

Caros investidores,

O mês de agosto trouxe evidências adicionais de fraqueza na economia global, confirmando nossas expectativas. Foi um mês que confirmou também as expectativas mais negativas sobre a dívida soberana europeia e sobre a atividade dos governos e bancos centrais do mundo inteiro no sentido de tentar defender e estimular suas economias.

A novidade de agosto foi o alastramento da crise para o setor financeiro e para o setor corporativo. Ações e *spreads* corporativos tiveram uma performance muito negativa durante o mês de agosto, nos fazendo lembrar 2008.

Nos últimos dias de agosto tivemos uma pequena melhora nos mercados com a perspectiva de mais afrouxamento monetário por parte do Fed. Ainda que haja o afrouxamento monetário tão esperado pelo mercado, ainda acreditamos que a economia global segue frágil e com imensos riscos de insolvência em alguns países como parece ser o caso grego. Uma falha nos pagamentos da Grécia poderia desencadear uma desconfiança em massa sobre toda a qualidade de crédito do sistema financeiro global. Os resultados seriam muito ruins.

Por tudo isso, acreditamos que a melhor estratégia continua a ser privilegiar a liquidez e não ter posições estruturais, operando com cautela e paciência.

Setembro será marcado por forte volatilidade, existirão dias em que parecerá que o mundo vai acabar e existirão dias de extrema melhora. Vamos acompanhar de perto os governos e bancos centrais, pois acreditamos que este será um mês em que esperamos muita atividade por parte deles. É possível que o mês de setembro confirme as expectativas negativas que temos sobre o momento atual da economia global.

Divulgações de destaque

- O PIB Mensal brasileiro medido pelo Banco Central apresentou em junho queda de 0,3% ante o mês de maio, a 1ª queda mensal desse indicador desde out/08.
- O IPCA-15 de agosto apresentou alta de 0,27%. Em 12 meses a inflação medida pelo IPCA acumula alta de 7,1%.
- A confiança do Consumidor americano, medido pela Universidade de Michigan, caiu de 62 para 55,7 pontos em agosto.
- O *Nonfarm Payroll* americano de agosto mostrou que não foram criadas novas vagas no mercado de trabalho americano.
- O PMI do setor de manufaturas na Zona do Euro caiu para 49 pontos em julho, indicando recessão no setor.
- O PIB da Zona do Euro cresceu apenas 0,2% no segundo trimestre.

Cenário macroeconômico

EUA

O desempenho da economia americana em julho foi um pouco melhor do que o esperado, tendo o consumo privado apresentado crescimento de 0.5% e a produção industrial avançado 0.9% em relação a junho. Mas as pesquisas de confiança do consumidor e do empresário continuam mostrando muita fraqueza, melhor refletindo a forte deterioração do sentimento entre o final de julho e meados de agosto. O resultado do *nonfarm payroll* de agosto mostrou que estamos próximos de uma dinâmica muito perigosa, onde a incerteza acerca do cenário paralisa investimentos e contratações, da qual é difícil sair sem amplos estímulos exógenos. Neste cenário, o FED já sinalizou a disposição de maior flexibilização da política monetária, apesar da incerteza sobre o efetivo estímulo que poderá prover à economia.

Europa

A divulgação dos PMIs do setor de manufaturas referentes ao mês de agosto sinalizou clara recessão da indústria no terceiro trimestre, além da fraqueza da demanda externa pelos produtos europeus. O setor de serviços permanece dando um suporte maior à economia, mas o PIB do terceiro trimestre terá crescimento próximo de zero.

O último mês foi caracterizado por diversos anúncios de ajustes fiscais nos diversos países europeus. Itália e Espanha se comprometeram com mais austeridade, seguindo uma demanda do Banco Central Europeu, que vem intervindo nos mercados de títulos desses países. Portugal e França também anunciaram mais medidas para conseguir atingir as metas fiscais de 2012, pois o crescimento mais fraco que se espera deprimiu as receitas projetadas. Em termos de desempenho, a maioria dos países tem deslizado em algum ponto do ajuste fiscal, o que constantemente desperta dúvidas. De fato, parece que está cada vez mais difícil conciliar crescimento econômico e ajustes fiscais tão pesados, principalmente quando todas as economias fazem os ajustes simultaneamente.

China

O governo chinês permanece preocupado com o combate à inflação, o que se refletiu nitidamente na comunicação recente do Premier Wen Jiabao. Apesar de a tendência ser de queda nos próximos meses, diversos itens ainda permanecem pressionados, contribuindo para manter a inflação em patamar mais elevado. A atividade ainda mostra crescimento razoável, como vimos no resultado do PIB de 9% no 2T11, mas ainda é incerto o impacto da fraqueza da demanda global sobre a atividade chinesa nos próximos trimestres, fator esse que merece atenção e tem sido avaliado constantemente. Por enquanto o cenário para a economia chinesa ainda é de desaceleração, mas de forma moderada devido à sustentação que os ambiciosos planos de investimento do governo dão à atividade.

Brasil

Ao longo do mês, divulgações relacionadas à atividade econômica não só confirmaram nosso cenário de crescimento, já inferior ao consenso, como nos levaram a revisá-lo para baixo: projetamos crescimento do PIB de 3,2% e 3,0% para 2011 e 2012, respectivamente. A divulgação do PIB do 2T11 corroborou esse cenário de desaceleração: o crescimento anualizado passou de 5% no 1T11 para de 3,1% no 2T11. Essa desaceleração pode ser observada no setor de serviços e, pelo lado da demanda, no consumo das famílias, o que reforça um movimento mais disseminado que, ao contrário do 2º semestre de 2010, não estaria concentrado apenas na indústria. O mercado de trabalho também mostra moderação no ritmo de contratações, o que é compatível com uma alta do desemprego no 4T11.

