

BC divulga o Relatório de Inflação e mantém discurso dovish

Modelos de inflação do BC continuam apontando para IPCA acima do centro da meta no fim de 2012

Destaques do mês

- BC mantém discurso dovish no Relatório de Inflação do 3º trimestre, mas mostra projeções para o IPCA no fim de 2012 ainda acima do centro da meta. Cenário internacional deteriorado continua sendo o principal argumento para justificar a política monetária mais frouxa;

- Em linha com o esperado, FOMC mantém juros americanos zerados e anuncia o início da Operação Twist, que irá aumentar o prazo dos títulos do Tesouro que o Fed carrega atualmente no seu balanço. Bernanke volta a afirmar que ainda poderá usar instrumentos de política monetária para estimular a economia;

- Crise da dívida na Europa se amplia. Líderes da região continuam tentando chegar a consenso sobre o que fazer para lidar com a situação insustentável da Grécia. Bancos apresentam dificuldades e mercado já cobra injeção de capital novo em várias instituições.

Cenário e Perspectivas

A política monetária voltou a ser destaque do cenário econômico interno em setembro. Não houve reunião do Copom no mês, mas o BC divulgou o Relatório de Inflação referente ao 3º trimestre, que o mercado aguardava com ansiedade à procura de justificativas mais embasadas para a decisão de cortar juros tomada na reunião de agosto.

No extenso documento, Tombini e sua equipe mantiveram tom bastante *dovish*, em linha com os últimos documentos oficiais divulgados recentemente. O BC continua preocupado com a inflação corrente elevada, mas dá mais peso aos riscos de crescimento mundial baixo e à própria desaceleração doméstica. Claramente, a variável principal de decisão do BC é o crescimento econômico, e não a inflação, o que justifica a decisão polêmica de iniciar um ciclo de cortes de juros com caráter preventivo.

A grande expectativa em relação ao Relatório de Inflação girava em torno dos modelos que o BC utiliza para projetar o IPCA em determinados períodos à frente. Os números apresentados no fim do 2º trimestre apontavam para uma inflação ligeiramente acima da meta no fim de 2012 e não ocorreram muitas mudanças na revisão feita para o relatório do 3º trimestre. Nos modelos tradicionais, o IPCA 2012 continuou acima meta. O cenário de mercado apontou para 5% de inflação, enquanto o cenário de referência indicou IPCA de 4,7% até o fim do ano que vem. Não houve deterioração relevante em relação à última janela de cálculo, mas o problema é o nível das projeções.

Para completar, o BC apresentou os resultados do modelo alternativo de inflação, batizado de SAMBA. Trata-se de um modelo mais complexo, que processa mais de 300 equações para chegar no resultado final. Acreditávamos que esse modelo pudesse estar apontando para IPCA abaixo de 4,5% em 2012, sendo, portanto, a principal justificativa técnica para o corte de juros do mês de agosto. No entanto, o modelo alternativo apresentou resultado praticamente igual aos outros, 4,7%.

Em nossa visão, tecnicamente, o Relatório de inflação, ao reapresentar projeções de inflação para 2012 acima da meta, limitou o espaço para cortes de juros mais agressivos. No entanto, o BC já consolidou seu argumento para justificar cortes adicionais na Selic e esse racional não tem muita relação com inflação e sim com a atividade econômica. Não descartamos cortes superiores a 0,5% nas próximas reuniões. O que precisa ficar claro é que a motivação para os cortes será do lado qualitativo da análise, e não do quantitativo. O BC parece estar

**Fed anuncia início da
Operação Twist, com o
objetivo de reduzir
juros de longo prazo**

buscando testar níveis mais baixos de juros reais e está contando com uma inflação controlada em 2012, que, por sua vez, depende de uma desaceleração da economia global.

