

Empresas americanas apresentam resultados acima do esperado no 2º trimestre, mas dados de atividade ainda apontam perspectivas de retomada lenta da atividade

Otimismo com os balanços contribuiu para alta de cerca de 15% do S&P 500 desde o início da temporada de divulgados dos resultados do 2º tri

75% dos resultados das empresas do S&P 500 foram acima do esperado. Ainda sim, lucros ficaram 20% abaixo do nível do mesmo período do ano passado

Destaques do mês

- Temporada de resultados corporativos americanos do 2º trimestre surpreende positivamente e renova otimismo dos mercados. Principais bolsas mundiais fazem nova máxima em 2009;
- Novos indicadores do mercado imobiliário nos EUA reforçam sinalização de estabilização do setor. Nível de atividade atual ainda é muito ruim, mas período mais intenso da retração parece ter ficado para trás;
- PIB americano no 2º trimestre recua menos do que o esperado ajudado por forte expansão da participação do Governo no crescimento. Consumo e Investimento, por outro lado, surpreendem negativamente, mostrando que recuperação da economia americana não será rápida;
- Copom corta a Selic em 50 bps para 8,75%, mas dá forte sugestão de que ciclo de afrouxamento monetário chegou ao fim;
- IPCA-15 de julho traz ótimo sinal para a inflação ao registrar expansão de apenas 0,22%, fazendo o acumulado de 12 meses cair para 4,47%, no centro da meta;
- Indicadores de Confiança do Consumidor e da Indústria sugerem recuperação da atividade do Brasil, mas dados efetivos, como a Produção Industrial de junho, mostram sinais muito discretos de retomada.;

Cenário e Perspectivas

O mês de julho foi marcado pela renovação da onda de otimismo nos mercados que prevaleceu de março a maio e depois perdeu força em junho. O principal gatilho para a melhora dos humores foi a temporada de resultados corporativos nos EUA relativos ao 2º trimestre. Desde 8 de julho, quando a Alcoa divulgou o 1º resultado do trimestre, o S&P 500, principal índice da bolsa americana, acumulou alta de cerca de 15%. Até o início de agosto, mais de 80% das empresas americanas já haviam divulgado os balanços do trimestre e nada menos que 75% dos resultados acabaram surpreendendo positivamente.

Esse “erro” do mercado deixou claro que as previsões dos investidores, refletidas nos preços dos ativos, estavam pessimistas demais. Sendo assim, o mês de julho acabou marcado justamente pelo ajuste para cima no preço das principais bolsas mundiais. Apesar do otimismo em relação aos resultados, é preciso olhar com atenção não só para o desvio dos lucros efetivos das empresas em relação às expectativas, mas, também, para a variação dos lucros em relação ao mesmo período do ano passado. No caso, até agora, as empresas do universo do S&P 500 divulgaram lucros quase 20% menores do que em 2008, uma demonstração de que realmente as previsões estavam muito erradas, mas o que não quer dizer que houve crescimento nos lucros. A realidade continua sendo muito ruim, só não é tão ruim quanto o mercado esperava.

Do lado macroeconômico, os sinais emitidos pelos dados nos EUA são mais ou menos os mesmos do mundo corporativo. Os últimos indicadores vêm surpreendendo positivamente, mas o que não quer dizer que estejam mostrando ou sugerindo uma recuperação efetiva da atividade. O caso do mercado imobiliário é exemplar. A rodada de junho dos principais indicadores mostrou recuperação discreta na margem nas vendas, queda nos estoques e

PIB americano mostra melhora no 2º trimestre, mas com forte ajuda dos Gastos do Governo e não devido à retomada do Consumo/ Investimento

Copom corta Selic para 8,75%, mas sinaliza que ciclo de cortes nos juros chegou ao fim

Hiato do produto folgado permite que retomada da atividade em 2009 e 2010 não gere pressões inflacionárias consideráveis

estabilização dos preços. Mesmo assim, os níveis de vendas, estoques e preços ainda são historicamente muito ruins, somente pararam de piorar, dinâmica que já durava desde 2006. Nossa impressão, portanto, é apenas a de que o pior já passou, algo bem diferente de acreditar que a recuperação efetiva já está em curso.

Ainda sobre os EUA, é importante comentar o resultado do PIB no 2º trimestre. Aparentemente, a aceleração de -6,5% no 1º trimestre para -1% no 2º trimestre é muito positiva. Mas se olharmos os componentes do PIB, veremos que a história é diferente. Do 1º para o 2º trimestre houve forte movimento de expansão de gastos do Governo. Sozinho, o Governo Federal cresceu seus gastos no PIB em 10% no 2º trimestre. Por outro lado, o Consumo americano, assim como os Investimentos, registraram forte retração no mesmo período. A combinação desses resultados nos permite interpretar que o pouco de recuperação da atividade nos EUA está vindo da expansão fiscal do Governo, algo não sustentável no longo prazo. Paralelamente, o impulso esperado e necessário da retomada do consumo e do investimento ainda não apareceu e, no caso, está até sendo negativo.

