

Caros investidores,

Os sinais de desaquecimento da economia global que apontamos em nossa última Carta Mensal se acentuaram. Acreditamos que os principais determinantes deste desaquecimento sejam de caráter temporário. Enquanto estes sinais se concentram em economias desenvolvidas, como Japão e EUA, nosso cenário se baseia em um crescimento global liderado pelas economias emergentes onde esta desaceleração, até o momento, se mostra menos intensa.

Durante o mês de maio, a crise de crédito nos países periféricos europeus se acentuou. A perspectiva de um possível evento de crédito, principalmente grego, nos fez adotar uma postura mais cautelosa em termos de risco, reduzindo as alocações de maneira geral.

Divulgações de destaque

- O **ISM do setor manufatureiro americano** caiu para 53,5, com quedas maiores nos componentes de produção e ordens.
- **Mercado de trabalho americano** teve 83 mil contratações privadas em maio.
- O **PIB da Zona do Euro** referente ao ITII registrou 3,3% de crescimento anualizado, alavancado pelo crescimento da Alemanha, em 6,0%, bastante acima das expectativas.
- O crescimento em 12 meses da **produção industrial da China** desacelerou de 14,8% em março para 13,4% em abril.
- **PIB brasileiro** do ITII acelerou para 5,4%, em termos anualizados. Entretanto, crescimento de 3,2% da demanda doméstica final foi aquém das expectativas, tendo o consumo avançado apenas 2,6%.
- **IPCA de maio** apresentou alta de 0,47% com variação em 12 meses alcançando 6,55%.

Cenário macroeconômico

EUA

Recentes indicadores da economia mostraram desaceleração. Este movimento parece ser resultado de uma combinação de (i) alta de preços de combustíveis reduzindo a demanda real; (ii) aumento de estoques no setor manufatureiro; e (iii) interrupções na cadeia produtiva decorrentes dos acontecimentos no Japão. O cenário atual apresenta incertezas, mas dissipados os efeitos daqueles fatores que são de natureza temporária, a economia americana poderá retornar para um ritmo de crescimento maior, pois as condições financeiras ainda permanecem estimulativas e as empresas estão em boa situação em termos de balanços e resultados.

Europa

As tensões políticas permanecem se agravando, com maiores ruídos sobre a necessidade de reestruturação da dívida na Grécia, além do crescente sentimento de insatisfação popular com as novas medidas de austeridade em debate. Apesar do ambiente de grandes ruídos políticos, o Banco Central Europeu manteve sua retórica anti-inflacionária na última reunião, sinalizando nova elevação da taxa de juros no próximo encontro, reforçando a forte determinação da autoridade monetária em manter as expectativas de inflação bem ancoradas, diante dos dados de inflação, que têm se mantido acima do nível de conforto do BCE e da perspectiva mais duradoura de inflação elevada. Os dados de atividade têm delineado um cenário positivo para o crescimento.

China

Os dados de produção industrial no mês de abril confirmaram os sinais de desaceleração da atividade que foram indicados nas pesquisas de confiança do setor de manufaturas. O processo de aperto da expansão do crédito iniciado pelo governo parece estar surtindo efeitos sobre a economia, além do problema de escassez de energia, que tem incentivado algumas indústrias a reduzir a produção. As medidas de aperto no mercado imobiliário desaceleraram as vendas de imóveis, mas os dados de construção permanecem mostrando taxas satisfatórias devido ao programa ambicioso de construção de casas populares do governo. Apesar da moderação no ritmo de expansão da economia chinesa, as perspectivas de crescimento para o próximo ano permanecem positivas, sendo esperado que o governo afrouxe as medidas de restrição ao crédito ao longo do segundo semestre, assim que a inflação der sinais de arrefecimento. Os riscos permanecem em torno dos preços de alguns alimentos, como a carne suína, que tem peso substancial na cesta de consumo e permanece acelerando nas últimas semanas.

Brasil

Ao longo do último mês diversos indicadores confirmaram uma trajetória de desaceleração da atividade econômica. Dentre eles vale destacar a queda de 2,1% da produção industrial em abril, bem disseminada, o que sugere um ritmo menor de crescimento do PIB no 2T11. Apesar da divulgação do PIB do 1T11 ter confirmado uma aceleração ante o final de 2010, em uma leitura mais detalhada vemos sinais de arrefecimento da demanda agregada, sobretudo do consumo das famílias. Adicionalmente, os fundamentos prospectivos para o consumo também mostraram deterioração no último mês: confiança do consumidor em retração, juro médio no crédito livre para pessoa física 860 bps acima do nível de nov/10 e massa real de salários em queda, em parte reflexo da aceleração da inflação no primeiro quadrimestre. O mercado de trabalho, apesar de ainda se mostrar aquecido, tende a reagir com defasagens ao crescimento da atividade econômica. Sendo assim, esperamos para o 2º semestre uma alta na taxa de desemprego na medida em que se confirme um ritmo menor de crescimento do consumo e do investimento. Contribui para essa visão a atuação com defasagens das medidas fiscais, creditícias e do aperto monetário já realizado, que devem impactar o crescimento sobretudo no 2º semestre.