No cenário internacional, o principal destaque de setembro nos EUA foi a última reunião do FOMC, realizada no dia 20 de setembro. Como o esperado, o Fed manteve os juros estáveis no *range* de 0% a 0,25%. A novidade da reunião ficou por conta do anúncio da chamada Operação *Twist*, uma alteração na estratégia de ação do Fed com objetivo de estimular a economia. Nos próximos meses, o Banco Central americano irá trocar US\$ 400 bilhões em títulos do Tesouro que compõem seu balanço e possuem prazo entre 3 e 10 anos por títulos mais longos, com prazo entre 10 e 30 anos. O objetivo é aumentar a *duration* do balanço do Fed e tentar reduzir os juros longos no país para estimular o consumo, principalmente no mercado imobiliário.

Em nossa visão, a Operação *Twist* tem poder limitado para estimular a atividade econômica. As taxas de juros longas caíram um pouco desde o anúncio da atuação do Fed, mas temos dúvidas sobre o repasse desses juros mais baixos para as taxas longas das hipotecas, bem como dúvidas em relação à retomada da demanda por imóveis, mesmo sob influência de taxas de juros menores. Os problemas do mercado imobiliário vão muito além do custo de crédito. Nosso texto especial do mês traz um estudo exatamente sobre esse tema (pagina 3).

Acreditamos que o Fed tem agido de forma correta. O problema é que, com os juros básicos já zerados, o poder de fogo de Bernanke e sua equipe é limitado. O próprio Bernanke tem repetido seguidas vezes que a política monetária não é a panacéia para os problemas da economia. Nos próximos meses, não descartamos que o Fed possa anunciar novas medidas de afrouxamento monetário, como, por exemplo, o corte da taxa de remuneração das reservas bancárias e a formalização de metas de inflação e emprego. Um caso mais extremo, para a eventualidade da economia desacelerar mais, seria a execução de um QE3. Essa hipótese não nos parece provável hoje, mas pode ser uma opção em caso de novas rodadas de indicadores econômicos muito fracos e desvalorizações da bolsa americana.

O mês de setembro marcou uma nova mudança de patamar da crise da dívida na Europa. Está cada vez mais claro que a situação da Grécia é insustentável, mas, infelizmente, o problema não se restringe ao país. A periferia europeia continua convivendo com uma dura realidade de baixo crescimento, dívida elevada e necessidade de ajuste fiscal forte. Portugal, Irlanda, Itália e Espanha continuam como destaques negativos. A grande mudança ocorrida no mês passado diz respeito à contaminação das instituições financeiras. Depois de meses de uma crise soberana, os bancos passaram a sofrer com a crise de confiança.

Ao longo do mês, alguns boatos apontaram para problemas de liquidez em grandes instituições como o Société Générale e BNP Paribas, da França. O franco-belga Dexia anunciou um rombo que pode chegar a US\$ 120 bilhões. Pressionados por toda essa onda de tensão, os líderes europeus mudaram um pouco a postura e passaram a negociar em caráter emergencial. Até agora, não há qualquer acordo fechado para capitalização dos bancos em dificuldade, nem mesmo uma costura política para ampliação do fundo de resgate europeu, chamado EFSF. De qualquer forma, nos parece claro que as lideranças da zona do euro já concluíram que uma resposta enérgica precisa ser dada o quanto antes. Em nossa visão, um grande EFSF com lastro total superior a € 1 trilhão pode ajudar a sustentar a situação da região em condições normais por mais tempo. O fundo não resolve o desequilíbrio fiscal da região, mas é capaz de acalmar os mercados e dar mais tempo para que um processo de reestruturação ordenada das dívidas e um ajuste fiscal seja desenhado e executado.

