

Caros investidores,

Nosso cenário base tem sido de crescimento global puxado por emergentes e pressões inflacionárias, em grande parte decorrentes da alta de commodities. Este cenário se materializava até início de maio, com alta de commodities e de taxas de inflação. Mas esta alta também teve impactos em termos de renda, reduzindo a demanda real nas economias desenvolvidas. Adicionalmente, o evento no Japão acabou tendo consequências sobre a atividade maiores do que o esperado. Esta desaceleração, aliada à intensificação do risco de uma crise bancária/soberana, levaram os agentes financeiros e econômicos a reduzirem suas alocações de risco.

Embora acreditemos que alguns desses impactos sejam temporários e que a economia global voltará a crescer de maneira mais forte na segunda metade do ano, os possíveis eventos de crédito na Europa nos fazem adotar uma postura mais cautelosa neste momento. Mais precisamente, nossas estratégias direcionais estão hoje bastante reduzidas.

Divulgações de destaque

- **ISM do setor manufatureiro americano** se elevou de 53,5 para 55,3 em junho.
- **Mercado de trabalho nos EUA** teve apenas 57 mil contratações pelo setor privado em junho.
- **Produção industrial da Alemanha** registrou 7,6% de crescimento nos 12 meses até maio.
- **Produção industrial da China** cresceu 15,1% nos 12 meses até junho.
- **Produção industrial no Brasil** apresentou crescimento de 1,3% em maio na comparação com abril. Destaque positivo para bens de capital, com nível de produção 1,9% acima da média do 1º trimestre, e negativo para bens duráveis, em nível 5,3% abaixo do 1º trimestre.
- **IPCA** apresentou alta de 0,15% em junho, com a inflação acumulada em 12 meses em 6,71%, superando o teto da meta pelo 2º mês consecutivo.

Cenário macroeconômico

EUA

Após várias semanas de indicadores econômicos mais fracos, projeções de crescimento para a economia americana no segundo trimestre foram revisadas de 3,0%-3,5% para 2,0% ou abaixo. Na virada do mês tivemos, pela primeira vez, algumas indicações de que esta deterioração pode ter sido revertida, ou no mínimo estabilizada. Os principais determinantes para uma esperada recuperação no segundo semestre seriam a dissipação dos impactos dos eventos do Japão e a redução no preço de combustíveis. Entretanto, nem todos os dados foram positivos, pois tivemos outro fraco relatório de emprego. A massa salarial contraiu em junho, primeira vez desde novembro do ano passado. Para a sustentabilidade dessa esperada recuperação, é fundamental que o mercado de trabalho retome sua trajetória de recuperação. Não obstante o baixo crescimento no segundo trimestre, as taxas de inflação continuam se elevando.

Europa

Em relação à crise na Grécia, o governo conseguiu aprovação no Parlamento para o novo plano de austeridade fiscal, se comprometendo com novas medidas de corte de gastos e com um plano ambicioso de privatizações. A capacidade de implementação de todas essas medidas ainda é cercada por incertezas, mas sua aprovação foi suficiente para a liberação de recursos que permitem que a Grécia cumpra com suas obrigações no curtíssimo prazo. O mercado agora aguarda as definições sobre um novo plano de financiamento ao país, que garanta os recursos necessários por um período mais extenso. Mesmo neste ambiente de contínua incerteza, o Banco Central Europeu manteve sua retórica anti-inflacionária, elevando novamente a taxa de juros em 25 bps.

China

Apesar dos indicadores de confiança dos empresários do setor de manufaturas continuarem sinalizando redução no ritmo de expansão da atividade econômica, reflexo do aperto de crédito e problemas de escassez de energia, o medo de uma desaceleração mais forte começa a se dissipar. O PIB apresentou crescimento de 2,2% (9,1% em termos anualizados) no 2º trimestre e deve acelerar gradualmente ao longo da segunda metade do ano. A taxa de inflação atingiu 6,4% no mês de junho, principalmente em virtude de preços mais altos da carne suína. Mas no segundo semestre a inflação deve arrefecer, permitindo ao governo praticar uma política monetária menos restritiva.

Brasil

Os indicadores de atividade econômica divulgados ao longo do mês confirmaram que está em curso um processo de desaceleração da atividade econômica, que, embora em ritmo ainda incerto, apresenta sinais um pouco mais disseminados e menos conflitantes. A produção industrial, apesar do crescimento no mês, apresentou alguns pontos nessa direção. Destacamos entre eles: (i) a produção de bens duráveis, setor que tende a liderar os ciclos industriais, recuou pelo segundo mês consecutivo e está, em nível, 7,6% abaixo de mar/11; (ii) o indicador de difusão abaixo da média histórica, bem como *PMIs* abaixo de 50, sugerem uma desaceleração adicional da indústria à frente. Do ponto de vista do consumo, a absorção doméstica de bens duráveis também recuou nos últimos dois meses, enquanto as vendas de veículos recuaram 3% em comparação ao mês de mai/11. Dos componentes da demanda agregada o único que ainda apresenta crescimento robusto no trimestre é o investimento, como sugere a absorção doméstica de bens de capital, embora a confiança do empresário e a acomodação do nível de utilização da capacidade instalada apontem para uma piora das condições para o investimento no segundo semestre. Por fim podemos citar também os dados de crédito, sobretudo a alta de juros nas linhas para pessoa física e a piora da inadimplência, mesmo antes de observarmos uma desaceleração mais forte da atividade.