A inflação de curto prazo apresentou desenvolvimentos nada positivos ao longo do mês, dentre eles: (i) rápido repasse da inflação de alimentos no atacado para o varejo; (ii) commodities agrícolas em reais próximas do *high*; (iii) confirmação do reajuste de impostos de cigarros e a mudança da mistura de gasolina, que terão impacto inflacionário significativo nos próximos meses. Dessa forma projetamos IPCA de 6,4% para 2011 e 5,5% em 2012, com um risco elevado de rompermos o teto da meta em 2011.

A decisão do COPOM de reverter “tempestivamente” o ciclo de alta com um corte de 50 bps na taxa Selic revelou um Banco Central propenso a tomar menos riscos na atividade econômica e mais riscos na inflação. Apesar de essa decisão dificultar a tarefa de coordenação das expectativas inflacionárias, ela não contempla o abandono completo do comprometimento com a estabilidade de preços, mas sim uma alteração na função de reação do BC. O *statement* mostrou uma autoridade monetária bastante preocupada com o cenário externo, de viés desinflacionário, e seus potenciais impactos negativos na atividade econômica doméstica. Na nossa visão, o BC trabalha com um ciclo de 150-200 bps de queda, suficiente para reverter o aperto monetário introduzido em 2011, e será bastante reativo a uma piora do crescimento da economia mundial. Caso se consolide um cenário de recessão global, o BC poderá acelerar o ritmo de queda e buscar um ciclo ainda maior de *easing*. Contribuirão para essa estratégia eventuais desenvolvimentos positivos no âmbito fiscal.

Estratégias de investimento

Juros Domésticos

Iniciamos o mês de agosto com posições aplicadas na parte curta da curva, devido à sinalização dada na ata de que o Copom havia encerrado o ciclo de alta. Ao longo do mês foram saindo dados de desaceleração da economia doméstica, ao mesmo tempo em que o cenário externo ia se deteriorando. Além disso, o governo passou a sinalizar que o *mix* de política econômica iria mudar. Com isso, passamos grande parte do mês aplicados no juro nominal e adicionamos um pouco de NTN-B ao portfólio. No início do mês de setembro, aumentamos nossa posição aplicada, uma vez que o BC cortou a Selic e sinalizou o início de um ciclo onde os passos serão de no mínimo 50bps.

Juros Internacionais

Acreditamos que um momento de grande incerteza permanece e a economia mundial parece estar novamente entrando em uma fase de desaceleração sincronizada. Nesse cenário, os Bancos Centrais já estão adotando um viés mais cauteloso para lidar com os riscos.

Estamos com pequenas alocações aguardando, possivelmente, alguma recuperação dos preços pela crença do mercado de que mais estímulos monetários virão ou a confirmação via dados econômicos mais fracos do aumento do risco de recessão. Temos mantido alocações aplicadas em México e Chile baseadas nesse cenário de desaceleração.

Câmbio

Acreditamos que o cenário continua muito preocupante para Europa, tendo em vista que o ajuste fiscal simultâneo em vários países torna os ajustes individuais muito mais difíceis de serem executados. Desse modo, continuamos comprados nos CDS de soberanos europeus, concentrados no CDS da França. Durante o mês de setembro teremos diversos leilões volumosos de dívida soberana (principalmente na Itália, Espanha e França), o que pressionará ainda mais os CDS desses países. Nessa linha, mantivemos posição vendida no euro, uma vez que a desaceleração da atividade da Europa exigirá do BCE um afrouxamento de sua política monetária.

Durante o mês de agosto, mantivemos nossa posição comprada em yuan, acreditando que o ritmo de apreciação se manterá em torno de 5% ao ano.

Commodities

O mês de agosto confirmou através dos dados da atividade industrial global e dos preços das matérias-primas o ambiente negativo para investimentos em commodities. O atual baixo ritmo de expansão das economias maduras é suficiente para restabelecer o equilíbrio de oferta e demanda em determinadas commodities, como é o caso do petróleo, ou ainda produzir balanços superavitários, caso dos metais industriais. O cenário à frente, por sua vez, mostra-se não menos desafiador: o peso dos ajustes fiscais de grandes economias inibirá ainda mais seu crescimento, representando para o balanço das commodities uma força negativa sobre a demanda.

Ao longo do mês, mantivemos posições vendidas em metais industriais, sobretudo cobre e níquel, e uma pequena posição comprada em ouro.

Bolsa

Ao longo do mês de agosto mantivemos a postura iniciada no final de julho de ter exposição bruta baixa e viés negativo. A incerteza em relação ao cenário continua bastante elevada e dessa forma também fica ampliada a dispersão de projeções para as empresas. Dada a recuperação que os mercados mostraram após os mínimos atingidos, estamos desconfortáveis em assumir posições de valor nesse contexto.

Acreditamos que os riscos permanecem os mesmos, mas o próximo capítulo será a reação dos Bancos Centrais, em especial o FED, buscando introduzir estímulos adicionais e conter uma desaceleração mais aguda da atividade. A grande dúvida é o quão efetivas essas medidas serão.

Em resumo, não há grandes novidades. Buscamos ao longo do mês simplificar ainda mais as posições, permanecendo líquidos para podermos nos movimentar de acordo com as rápidas mudanças que vêm ocorrendo.