**Líderes europeus
parecem mais perto de
um acordo para
recapitalizar bancos e
expandir EFSF**

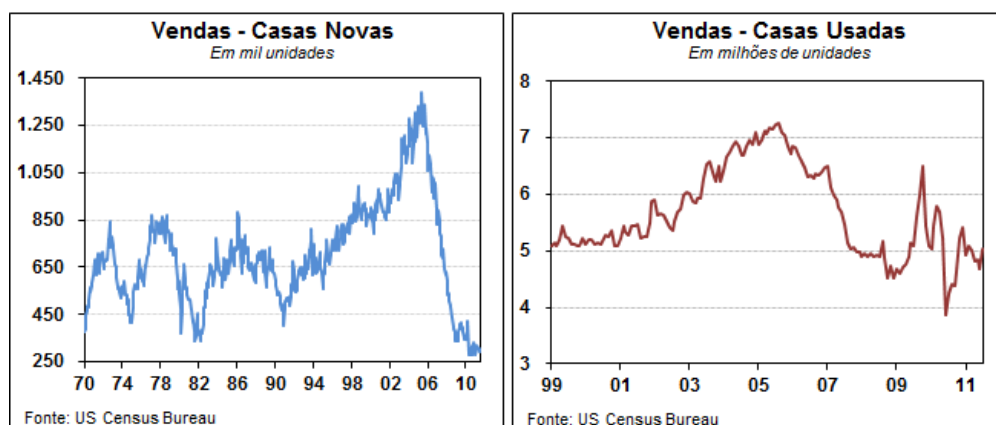
Opinião Mercatto

O mercado imobiliário americano e as restrições para o consumo

Gabriel Goulart – Analista Econômico

A recuperação do mercado imobiliário nos parece condição necessária para que a economia americana volte a crescer em nível robusto e sustentável. Infelizmente, mais de 5 anos depois do início da desaceleração do *housing*, ainda não vemos sinais significativos de retomada da atividade no setor.

As vendas de casas novas e usadas têm oscilado muito na margem, mas as variações são irrelevantes quando olhamos o nível atual das vendas numa perspectiva histórica. Não há sinal de recuperação das vendas de imóveis nos EUA. Destaque negativo para o *New Home Sales* (NHS), indicador de vendas de casas novas, que está na mínima desde o início da série em 1970. Os dados recentes têm gravitado ao redor de 300 mil unidades vendidas anualmente. Nos anos pré-crise, as vendas superavam 1,2 milhão de unidades por ano. O *Existing Home Sales* (EHS), dado de vendas de casas usadas, tem apresentado resultados um pouco melhores, mas muito longe do ideal. Atualmente são 5 milhões de imóveis vendidos anualmente contra uma média próxima de 7 milhões ao longo dos anos de *boom*.



A partir da análise dos números de vendas de imóveis divididos por região, podemos ver que a fraqueza do setor está espalhada pelo país. De fato, a crise imobiliária americana teve diferentes intensidades dependendo do estado. Flórida, Arizona, Nevada e Califórnia tiveram as maiores quedas de preços, por exemplo. De qualquer forma, quando dividimos o país em 4 regiões, podemos ver que as vendas caíram praticamente numa mesma magnitude e que ainda resta um longo caminho até que o ritmo de vendas volte a um patamar condizente com o pré-crise.

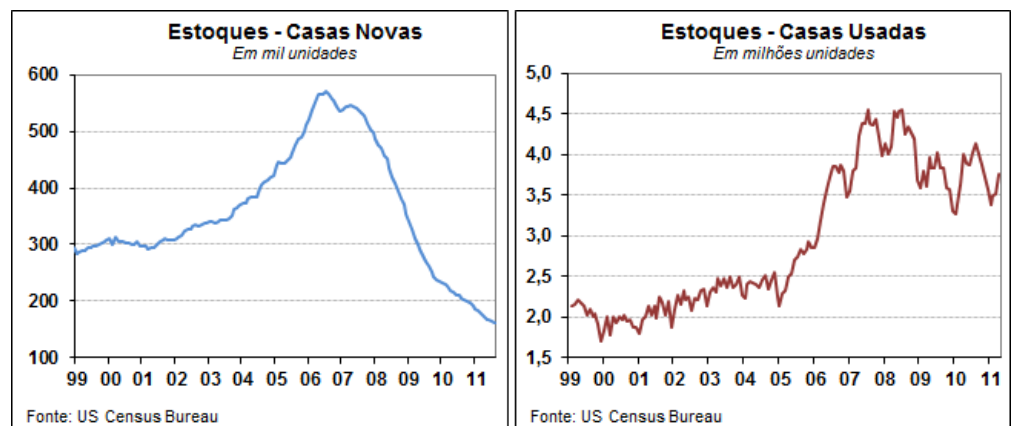
Varição dos Preços de Imóveis - Regiões Americanas