Chegamos então ao ponto central da discussão sobre a economia americana nos próximos meses. Não basta analisarmos os sinais de estabilização. O grande interesse dos mercados é a perspectiva de retomada, o que inclui o ritmo esperado de recuperação e a sustentabilidade do processo. Acreditamos que a recuperação sustentável e em ritmo satisfatório somente se dará com a retomada do Consumo e do Investimento e não com expansão fiscal do Governo. Com base na situação ainda muito deteriorada do mercado de trabalho, que restringe renda, no nível elevado de endividamento dos consumidores e nos níveis ainda baixos de concessão de crédito, reforçamos nossa visão de que a economia americana irá se recuperar de forma lenta no 2º semestre e em 2010.

No Brasil, a reunião de julho do Copom foi o principal fato novo para reformulação do cenário de juros. Depois de meses de afrouxamento monetário, o Comitê decidiu por novo corte na Selic, agora em 8,75%, mas sinalizou que o ciclo chegou ao fim, pelo menos por enquanto. Depois de 500 bps de cortes nos juros básicos, o Copom parece querer agora avaliar um pouco mais os efeitos do afrouxamento na economia, atitude que nos parece legítima. Acreditamos que o BC tenha a visão de que o nível atual da Selic não é baixo demais, a ponto de precisar, quase que obrigatoriamente ser corrigido no ano que vem. Os comunicados recentes do BC nos fazem supor que Meirelles e seus diretores realmente acreditam que o nível atual da Selic é compatível com as metas de inflação em 2009 e 2010. Nessa linha, reforçamos ainda mais nossa aposta de que o patamar de juro neutro no país hoje é certamente menor do que no passado recente.

Nosso cenário benigno para a trajetória de juros, obviamente, contém riscos, mas que, ainda acreditamos, não influenciarão negativamente. No âmbito da inflação, já temos a inflação corrente dentro da meta (IPCA-15 de 12 meses até julho caiu para 4,47%), expectativas para 2009 e 2010 também dentro da meta e ainda um IGP-M negativo esperado para esse ano, fator que deverá contribuir para sugerir preços administrados e alguns serviços indexados no IPCA de 2010.

Já o cenário para atividade, apesar de resultados mais fortes na margem, como os indicadores dos últimos meses de Confiança do Consumidor e da Indústria, continua sinalizando uma retomada razoável para a atividade doméstica, mas não suficiente para pressionar os preços. Nesse ponto, a discussão é focada no chamado hiato do produto, a diferença entre nível total demanda e o nível total de oferta potencial numa economia. Antes da crise, o hiato estava muito "apertado", o que significa dizer que a demanda era igual ou superior à oferta, um

A recente crise financeira, de proporções inéditas em muitos aspectos, joga luz sobre a insensatez humana

A bolha da informática de 2000/01 gerou o afrouxamento monetário que acabou criando as bases da bolha do crédito imobiliário

catalizador de inflação. De outubro de 2008 a março de 2009, o nível de atividade caiu fortemente, o que significa dizer que demanda e oferta caíram. Mas o detalhe é que a demanda caiu e não vai voltar ao que era rapidamente, enquanto a oferta caiu para se adaptar à demanda, mas o que importa não é a produção efetiva e sim a capacidade de produção. A realidade da economia brasileira hoje é de “folga” no hiato. Na indústria, por exemplo, mesmo com a recuperação ocorrida de janeiro e junho, o nível de produção atual é cerca de 15% menor do que em outubro de 2008, o pico da atividade no Brasil pré-crise. A conclusão é que mesmo com recuperação da atividade ainda há espaço grande para acomodar uma maior demanda dentro do potencial da oferta sem gerar inflação. Acreditamos que os juros baixos irão impulsionar a demanda nos próximos meses, mas ainda sem pressões inflacionárias. Sendo assim, vemos totais condições da manutenção do nível atual da Selic por período mais longo do que o precificado hoje no mercado.

