causar uma grande divergência entre o preço de mercado e o valor fundamental, em decorrência de limitações quanto ao processo de arbitragem, sobretudo relacionadas ao horizonte de investimento de curto prazo dos arbitadores. De Bondt e Thaler (1985) encontraram evidências de comportamento irracional por parte dos agentes, que tendem a reagir exageradamente a notícias recentes, dando peso menor à tendência de longo prazo.

O comportamento dos mercados nos últimos dez anos tem sido especialmente importante para fomentar as discussões acadêmicas a cerca da linha de estudo de Finanças Comportamentais, com implicações positivas para uma melhor compreensão dos mercados financeiros, cujo bom funcionamento é vital para o desenvolvimento econômico. A atualidade desse tema e a aplicabilidade de estratégias decorrentes desse arcabouço teórico tornam essa matéria também um referencial de grande importância para o gestor de recursos que busca aprimorar o seu conhecimento técnico e melhorar o entendimento do processo de formação de preço dos ativos, deixando cada vez mais claro o caráter humano e não matemático do comportamento dos mercados e nos remetendo de volta à idéia de que a tarefa de gerir investimentos, por mais avançadas que sejam as técnicas e as ferramentas de avaliação, envolve mais talento do que ciência.

CUTLER, D. M., POTERBA, J. M. e SUMMERS, L. H., 1989. "What Moves Stock Prices?". Working papers 487, Massachusetts Institute of Technology (MIT), Department of Economics

De BOND, W. F. M. & THALER, R. H., 1985. Further evidence on investor "overreaction" and stock market seasonality, *Journal of Finance*, 42, 557-581.

FAMA, E. 1970. "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work". *Journal of Finance*, 25, 383.

SHLEIFER, A. 2000. Inefficient markets: An Introduction to Behavioral Finance.

BLACK, F., 1986. "Noise", *Journal of Finance* 41, 529-543.

Tabelas de Indicadores

Mercado Financeiro

	Fech.	mai/10	2010	2009
BOLSAS INTERNACIONAIS				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
S&P 500	1.089	-8,20%	-2,30%	23,45%
DOW JONES	10.137	-7,92%	-2,79%	18,82%
IASDAQ	2.257	-8,29%	-0,53%	43,89%
DAX (Alemanha)	5.964	-2,79%	0,12%	23,85%
FTSE-100 (Inglaterra)	5.188	-6,57%	-4,15%	22,07%
CAC-50 (França)	3.508	-8,11%	-10,89%	22,32%
IPSA (Chile)	3.887	0,55%	8,53%	50,71%
MEXBOL (México)	32.039	-1,98%	-0,26%	43,52%
MICEX (Rússia)	1.333	-7,20%	-2,73%	121,14%
SHANGHAI (China)	2.718	-9,67%	-20,92%	79,80%
KOSPI (Coreia do Sul)	1.641	-5,76%	-2,47%	49,65%
MOEDAS				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
EURO	1,23	-7,43%	-14,07%	2,51%
LIBRA	1,45	-4,82%	-10,09%	10,81%
IENE	91,26	-2,76%	-1,89%	2,63%
COMMODITIES				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
CRB	254,80	-8,25%	-10,09%	23,46%
OURO	1.216,20	3,14%	10,87%	24,36%
PETRÓLEO (WTI)	73,97	-14,14%	-6,79%	77,94%
(EUA) JUROS/INFLAÇÃO				
	Taxa (%)	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Taxa (%)
FED FUNDS	0,25	0	0	0,25
U.S Treasury (2 anos)	0,77	-19	-37	1,14
U.S Treasury (10 anos)	3,29	-37	-55	3,84
U.S Treasury (30 anos)	4,21	-31	-44	4,64
Inflação Imp. (10 anos)	2,04	-36	-37	2,41

	Fech.	mai/10	2010	2009
BRASIL				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
BOLSA				
IBOVESPA	63.047	-6,64%	-8,08%	82,66%
IBRX-100	19.998	-5,98%	-7,73%	72,83%
CÂMBIO				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
USD/BRL	1,82	4,69%	4,38%	-24,63%
RISCO				
	Em Pts	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Em Pts
CDS (5 anos)	136	12	13	123
JUROS				
	Taxa (%)	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Taxa (%)
DI JAN11	10,96	-16	46	10,50
DI JAN12	11,96	-33	12	11,86
BENCHMARKS				
		Rend.	Rend.	Rend.
CDI	-	0,75%	3,46%	9,90%
SELIC	-	0,75%	3,48%	9,91%

Indicadores Macroeconômicos

	mai/10	abr/10	mar/10	fev/10	jan/10	dez/09	nov/09	12m	2009
BRASIL									
Produção Industrial	-	17,4%	20,2%	18,2%	16,1%	19,0%	5,3%	2,31%	-7,38%
IUCI - CNI	-	-	82,6%	81,1%	80,4%	81,2%	80,6%	-	81,2%
Vendas no Varejo	-	-	15,7%	12,2%	10,4%	9,2%	8,6%	8,0%	5,9%
Taxa de Desemprego	-	4,1%	4,3%	4,2%	4,1%	3,9%	4,2%	7,7%	8,1%
Balança Comercial (US\$ bi)	2.015	1.283	668	394	-166	1.435	615	19.529	24.451
Reservas (US\$ bi)	0	247.316	243.953	241.289	240.823	239.054	238.000	-	239.054
Superávit Primário (% PIB)	-	2,2%	1,9%	2,2%	2,3%	8,0%	1,4%	2,2%	2,1%
Relação Dívida/PIB (%)	-	42,20%	42,40%	42,07%	41,59%	42,80%	43,09%	-	42,80%
IPCA	-	0,57%	0,52%	0,78%	0,75%	0,37%	0,41%	5,26%	4,31%
IPCA-15	0,63%	0,48%	0,55%	0,94%	0,52%	0,38%	0,44%	5,26%	4,19%
INPC	-	0,73%	0,71%	0,70%	0,88%	0,24%	0,37%	5,49%	4,11%
IGP-M	1,19%	0,77%	0,94%	1,18%	0,63%	-0,26%	0,10%	4,19%	-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.