	Max→Min	Min→Hoje	Max→Hoje
Sul	-45%	26%	-30%
Oeste	-45%	34%	-26%
Meio-Oeste	-49%	30%	-34%
Nordeste	-48%	22%	-36%

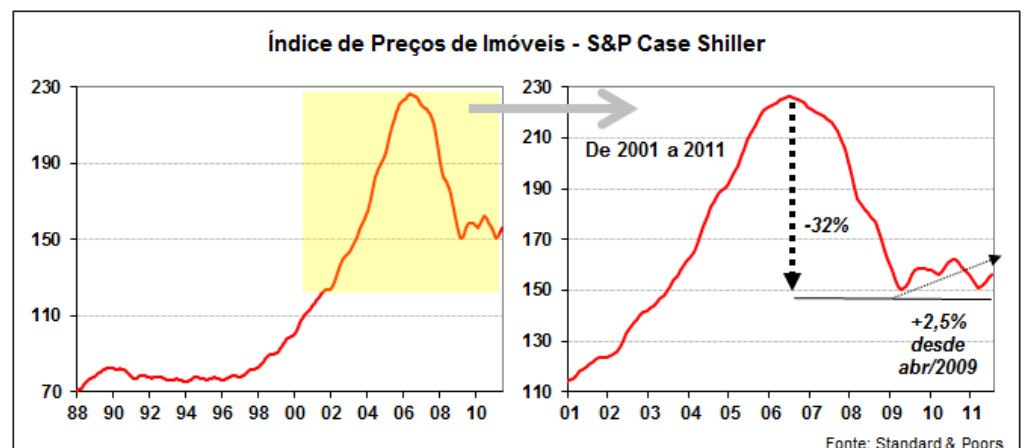
Fonte: US Census Bureau

O nível baixo de vendas vem mantendo os estoques de imóveis – particularmente os usados – em patamar extremamente elevado. Hoje, há claro desequilíbrio no mercado de imóveis usados, o que se reflete na formação de preços. Os estoques de imóveis novos estão nas mínimas históricas, o que é bom para os preços, mas não representa uma boa notícia em

todos os sentidos. O nível de estoques de imóveis novos não está baixo por conta de vendas fortes, mas sim devido à escassez de novas construções. O *Housing Starts*, indicador de novas construções de imóveis, está praticamente parado nas mínimas históricas desde o início de 2009.



Os estoques elevados de imóveis têm sido fator fundamental para impedir uma verdadeira recuperação dos preços no setor. O indicador mais acompanhado, o *S&P Case Shiller*, mostra bem a situação. A queda máxima dos preços foi de 32% de mai/2006 até abr/2009. Desde então, são mais de 2 anos com recomposição de preços de apenas 2,5%.

