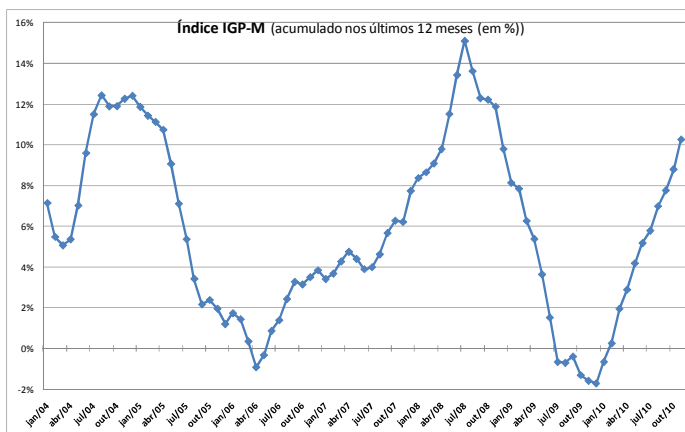




O dragão está acordando?

Quem tem uma certa idade, e viveu o tempo da inflação, sabe o desconforto que ela causa nos indivíduos e como esse "dragão" penaliza a economia como um todo. **Desde o Plano Real, já se vão 16 anos com a inflação sob controle.** Em alguns momentos tivemos surtos inflacionários (quase sempre acompanhados de desvalorizações cambiais mais agudas), mas sempre com o Banco Central cumprindo o seu papel e controlando esses picos. Agora, **pela primeira vez em duas décadas, estamos nos perguntando se esse final de governo Lula e começo de governo Dilma está trazendo uma deterioração mais estrutural dos fundamentos econômicos que poderão por em risco os ganhos do Plano Real.**

Além de estarmos vivendo um surto inflacionário, com o IPGM em 12 meses já passando de 10%, temos motivos para desconfiar de uma lenta deterioração na gestão macro-econômica, o que poderá levar a inflação para patamares mais elevados. Primeiramente, há a redução do superávit primário nos últimos anos do governo Lula. De um superávit primário de 4,10% do PIB estamos atualmente com apenas 2,85%. Essa conta primária é formada pelas receitas menos despesas (excluindo-se das últimas o pagamento de juros da dívida pública). Quando a despesa de juros entra (e deve sempre entrar) temos um déficit nominal de 2,52% do PIB nos últimos 12 meses. Ou seja, a cada ano o Brasil tem que se endividar mais no mercado interno para cobrir esse "pequeno" rombo de R\$ 88 bilhões. Não é de se espantar que a dívida pública esteja em R\$ 1,44 trilhões de reais. **Cada brasileiro, de mamando a caducando, deve hoje pouco mais de R\$ 7 mil.**



É por conta dessa dívida enorme que o Banco Central não consegue baixar os juros, que pelo visto deverão subir em 2011, caso a nova diretoria do BC continue rezando pela cartilha técnica e não política. E no *front* dos gastos públicos tivemos a nomeação de Guido Mantega para continuar a frente da Fazenda. Mantega nos últimos dois anos foi um notório gastador. E os primeiros sinais não são animadores, Lula já defende a compra de um novo avião (cinco vezes mais caro) para Dilma, com o argumento de que é "humilhante" fazer escalas em viagens longas. Não há responsabilidade fiscal que resista à necessidade de auto-afirmação de governantes.

O tripé da estabilidade econômica tem sido a responsabilidade fiscal (em deterioração), o regime de metas de inflação (veremos a seguir) e o câmbio flutuante (no nosso caso nem tão flutuante assim). Dilma já deixou claro que irá perseguir uma meta de juros reais (juros nominais menos inflação) de apenas 2%. O Banco Central tem um mandato claro de meta de inflação. Se ganhar uma meta de juros reais, os dois mandatos serão mutuamente excludentes. **É como tentar acelerar e freiar um carro ao mesmo tempo. Vai parar fora da pista.**

Vivemos um cenário de derretimento do tripé da estabilidade ao mesmo tempo em que o desemprego está na mínima histórica de 6%, com um choque de preços nos alimentos (em nível mundial). **O cenário para a inflação não poderia ser pior tanto conjuntamente como estruturalmente.**

Outro desafio que Dilma (ou Lula, já que ela, por si, só indicou um ministro até agora, sendo o resto por conta de Lula e do PMDB) é a qualidade do crescimento brasileiro, muito calcado em crédito ao consumidor e pouco em investimentos. O consumidor brasileiro já compromete 23% de sua renda pagando prestações, ao contrário do americano com apenas 17%. **Qualquer vento contrário (que não faltam, vindos do norte) que a economia pegue, que reduza nosso crescimento, de trazer problemas internos de inadimplência, em especial a de bens de consumo e bancária.**

No mês de novembro tivemos a operação de salvamento do Banco Panamericano com alguns aspectos dignos de menção. O primeiro foi a constatação da total falta de credibilidade das agências de *rating* e das auditorias. Esse modelo de uma empresa avaliar quem lhe paga pelo serviço parece não funcionar. As empresas de capital aberto deveriam pagar uma taxa para a CVM e a própria CVM deveria contratar e pagar (e fazer rodízio) as empresas de auditoria. Idem para as agências de *rating*. Outro ponto inédito, foi a postura pessoal do controlador que não blindou seu patrimônio e além disso, usou praticamente todo ele como garantia da operação de salvamento. Uma postura de caráter como há tempos não vemos no Brasil.

No cenário internacional a aversão ao risco comandou, tendo como a bola da vez a Irlanda. Mais uma rodada de *stress* nos mercados, mais uma rodada de desvalorização do euro e dos títulos de dívida dos países europeus. E que terminou, assim como a Grécia, com mais um pacote bilionário de ajuda ao país. O mercado agora já aponta seus fuzis para Portugal, Espanha e até Itália. Será que o Banco Central Europeu terá munição para socorrer a todos? Será que a Alemanha continuará a pagar a conta da festa dos países do Club Med? **Temos alertado, já há alguns bons meses, que as sequelas da crise global de crédito em 2008 serão grandes e duradouras.** Nosso receio é que o tamanho da conta seja tão grande que não haja outra forma de pagar a não ser imprimindo dinheiro (como os Estados Unidos) e com isso germinando a semente de uma grande inflação global futura.

Para ações brasileiras continuamos taticamente otimistas (bem de curto prazo) com o excesso de liquidez global e a aparente calma na Europa após mais um socorro. Continuamos trabalhando com gestores que buscam valor fora de Petro e Vale, que no governo Dilma deverão a continuar a sofrer ingerências e destruição de valor.

Na renda fixa ainda é cedo para investirmos em papéis pré-fixados, pois não sabemos a postura do novo Banco Central. **Estamos otimistas com títulos atrelados ao IPCA e ao IGP-M, que mesmo com a alguma volatilidade de curto prazo são os grandes vencedores neste ambiente de choque de alimentos, ganância do governo, desemprego baixo e um banco central não tão independente assim.**

Os fundos multimercados tiveram um mês de novembro difícil com o aumento de aversão ao risco. Nossa alocação na categoria continua baixa (menos de 10%) e com seletividade.

Em 2010 até agora não tivemos nenhuma classe de ativos que tenha superado o IGP-M. **E nosso sentimento é que inflação será um tema presente em 2011.**