

## Caros Investidores,

Nosso cenário base contempla a continuidade da expansão da economia global, assim como da alta dos preços de commodities. Esta combinação se traduz em crescentes preocupações inflacionárias, o que nos tem levado a buscar posições tomadas em juros. No mês de fevereiro, as taxas de juros nos mercados futuros se elevaram. Por sua vez, os bancos centrais apertaram seus discursos, mas ainda se mostraram bastante lentos em termos de ações efetivas de ajuste.

## Divulgações de destaque

- ❖ A taxa de desemprego americana continuou surpreendendo positivamente, com nova queda em fevereiro para 8,9%, menor nível desde maio de 2009.
- ❖ Índices baseados em pesquisas junto a gerentes de compras, os ISMs dos setores manufatureiro e não-manufatureiro, permanecem em patamares elevados, indicando continuação da expansão da economia americana.
- ❖ O Banco Central Europeu manteve a taxa básica de juros em 1,0% em março e sinalizou possível aumento de juros na próxima reunião, ao rever seu balanço de riscos diante de crescentes pressões inflacionárias, decorrentes do aumento nos preços das commodities internacionais, e do melhor desempenho da atividade doméstica.
- ❖ A balança comercial da China registrou um déficit acumulado nos primeiros dois meses do ano, resultado bastante inferior ao observado no mesmo período de 2010.
- ❖ A inflação na China ficou estável em 4,9% no mês de fevereiro, apresentando desaceleração no grupo não relacionado à alimentação.
- ❖ A inflação no Brasil, medida pelo IPCA, alcançou 0,8% em fevereiro, a maior taxa para o mês desde 2003. No acumulado em 12 meses a inflação ficou em 6,0%.
- ❖ A divulgação do PIB do Brasil confirmou o crescimento recorde de 7,5% para o ano de 2010. O destaque ficou por conta da demanda interna (excluindo estoques), que avançou a uma taxa de 8,8%.



## Cenário macroeconômico

### EUA

Nos EUA, apesar de algumas sinalizações de moderação da atividade após o forte crescimento no final do ano passado, os ISMs sugerem aceleração do crescimento, e não o contrário. A trajetória da inflação, por sua vez, parece ter atingido seu ponto mínimo e existem indícios de aumentos nos preços. Neste contexto, alguns membros dentro do FED começaram a questionar se, além do nível de ociosidade na utilização dos recursos, a taxa de expansão não poderia ser um fator atuando sobre os preços. De qualquer modo, esta é uma discussão ainda bastante incipiente, especialmente quando confrontada com a situação enfrentada pelas demais economias ao redor do mundo, onde a inflação mais elevada já é uma realidade.

### Europa

O dilema dos Bancos Centrais das principais economias avançadas tem se agravado nos últimos meses, tendo em vista o rápido crescimento das pressões inflacionárias em um ambiente ainda caracterizado por substancial capacidade ociosa. Na Inglaterra, a última decisão de juros, apesar de não ter mostrado nenhuma ação, evidenciou a acentuação das divergências entre os membros do Board. Na Zona do Euro, a retórica anti-inflacionária se refletiu em uma clara sinalização de possibilidade de elevação de juros na próxima reunião, a despeito do ainda incerto mecanismo de ajuda aos países periféricos com dificuldades de liquidez e/ou solvência. O Banco Central Europeu afirmou que aumentaram as pressões inflacionárias decorrentes de pressões externas, via aumento nos preços das commodities, e também devido ao fortalecimento da atividade doméstica observado nos últimos meses. De fato, dados preliminares do primeiro trimestre de 2011 são consistentes com um crescimento bastante robusto na Zona do Euro.

### China

Na China, dados recentes de atividade mostram uma economia crescendo em ritmo acelerado, apesar de serem visíveis alguns sinais de moderação no forte ritmo de crescimento observado no final de 2010. A inflação corrente está em 4,9% e têm aumentado as pressões na cadeia produtiva, além de estarmos observando aumentos nos salários, o que mesmo associado a ganhos elevados de produtividade tem sido repassado em alguma escala aos preços finais.



## Brasil

A evolução recente do cenário internacional teve impacto negativo no balanço de riscos da inflação, em virtude da alta de preços de commodities e da maior durabilidade da expansão da economia global. Adicionalmente, tanto a inflação corrente como as expectativas têm surpreendido para cima. Acreditamos que o cenário prospectivo para a inflação se encontra hoje em patamar bastante deteriorado quando comparado ao passado recente, o que por si só justificaria uma atuação mais tempestiva do BC. Alguns sinais de desaceleração da atividade econômica, especialmente no tocante às concessões de crédito, se materializaram. Mas estes sinais são ainda tímidos e insuficientes para reduzir as pressões do hiato de produto. Como exemplo, podemos citar os dados referentes ao licenciamento de veículos, que avançaram fortemente no bimestre encerrado em fevereiro quando comparados ao mesmo período de 2010, ainda que este setor tenha sido alvo das medidas macroprudenciais.