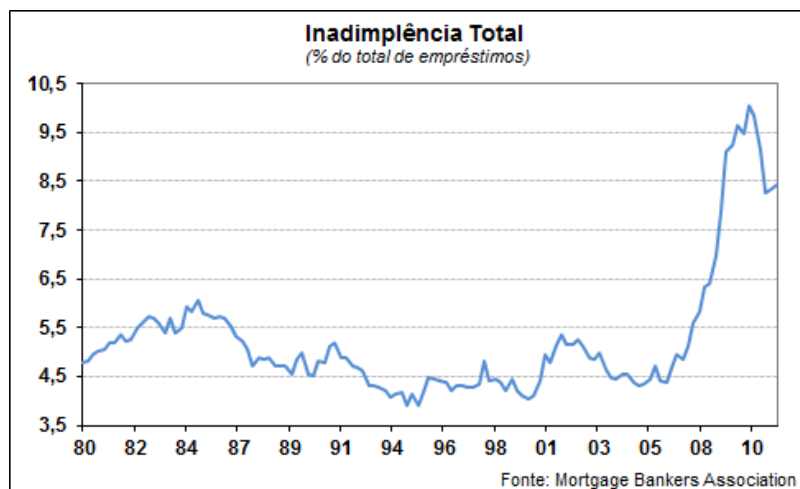


Sem recuperação de preços, pior para as famílias americanas, que têm boa parte de sua riqueza e/ou seu passivo atrelado ao imóvel próprio/financiado. A análise do balanço consolidado das famílias mostra que o valor total do ativo imobiliário do país caiu de US\$ 29,5 trilhões em 2006 para a mínima atual de US\$ 23,2 trilhões. Simplesmente, US\$ 6,3 trilhões de riqueza destruída (quase 3 PIBs do Brasil). E as implicações dessa queda nos preços dos imóveis nos últimos anos vão muito além de uma simples queda do efeito-riqueza. Hoje, 30% das hipotecas do país estão “debaixo d’água”, o que significa dizer que o valor da hipoteca total do imóvel é maior do que o valor de mercado do mesmo. Essa dinâmica perversa implica em aperto orçamentário das famílias, por conta das prestações da hipoteca, que acaba restringindo ainda mais o consumo corrente (já reprimido pelo desemprego elevado e pelo crescimento pífio da renda nos últimos anos).

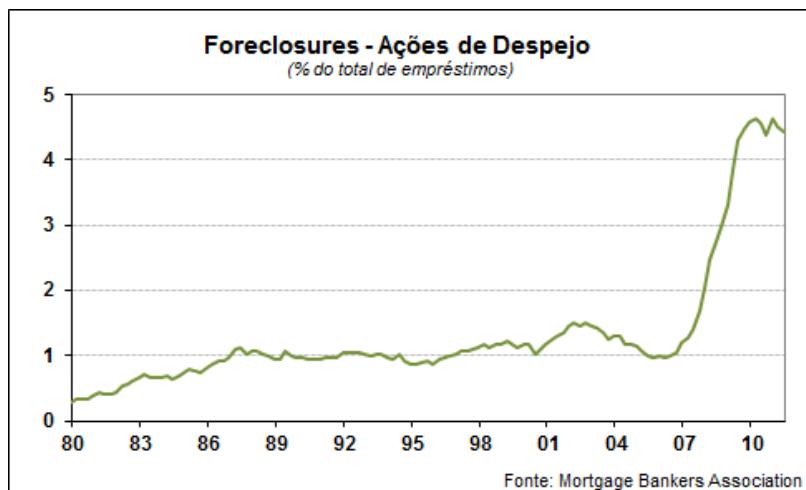
Balço Pessoas Físicas - EUA

	2006	2007	2008	2009	2010	2T11
Ativo	77.576	78.598	65.532	68.162	71.519	72.326
Ativos Tangíveis	29.512	27.973	24.356	23.679	23.380	23.182
Ativos Financeiros	48.064	50.625	41.176	44.483	48.104	49.144
Depósitos	6.753	7.406	8.013	7.936	7.913	8.053
Instrumentos de Crédito	3.470	4.066	3.966	4.119	4.255	4.130
Ações	20.358	20.939	12.475	15.991	18.304	19.208
Outros	17.483	18.215	16.722	16.437	17.492	17.752
Passivo	13.444	14.367	14.223	14.077	13.941	13.862
Hipotecas Residenciais	9.865	10.540	10.498	10.342	10.055	9.934
Crédito ao Consumidor	2.416	2.555	2.594	2.478	2.434	2.424
<i>Municipal Securities</i>	224	241	269	264	268	269
Empréstimos Bancários	86	100	118	147	263	269
Outros Empréstimos	124	127	133	134	136	137
Hipotecas não-residenciais	214	240	252	243	228	225
Patrimônio Líquido	64.132	64.231	51.309	54.084	57.577	58.463
Renda Pessoal	11.590	12.227	12.212	12.007	12.625	12.982

