

Caros investidores,

Como destacado em nossas últimas Cartas Mensais, o cenário base com que trabalhamos desde o início de nossas atividades contempla um crescimento da economia global de cerca de 4% para o ano de 2011. Este crescimento deve continuar sendo puxado por economias emergentes, que juntas devem contribuir em cerca de 2/3 do resultado total.

Pela primeira vez desde dezembro de 2010, os dados indicam que pode estar ocorrendo algum desvio da economia global em relação ao nosso cenário base. Esta carta busca, assim, atualizar os dados divulgados em abril e no início de maio, apresentar a vocês nossa leitura da conjuntura macroeconômica atual, e finalmente comentar nossas estratégias de investimento à luz dos novos dados.

Divulgações de destaque

- Após atingir o nível quase recorde de 59,7 em fevereiro, o **ISM do setor não-manufatureiro americano apresentou queda**, atingindo 52,8 em abril. A queda no setor manufatureiro foi menos expressiva, mas com fraqueza de seus componentes de caráter mais prospectivo.
- **O Global PMI caiu em abril para 51,8**, após ter atingido 59,5 em fevereiro, conforme apurou o JP Morgan. O Japão tem puxado a queda: seu PMI caiu para 35,0 em abril.
- No mês de abril, **o mercado de trabalho americano apresentou 268 mil contratações pelo setor privado**, maior nível desde o início de 2006. Por outro lado, a taxa de desemprego subiu para 9,0% e os pedidos de seguro desemprego subiram de 404 para 474 mil nas duas últimas semanas do mês.
- **O indicador de confiança no setor manufatureiro chinês apresentou queda** de 53,4 em março para 52,9 em abril. Ajustando por sazonalidade, entretanto, a queda nos dois últimos meses foi mais significativa.
- **A inflação na China subiu de 4,9% para 5,4% em março**, mas com sinais de desaceleração de alguns itens na ponta.
- **A inflação brasileira, medida pelo IPCA, superou o teto da meta em abril**, atingindo 6,51%.

Cenário macroeconômico

EUA

Recentes indicadores da economia americana têm enviado sinais contraditórios. O PIB do primeiro trimestre, apesar de inferior ao esperado, trouxe um bom crescimento da demanda privada. A divulgação mensal de emprego continua mostrando recuperação do mercado de trabalho, com elevação nas contratações privadas e aumento de massa salarial. Por outro lado, a recente deterioração dos pedidos de seguro desemprego, mesmo que amplificada por fatores pontuais, foi forte o suficiente para se questionar a continuidade desta recuperação. E os índices dos gerentes de compras, especialmente o relacionado ao setor de serviços, apresentaram sinais de fraqueza.

Europa

As tensões políticas se agravaram, com crescente oposição a novas medidas de ajuda às economias periféricas e discussões confusas sobre a necessidade de reestruturação da dívida da Grécia. Apesar do complexo contexto político, o Banco Central Europeu manteve sua retórica anti-inflacionária e reforçou seu compromisso exclusivo com a estabilidade de preços, diante dos dados preliminares de abril que mostraram o índice de preços ao consumidor em 2,8%, acima do nível de conforto do BCE. Os dados de atividade têm sido bastante satisfatórios, tanto sob a ótica das pesquisas de confiança como também do setor real, apontando para um robusto crescimento do PIB no primeiro trimestre.

China

As últimas pesquisas de confiança, sobretudo no setor de manufaturas, têm mostrado sinais de desaceleração, principalmente quando levados em conta os efeitos sazonais. No entanto, os dados do setor real ainda não têm mostrado moderação significativa, tendo a produção industrial acelerado no primeiro trimestre, ante o trimestre anterior. O PIB apresentou crescimento de 8,5% no primeiro trimestre, o que é um patamar de crescimento consistente com os objetivos do governo. Nos últimos meses, observou-se moderação na expansão do crédito, o que sugere que o governo está sendo bem sucedido na execução da política monetária que combina altas de juros e de compulsórios com medidas administrativas. Apesar de ainda estar em nível elevado, a inflação mostra sinais de desaceleração em alguns itens na margem.

Brasil

A queda recente dos preços de commodities em reais atenua, ao menos temporariamente, o impacto inflacionário do setor externo na economia brasileira. Por outro lado, a atividade econômica ainda se encontra aquecida. A produção industrial apresentou crescimento de 5,4% (anualizado) no IT11, o que confirma a aceleração da economia: projetamos crescimento de 1,5% do PIB no IT11 ante o 4T10. Os indicadores do mercado de trabalho também permanecem fortes, o que, aliado aos elevados níveis da inflação recente, sugere

que futuros reajustes salariais serão favoráveis aos trabalhadores. Em termos prospectivos, o impacto das medidas fiscais, creditícias e do aperto monetário já realizado são defasados. Até o momento, apenas os indicadores de crédito a pessoas físicas apresentam forte acomodação. Outros indicadores de atividade ainda não corroboram uma desaceleração.

A inflação acumulada nos 4 primeiros meses do ano (IPCA) foi de 3,23% com uma composição ruim, marcada por serviços bem elevados e medidas de núcleo de inflação se aproximando do teto de tolerância da meta. A inflação excluindo-se alimentação e transportes em 12 meses alcançou 6,14% em abr/11. No curto prazo, o IPCA deve apresentar arrefecimento, devido a fatores sazonais relacionados a alimentos in natura e ao recuo do preço dos combustíveis após a entrada da safra de etanol. Frente a esse cenário e surpreendido por dados mais fortes de inflação e atividade, o BACEN optou por ser ainda mais gradualista na sua estratégia de política monetária.

Estratégias de investimento

Juros Domésticos

A inflação alta, combinada com uma atividade robusta, fez com que o BACEN optasse por um ciclo mais longo de aperto da política monetária, embora o passo tenha sido diminuído. Apoiado por fatores sazonais, é possível que o mercado passe a dar crédito à política do BACEN e reduza ainda mais as taxas no mercado futuro. Diante desse quadro, decidimos reduzir substancialmente a posição tomada durante o mês de abril e a zeramos no início de maio.

Juros Internacionais

Revisões para baixo acerca da atividade global fizeram com que as taxas de juros de maneira geral caíssem. A exceção veio da Austrália, que com dados piores de inflação e bons de atividade levou o *Reserve Bank of Australia* (RBA) a adotar uma postura mais dura em seu último relatório de inflação. Com a elevação das taxas, diminuimos nossa posição tomada e alocamos mais risco em Canadá.

Câmbio

Continuamos com nossa visão de dólar fraco. Mantivemos nossa alocação comprada em yuan e peso mexicano. No mercado de cupom cambial, a alta das taxas fez com que encerrássemos nossa posição tomada curta.

Commodities

Os sinais de acomodação da atividade na China se intensificaram, assim como em outros países. Esses sinais representam riscos ao cenário base e podem levar o mercado de commodities a uma realização mais acentuada. Reduzimos bastante nossas alocações à espera de mais dados, que confirmem ou não esses sinais iniciais. Vale ressaltar que ainda acreditamos que o nosso cenário base continua prevalecendo.

Bolsa

A bolsa brasileira continuou com performance relativa pior que as demais bolsas. Diversos fatores continuam presentes, entre eles preocupações com a inflação, temores de desaceleração da economia chinesa e *overhang* de ofertas de ações. Continuamos com alocações direcionais reduzidas, mas adicionamos *beta* à nossa carteira com Vale e Gerdau. Aumentamos nossa posição vendida no setor elétrico (Eletropaulo e CPFL). Por fim, aumentamos a posição comprada em Banco do Brasil e zeramos a posição vendida em Embraer.