Por sua vez o IPCA de maio sugere que, apesar da acomodação do *headline* em patamares inferiores aos observados no início do ano, a composição do número ainda enseja desafios à política monetária. Vale destacar que a média dos núcleos continua em patamar historicamente elevado para o período, com alta de 6,3% em 12 meses, a inflação de serviços permanece acima de 8,5% em 12 meses e os índices de difusão voltaram a subir na comparação com abril, mesmo quando excluímos alimentos. Por outro lado, as expectativas de inflação cederam para 2011 e pararam de piorar em horizontes mais longos nas últimas semanas, o que se deveu, em parte, à inflação corrente mais comportada. De qualquer forma isso pode significar alguma redução nas projeções condicionais do BC para o IPCA em 2012.

Acreditamos que os dados recentes são compatíveis com o cenário do BC, o que não sugere uma alteração na estratégia de política monetária adotada desde a reunião de abril, de ajuste gradual por período "suficientemente prolongado". O balanço de riscos para a convergência da inflação em 2012 permanece elevado em função da inércia inflacionária, do reajuste do salário mínimo e seu impacto negativo sobre a política fiscal no ano que vem. Com isso o BC deverá optar por uma alta adicional de 25 bps em julho.

Estratégias de investimento

Juros Domésticos

Desde a última reunião do Copom, a curva de juros deslocou-se para baixo, notadamente nos vencimentos mais longos (jan 13 em diante). A partir do início de maio, quando zeramos nossas posições, o mercado não se alterou significativamente. Inflação na margem está em queda, fortemente influenciada por fatores sazonais. Apesar da inflação acumulada em 12 meses ainda em trajetória ascendente, expectativas para o próximo ano melhoraram (ou pararam de piorar). Também observamos algum arrefecimento de atividade. A não ser que ocorra um desaquecimento mais significativo no segundo semestre, o que não acreditamos, um aperto mais expressivo de política monetária deverá ser necessário. No curto prazo, em função da maior incerteza tanto interna quanto externa, optamos por permanecer zerados.

Juros Internacionais

Neste contexto de decepção com os dados de atividade nos EUA, desaceleração da atividade chinesa e aumento na percepção de risco soberano na Europa periférica, observamos uma elevação na aversão a risco, com participantes do mercado perdendo convicção em alocações tomadas em juros. Acreditamos existir uma assimetria em alguns mercados, com preços equivalentes aos observados no ano passado quando se discutiu um desaceleração mais pronunciada da economia americana com risco de *double dip*, enquanto consideramos que parcela significativa da desaceleração agora observada se deva a fatores temporários. Não obstante, em decorrência dos riscos associados à situação da Grécia, optamos por migrar nossas posições para mercados onde identificamos menor risco de *stress*. Desta forma, encerramos nossa alocação em Austrália e aumentamos em Canadá, Suíça e Estados Unidos.

Câmbio

Continuamos com nossa visão de dólar fraco no médio prazo. Mas alguns fatores como situação dos países europeus periféricos, dados mais fracos na economia americana, desaceleração da China e fim do *QE2* elevam o risco de uma realização de curto prazo. Desta forma, optamos por reduzir nossa posição comprada em peso mexicano. A alocação comprada em *yuan* foi mantida.

Commodities

Os sinais de desaceleração da economia chinesa que nos levaram a reduzir substancialmente nossas alocações em commodities têm sido confirmados. Acreditamos que governo chinês deve manter postura cautelosa na condução da política monetária até vislumbrar queda na taxa de inflação, o que esperamos que ocorra apenas na segunda metade do ano. Nossa intenção é de aos poucos retomar uma posição comprada, pois acreditamos que exista um desequilíbrio estrutural entre oferta e demanda por commodities, especialmente em petróleo. Mas o momento no ciclo não é favorável.

Bolsa

Mantivemos por quase todo mês nosso posicionamento direcional neutro mas, ao fim de maio, com a queda nas bolsas por consequência de surpresas negativas nos dados divulgados sobre a economia americana, passamos a adotar um posicionamento comprado por acreditar que esta desaceleração é pontual. Nossa posição comprada em Ibovespa e vendida em S&P começou a apresentar ganhos e acreditamos que continuará a performar bem. Mantivemos nossas alocações em Vale, Gerdau e Banco do Brasil por acreditarmos que os preços oferecem grande assimetria de retorno. Adicionamos Petrobras uma vez que: (i) a divulgação de seu Plano Estratégico mostrará disciplina de capital; (ii) o preço está atrativo após queda recente; e (iii) temos uma visão otimista para o preço do petróleo. Compramos OGX por ter atingido o preço que traçamos como “pisso” dentro de premissas bastante conservadoras.