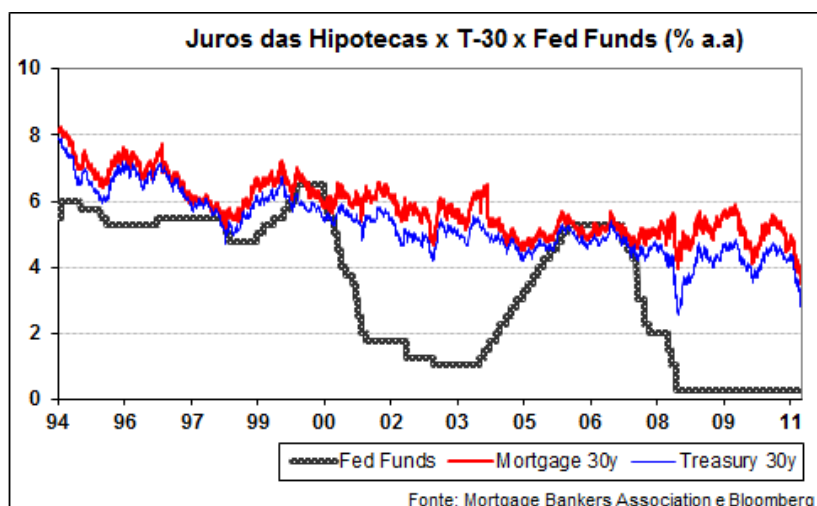
Outro ponto que merece atenção é a inadimplência dessas hipotecas, sejam as “debaixo d’água” ou não. É inegável que os financiamentos *subprime* representam parte relevante da inadimplência corrente, mas o nível de inadimplência na modalidade *prime* de crédito também está muito acima da média histórica. No *subprime ARM* (juros pós-fixados), que pode ser considerado a pior categoria de crédito, a inadimplência chega a 30% contra cerca de 15% no período pré-crise. Já no *prime FRM* (pré-fixado), a inadimplência está em 4,5%, abaixo das máximas (6%), mas muito acima das médias históricas (2% a 2,5%).



As altas taxas de inadimplência vêm sendo responsáveis por um outro fenômeno bastante nocivo para o equilíbrio do mercado imobiliário, o aumento das ações de despejo – *Foreclosures*. Os *Foreclosures* pressionam os preços para baixo, além de representar uma realização de perda financeira e de patrimônio relevante para o indivíduo despejado. O total de *Foreclosures* está hoje em 4,5% do total de empréstimos, muito acima da média histórica (1%).

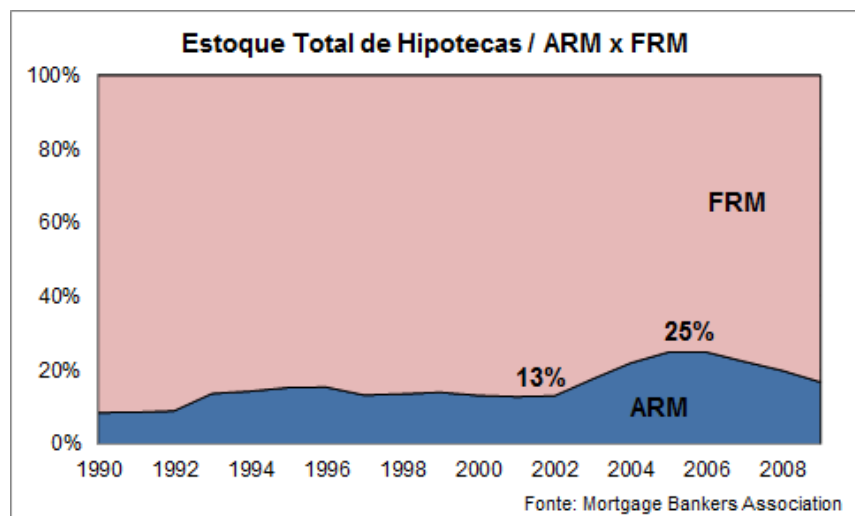


Como afirmado anteriormente, a fraqueza do *housing* inibe a recuperação da economia americana. Felizmente, o Fed parece ter consciência disso. O QE2, de nov/2010, tinha como um dos objetivos inflar preços de ativos, incluindo imóveis. O plano não deu certo como pudemos ver, mas Bernanke não desistiu. A última reunião do FOMC marcou o início da chamada Operação *Twist*, de alongamento da *duration* do balanço do Fed. O objetivo é achatar a curva de juros longa do país, principalmente, para os vencimentos entre 10 e 30 anos. Nos vencimentos mais longos, a redução dos *yields* tende a pressionar para baixo as taxas das hipotecas, em sua maioria, de 30 anos. Como podemos ver no gráfico abaixo, a Operação *Twist*, desde meados de setembro, já contribuiu para jogar a taxa do *T-Note* de 30 anos para baixo de 3% e a taxa de hipotecas do mesmo prazo para patamar inferior a 4%. A grande questão agora é saber se juros de hipotecas menores serão suficientes para reanimar as vendas do setor.