Por sua vez, a divulgação do IPCA de junho indicou um cenário menos benigno para a inflação de curto prazo. O arrefecimento da inflação, em função da queda no preço dos combustíveis e da alimentação domiciliar sazonalmente mais fraca, foi menor do que o esperado pelo mercado, com a alta de 0,15% no mês, levando a inflação acumulada em 12 meses para 6,71%. Adicionalmente, a composição da inflação ainda se mostra bastante negativa. Destacamos, por exemplo, a alta de 8,74% nos preços dos serviços, o nível elevado dos indicadores de difusão e o dos núcleos de inflação, que apresentaram uma alta de 6,44% em 12 meses, praticamente no teto da meta de inflação.

Em relação à política monetária, as projeções condicionais do relatório de inflação de junho sugerem que nos modelos do BC ainda seriam necessárias ao menos mais duas altas de 25 bps para trazer o IPCA para o centro da meta em 2012. Entretanto, o BC optou por dar um destaque à melhora no balanço de riscos para a inflação, o que poderia levar a autoridade monetária a interromper o ciclo de alta na reunião de julho. De qualquer forma, acreditamos que a presença de dissídios salariais de categorias importantes nos próximos meses, em um contexto de mercado de trabalho aquecido, bem como uma piora no cenário de inflação de curto prazo, levariam o BC a realizar duas altas adicionais da taxa Selic, levando-a para 12,75% na reunião de agosto.

Estratégias de investimento

Juros Domésticos

Permanecemos zerados ao longo do mês de junho, esperando uma melhor definição dos cenários doméstico e externo.

Juros Internacionais

As consecutivas surpresas negativas em termos de crescimento e o aumento do risco de evento de crédito na Grécia geraram um processo de desalavancagem relativamente severo nos mercados de juros. Desde o início do ano, alguns destes mercados tentavam antecipar um padrão de crescimento mais elevado da economia americana, em especial no tocante à criação de empregos. Em alguns casos, tal desalavancagem levou as taxas de juros a níveis de certa forma extremos. No Canadá, por exemplo, a curva não mostra altas de juros este ano, mesmo com inflação acelerando fortemente para níveis acima do teto da banda e com a projeção do *Bank of Canada* (BoC) de fechamento do hiato de produto num prazo relativamente curto. Na Austrália, enquanto a projeção de inflação do próprio *Reserve Bank of Australia* (RBA) se encontra no teto da banda, a curva embute cortes de juros. E nos EUA, o mercado voltou a níveis de quando se discutiam riscos iminentes de deflação. Neste contexto, tentamos cautelosamente nos posicionar para a possível retomada da atividade global, em particular nos EUA, no próximo trimestre. Concentramos nossas alocações tomadas em juros no Canadá e encerramos a alocação na Suíça. O maior risco para essa retomada é associado à deterioração ainda maior e ao alastramento da crise de crédito soberano europeu levar a um aumento da percepção de risco de crédito privado e consequente aumento de risco sistêmico. Montamos uma posição tomada na parte curta da curva da taxa *libor* em dólar que visa nos preservar caso esse risco se concretize e o *funding* na moeda americana se torne escasso.

Câmbio

No início do mês de junho, zeramos nossa posição comprada em peso mexicano em virtude dos indicadores fracos da economia americana e da deterioração da situação grega. Esta posição foi retomada no final do mês. Também foi montada uma posição comprada em Real, mas que não foi rolada para o mês seguinte. Aproveitando a redução na apreciação implícita nos contratos a termo, aumentamos nossa compra de *yuan*, acreditando na manutenção da política atual de apreciação de 5% ao ano.

Commodities

Em junho, a Agência Internacional de Energia anunciou, pela terceira vez em sua história, a liberação de parte dos estoques estratégicos de petróleo de seus membros. A primeira vez havia sido em 1990, após a invasão do Kuwait pelo Iraque, e a segunda, em 2005, quando o furacão Katrina afetou a capacidade produtiva e o escoamento de petróleo nos EUA. Ambos os eventos representaram interrupções agudas no abastecimento de petróleo e, assim, justificavam a liberação de reservas. Por sua vez, a medida anunciada em junho de 2011 não sucedeu a uma grande interrupção de abastecimento (a queda da produção líbia foi parcialmente compensada pela saudita), e assim sugere que a motivação foi a preocupação dos países com o preço da commodity. Entendemos que: (i) a liberação anunciada equivale a menos de um dia de consumo global, logo a atuação desta medida na redução do déficit do balanço de oferta e demanda de petróleo é bem limitada; (ii) a medida reforça nossa percepção da existência de um desequilíbrio estrutural entre oferta e demanda. Em síntese, os fundamentos de médio prazo do petróleo tornaram-se mais nítidos e apontam para elevações de preços à frente.

Aumentamos a posição comprada em petróleo em junho, após termos permanecido dois meses quase zerados. Ainda que em um tamanho pequeno, ela é hoje nossa maior alocação em commodities, que será aumentada à medida que a conjuntura econômica global nos ofereça mais confiança. Finalmente, temos pequenas posições compradas em cobre e paládio por acreditarmos na reaceleração da economia chinesa e da produção global de veículos no segundo semestre de 2011.

Bolsa

Mantivemos o posicionamento direcional comprado iniciado no final de maio, acreditando na normalização dos prêmios de risco. Neste sentido, foram favoráveis o pacote de ajuda à Grécia e alguns sinais incipientes de recuperação da atividade global. Neste cenário, também acreditamos em uma rotação entre os setores da bolsa, favorecendo aquelas empresas ligadas ao ciclo global, em detrimento dos setores mais defensivos. Nossa carteira reflete esta expectativa, com alocações compradas em Vale e Gerdau e vendidas em algumas empresas do setor elétrico. Em termos de seleção de ações, adicionamos alocações compradas em HRT, empresa do setor de exploração de petróleo, e na incorporadora Gafisa.