Opinião Mercato

Ah, Insensatez

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

O tema da insensatez tem ocupado boa parte da produção intelectual e artística ao longo dos séculos. Pinturas, músicas, livros e filmes, além de incontáveis críticas e ensaios foram produzidos sobre a insensatez. Em 1984, a historiadora norte-americana Barbara W. Tuchman trouxe a público um texto de fôlego denominado A Marcha da Insensatez, no qual aborda episódios históricos nos quais ações parecem ter sido conduzidas com o propósito deliberado de contrariar os próprios interesses de quem tomou as decisões. A autora analisa 4 episódios históricos, a saber: o presente grego do cavalo de Tróia, os desmandos do papado durante o período da renascença, a independência dos EUA e o fiasco norte-americano no Vietnã. Para sua análise, Barbara estabelece 3 critérios de elegibilidade dos acontecimentos: 1) que o potencial de conseqüências adversas tenha sido percebido à época das decisões e não constatado posteriormente; 2) a existência de um curso alternativo e viável para as ações; e 3) que as decisões tenham sido decorrentes do pensamento e da vontade de um grupo de pessoas e não apenas de um indivíduo isoladamente.

A recente crise financeira, que em muitos aspectos teve proporção absolutamente inédita, joga luz sobre a questão da insensatez humana. Muito se disse sobre uma bolha especulativa nos mercados imobiliários, com destaque para o norte-americano. Tal bolha seria decorrente de um ambiente de juros muito baixos assim mantidos por muito tempo. No caso dos EUA, o afrouxamento monetário deu-se durante o ano de 2001, e os juros permaneceram em nível historicamente muito baixo por 30 meses, tornando extremamente atraente a aquisição de imóvel por meio de financiamentos hipotecários de longo prazo. Ironicamente, o que marcou o início do afrouxamento monetário nas economias centrais foi o fim de outra bolha especulativa, aquela dos preços das ações de empresas de tecnologia da informação.

O crédito era abundante e não somente para as hipotecas, mas para o consumo dos norte-americanos, em geral. E de onde vinha este excesso de poupança? Certamente não da poupança doméstica, em níveis irrisórios, quando não negativos. A poupança era exportada pelos países emergentes que acumulavam superávits nas transações correntes, saldo este advindo, principalmente, das relações comerciais com os EUA. Tais países mantinham políticas

A economia americana precisa passar por processo amplo de reordenação dos padrões de concessão de crédito e poupança dos indivíduos

O otimismo com a recuperação rápida da economia americana nos parece muito exagerado

cambiais que garantissem a competitividade de seus produtos manufaturados no mercado norte-americano, proporcionando, desta forma, a geração de empregos locais, em uma versão século XXI de mercantilismo.

Do lado da sociedade norte-americana, essa oferta abundante de crédito, ainda que sob a forma de poupança importada, sustentou níveis excepcionalmente elevados de consumo doméstico. Na verdade, o ritmo das vendas no varejo já era muito elevado desde meados dos anos 90. Se expurgarmos os anos 2000, 2001 e 2002, marcados, respectivamente, pelo fim da bolha do Nasdaq, pelos ataques terroristas e pelos escândalos contábeis, os consumidores norte-americanos elevaram seus gastos em cerca de 6% ao ano, em média, entre 1993 e 2006. Esse ritmo de expansão é típico de uma economia em desenvolvimento e absolutamente incompatível com um país rico.

Resumindo o quadro acima exposto, os EUA consomem muito, gerando déficits comerciais intensos. Os países que se beneficiam das importações norte-americanas mantêm seus produtos competitivos, acumulando divisas. Esses mesmos países exportam o excedente de divisas para financiar o consumo dos EUA, o que, conseqüentemente, segue elevando suas reservas. Parece um sistema circular, auto-alimentado? E é mesmo. Só que ele é baseado na manutenção ou até mesmo ampliação de desequilíbrios. O cheiro exalado é de que não é sustentável e, por isso, deve ser evitada sua repetição.

Não seria razoável esperar que os países superavitários alterassem suas políticas mercantilistas, que têm garantido o crescimento do emprego e da renda, até aqui. O razoável seria uma reordenação dos padrões de concessão de crédito e de poupança dos indivíduos nos EUA. Tal mudança significaria, forçosamente, uma redução nos níveis de consumo projetado, o que se traduziria em taxas bem menores de expansão do PIB norte-americano, mesmo depois que a crise tiver passado e suas conseqüências estiverem bem digeridas.

Por tudo isso, fico um pouco assustado quando vejo reações de um otimismo exagerado, quase eufórico, dos agentes dos mercados de capitais ao ser divulgado um indicador positivo de consumo nos EUA. Fica parecendo que todos torcem (ainda que inconscientes) por uma continuação do filme-tragédia recente.

Os episódios de especulação financeira acumulam-se ao longo da história, mas o ser humano reluta em aceitar a experiência do passado como aprendizado, acreditando, sempre que “Desta vez será diferente”. Se ainda fosse viva, Barbara Tuchman poderia começar a rascunhar um novo capítulo para uma versão ampliada de seu livro de 1984, pois todos os critérios mencionados no primeiro parágrafo deste texto são atendidos.