O potencial dos juros baixos para impulsionar o mercado não parece desprezível, embora não seja, em nossa opinião, a solução definitiva. Juros mais baixos significam financiamento mais barato para quem toma novas hipotecas. No entanto, em relação ao estoque de hipotecas, juros mais baixos na ponta significam pouco alívio nos pagamentos mensais. Quando olhamos a divisão do estoque total de hipotecas entre ARM (juros pós-fixados) e FRM (juros pré-fixados), vemos que, atualmente, mais de 80% das hipotecas ativas são pré-fixadas. Todos os contratos dessa modalidade, portanto, não sofrem influência da oscilação dos juros correntes. Neste contexto, a maior parte do estoque de crédito imobiliário não é

sensível aos efeitos da Operação Twist. Um ponto importante, e positivo, para se observar diz respeito à dinâmica recente do mercado. Do fim da década de 90 até o início da derrocada do setor (2005), o crescimento das hipotecas tipo ARM foi 4 vezes maior do que a expansão das hipotecas FRM. Os créditos *subprime* eram todos ARM. O tempo passou e mostrou que os excessos de empréstimos ARM sem verificação da qualidade do tomador geraram a grande crise imobiliária. Hoje, com taxas de hipotecas na mínima histórica, a expectativa do Fed é que ocorra uma recuperação desses devedores. Em nossa opinião, a estratégia do Fed faz sentido e há espaço para alguma melhora. No entanto, a retomada potencial nas vendas nos parece não ser suficiente para ajustar o desequilíbrio de estoques de imóveis, que, por sua vez, em nossa visão, ainda é a variável mais importante que pressiona os preços dos imóveis (riqueza das famílias) para baixo.



Apesar do esforço do Fed e dos possíveis efeitos positivos oriundos da política monetária que vem sendo executada, acreditamos que o maior impulso que o setor imobiliário pode receber é de cunho fiscal e precisa ser decidido pelo Governo/Tesouro. Hoje, 60% das hipotecas estão debaixo do guarda-chuva do Governo americano, representado pelas GSEs (*Government-Sponsored Enterprises*) – Fannie Mae e Freddy Mac. Em 1995, antes do *boom*, esta participação do Governo no mercado era de 40% apenas. Vale notar que de 2004 para 2005, no estouro da bolha, a participação das GSEs saltou de 38% para 52%. O ponto é que hoje o Governo detém boa parte das hipotecas e a imensa maioria das hipotecas podres. Sendo assim, temos poucas chances de errar ao afirmar que as famílias mais afetadas pela dinâmica perversa do mercado – hipotecas “debaixo d’água”, pagamentos mensais que comprometem parte muito substancial da renda, inadimplência por falta de emprego, etc – tem o Governo como credor. Neste contexto, entendemos que o Governo poderia organizar um pacote de renúncia fiscal de parte ou integralidade de pagamentos de hipotecas por determinado período de tempo. A ideia não é incentivar novas vendas, mas sim liberar renda, hoje sufocada pela combinação desemprego/hipotecas altas, para consumo. A chave para a recuperação americana não é a reativação do mercado imobiliário como gerador de empregos diretos. A importância do *housing* para a economia é indireta, via efeito-riqueza e alívio da renda alocada em hipotecas impagáveis.

Tabelas de Indicadores

Mercado Financeiro

	Fech.	set/11	2011	2010
BOLSAS INTERNACIONAIS				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
S&P 500	1.131	-7,18%	-10,04%	12,78%
DOW JONES	10.913	-6,03%	-5,74%	11,02%
NASDAQ	2.415	-6,36%	-8,95%	16,91%
DAX (Alemanha)	5.502	-4,89%	-20,42%	16,06%
FTSE-100 (Inglaterra)	5.128	-4,93%	-13,08%	9,00%
CAC-50 (França)	2.982	-8,44%	-21,63%	-3,34%
IPSA (Chile)	3.889	-9,32%	-21,08%	37,59%
MEXBOL (México)	33.503	-6,21%	-13,09%	20,02%
MICEX (Rússia)	1.367	-11,61%	-19,04%	23,21%
SHANGHAI (China)	2.471	-8,11%	-15,96%	-14,46%
KOSPI (Coreia do Sul)	1.770	-5,88%	-13,72%	21,88%
MOEDAS				
	Em US\$	Var. %	Var. %	Var. %
EURO	1,34	-6,83%	0,02%	-6,54%
LIBRA	1,56	-4,10%	-0,18%	-3,45%
IENE	77,06	0,52%	-5,00%	-12,80%
COMMODITIES				
	Em US\$	Var. %	Var. %	Var. %
CRB	298,15	-12,97%	-10,41%	17,44%
OURO	1.623,97	-11,05%	14,30%	29,52%
PETRÓLEO (WTI)	79,20	-10,82%	-13,33%	15,15%
(EUA) JUROS/INFLAÇÃO				
	Taxa (%)	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Taxa (%)
FED FUNDS	0,25	0	0	0,25
U.S Treasury (2 anos)	0,25	4	-35	0,60
U.S Treasury (10 anos)	1,92	-31	-138	3,30
U.S Treasury (30 anos)	2,91	-69	-142	4,34
Inflação Imp. (10 anos)	1,76	-32	-57	2,33

	Fech.	set/11	2011	2010
BRASIL				
	Em Pts	Var. %	Var. %	Var. %
BOLSA	52.324	-7,38%	-24,50%	1,04%
IBOVESPA	18.025	-4,55%	-18,95%	2,61%
IBrX-100				
CÂMBIO				
	Em R\$	Var. %	Var. %	Var. %
USD/BRL	1,88	18,22%	13,12%	-4,77%
RISCO				
	Em Pts	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Em Pts
CDS (5 anos)	202	59	90	111
JUROS				
	Taxa (%)	Var. (Bps)	Var. (Bps)	Taxa (%)
DI JAN12	11,10	-84	-94	12,04
DI JAN13	10,33	-75	-194	12,27
BENCHMARKS				
		Flend.	Flend.	Flend.
CDI	-	0,94%	8,69%	9,74%
SELIC	-	0,94%	8,71%	9,77%

Indicadores Macroeconômicos

	set/11	ago/11	jul/11	jun/11	mai/11	abr/11	mar/11	12m	2010
BRASIL									
Produção Industrial	-	1,8%	-0,7%	1,0%	2,5%	-1,7%	-1,1%	2,28%	10,46%
NUCI - CNI	-	-	82,1%	82,4%	82,5%	82,3%	82,5%	-	-
Vendas no Varejo	-	-	7,1%	7,1%	6,3%	10,2%	4,0%	8,5%	10,9%
Taxa de Desemprego	-	3,4%	3,4%	3,5%	3,6%	3,7%	3,7%	6,1%	6,7%
Balança Comercial (US\$ bi)	3.074	3.873	3.135	4.430	3.529	1.863	1.552	30.613	20.325
Reservas (US\$ bi)	349.708	353.397	346.144	335.775	333.017	328.062	317.146	-	287.870
Superávit Primário (% PIB)	-	3,8%	3,8%	3,5%	3,3%	3,1%	3,2%	3,8%	2,8%
Relação Dívida/PIB (%)	-	39,25%	39,39%	39,65%	39,78%	39,85%	39,88%	-	40,16%
IPCA	-	0,37%	0,16%	0,15%	0,47%	0,77%	0,79%	7,31%	5,91%
IPCA-15	0,53%	0,27%	0,10%	0,23%	0,70%	0,77%	0,60%	7,33%	5,79%
INPC	-	0,42%	0,00%	0,22%	0,57%	0,72%	0,66%	6,87%	6,47%
IGP-M	0,65%	0,44%	-0,12%	-0,18%	0,43%	0,45%	0,62%	7,46%	11,32%

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