No momento, vem à minha mente uma mensagem pelo serviço de alto-falantes: “Passageiros com destino à catástrofe dirijam-se ao portão 2010, onde a Nau dos Insensatos os espera para embarque imediato”. É pouco provável que tenham uma boa viagem.

Tabelas de Indicadores

Mercado Financeiro

	Fech.	jul/09	2009	2008
BOLSAS INTERNACIONAIS				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
S&P 500	987	7,41%	9,33%	-38,49%
DOW JONES	9.172	8,58%	4,50%	-33,84%
NASDAQ	1.979	7,82%	25,46%	-40,54%
DAX (Alemanha)	5.332	10,89%	10,85%	-40,37%
FTSE-100 (Inglaterra)	4.608	8,45%	3,93%	-31,33%
CAC-50 (França)	3.426	9,10%	6,47%	-42,68%
IPSA (Chile)	3.226	4,39%	35,76%	-22,13%
MEXBOL (México)	27.044	10,98%	20,84%	-24,23%
MICEX (Rússia)	1.053	8,41%	70,02%	-67,20%
SHANGHAI (China)	3.582	15,30%	87,36%	-65,38%
KOSPI (Coreia do Sul)	1.557	12,03%	38,49%	-40,73%
MOEDAS				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
EURO	1,43	1,60%	2,05%	-4,24%
LIBRA	1,67	1,55%	14,53%	-26,48%
IENE	94,68	-1,74%	4,46%	-18,89%
COMMODITIES				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
CRB	257,45	3,00%	12,16%	-36,01%
OURO	954,00	2,96%	8,16%	5,77%
PETRÓLEO (WTI)	69,45	-0,63%	56,70%	-53,53%
(EUA) JUROS/INFLAÇÃO				
	Taxa (%)	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Taxa (%)
FED FUNDS	0,25	0	0	0,25
U.S Treasury (2 anos)	1,12	0	35	0,77
U.S Treasury (10 anos)	3,48	-5	127	2,21
U.S Treasury (30 anos)	4,30	-3	162	2,68
Inflação Imp. (10 anos)	1,77	1	165	0,12

	Fech.	jul/09	2009	2008
BRASIL				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
BOLSA	54.766	6,41%	45,85%	-41,22%
IBOVESPA	54.766	6,41%	45,85%	-41,22%
IBrX-100	17.489	4,98%	39,47%	-41,77%
CÂMBIO				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
USD/BRL	1,87	-4,44%	-19,42%	30,03%
RISCO				
	Em Pts	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Em Pts
CDS (5 anos)	134	-43	-167	301
JUROS				
	Taxa (%)	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Taxa (%)
DI JAN10	8,64	-15	-352	12,16
DI JAN12	11,04	-2	-125	12,29
BENCHMARKS				
		Rend.	Rend.	Rend.
CDI	-	0,79%	6,18%	12,37%
SELIC	-	0,79%	6,17%	12,47%
IRF-M	-	0,97%	8,73%	13,88%
IHF-A	-	1,85%	13,86%	3,81%

Indicadores Macroeconômicos

	jul/09	jun/09	mai/09	abr/09	mar/09	fev/09	jan/09	12m	2008
BRASIL									
Produção Industrial	-	-10,9%	-11,2%	-14,8%	-9,7%	-16,8%	-17,5%	-6,47%	3,10%
NUCI - CNI	-	-	79,8%	79,4%	78,8%	78,1%	77,9%	-	79,0%
Vendas no Varejo	-	-	4,0%	7,0%	1,3%	3,8%	6,0%	6,5%	9,1%
Taxa de Desemprego	-	0,0%	5,0%	5,0%	5,1%	4,8%	4,7%	8,1%	7,9%
Balança Comercial (US\$ bi)	2.928	4.625	2.651	3.712	1.504	1.767	-518	26.821	24.834
Reservas (US\$ bi)	211.871	208.425	205.576	201.250	202.460	199.412	200.813	-	206.806
Superávit Primário (% PIB)	-	2,0%	2,3%	3,1%	3,3%	8,0%	3,6%	-	4,1%
Relação Dívida/PIB (%)	-	43,53%	42,98%	38,42%	37,56%	37,11%	36,86%	-	36,00%
IPCA	-	0,36%	0,47%	0,48%	0,20%	0,55%	0,48%	4,80%	5,90%
IPCA-15	0,22%	0,38%	0,59%	0,36%	0,11%	0,63%	0,40%	4,90%	6,10%
INPC	-	0,42%	0,60%	0,55%	0,20%	0,31%	0,64%	4,94%	6,48%
IGP-M	-0,43%	-0,10%	-0,07%	-0,15%	-0,74%	0,26%	-0,44%	-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