Do ponto de vista fiscal, o detalhamento das recentes medidas mostra que parcela significativa do ajuste se refere a um orçamento inchado pelo Congresso. Quando comparado ao orçamento inicial do governo, o ajuste fica menor. De toda forma, a política fiscal é melhor caracterizada como menos expansionista e não como contracionista, uma vez que os gastos do governo deverão apresentar crescimento real inferior ao de anos anteriores mas não uma contração efetiva. Ainda, o acordo firmado para o reajuste do mínimo já contrata uma expansão de gastos relevante para 2012.



## **Estratégias de investimento**

### **Commodities**

Em fevereiro, mantivemos estratégias compradas em commodities. O cobre continuou sendo o alvo principal de nossas alocações, em virtude do ainda forte consumo chinês. No setor de energia, mantivemos posições compradas em petróleo, pois acreditamos em um processo de esgotamento da capacidade ociosa da OPEP em decorrência do crescimento da economia global. Adicionalmente, incertezas políticas no Oriente Médio somam-se à falta de projetos de expansão de produção. No setor de commodities agrícolas, encerramos nossas posições de milho e soja. Apesar de ainda enxergarmos níveis críticos de estoques ao final da safra corrente, melhoraram as perspectivas de crescimento da próxima safra americana.

### **Bolsa**

Acreditamos que, por hora, atingimos um certo esgotamento do movimento de rotação de portfólios de emergentes para mercados desenvolvidos citados no mês anterior. Mas uma nova etapa desta reprecificação poderá ocorrer quando os analistas revisarem suas projeções em decorrência de uma desaceleração maior da economia brasileira. Nesse ambiente, temos mantido exposição direcional bastante reduzida. Setorialmente, consideramos o setor bancário mais atrativo do que empresas de consumo e varejo. Mas optamos por reduzir substancialmente nossa principal alocação individual nesse setor após a boa performance recente. O setor imobiliário também parece já oferecer algumas oportunidades de investimento.

### **Juros Domésticos**

Continuamos acreditando na necessidade de crescimento abaixo do potencial para a convergência da taxa de inflação para o centro da meta. O ajuste fiscal anunciado pelo governo pouco acrescenta neste sentido. Desta forma, tamanho e ritmo de ajuste embutidos nos preços de mercado ainda nos parecem insuficientes. Ao longo do mês, aumentamos nossa alocação em posições tomadas na expectativa, posteriormente confirmada, de inflação de serviços mais elevada. Estas alocações foram então reduzidas aproveitando-se do comportamento favorável do mercado.

### **Câmbio**

Apesar da intensificação da atuação do Banco Central, zeramos nossa alocação vendida em Real em virtude da perspectiva de incremento do ciclo total de alta de juros e da baixa volatilidade da moeda. Acreditamos que esta atuação oferece oportunidades no mercado de cupom cambial, onde mantemos posições tomadas.



## Juros Internacionais

### Austrália

Na Austrália, continuamos acreditando que, após o impacto inicial das catástrofes naturais, a economia se recuperará em um ambiente de inflação já elevada e mercado de trabalho pressionado. A poupança doméstica se encontra em um nível elevado, o que faz com que o Banco Central mantenha uma postura mais cautelosa. Isto se reflete em menos de uma alta precificada no mercado. Temos posições tomadas na curva de juros, pois acreditamos que ofereça um excelente risco-retorno.

### Suíça

Começamos a reduzir nossa alocação após a boa performance do mercado. Apesar de acreditarmos que a economia se encontra bastante aquecida, a valorização do Franco Suíço reduz a convicção de uma mudança do SNB no curto prazo.

### Reino Unido

Apesar da confirmação de nosso cenário inflacionário, o PIB mais fraco no final do ano passado e, principalmente, as declarações mais acomodativas por parte do presidente do BoE, reduziram probabilidade de uma alta de juros mais cedo para ancorar expectativas. Por isso, reduzimos nossa alocação.

### Canadá

Apesar de estar com inflação acima da meta, a taxa de desemprego ainda se encontra em níveis elevados, o que dá ao Banco Central do Canadá (BoC) tempo para reduzir gradualmente os estímulos monetários. Em contrapartida, a última divulgação do PIB foi uma surpresa significativa para o BoC, diante de suas últimas projeções. Dados referentes ao PIB do 3º e 4º trimestres mostraram que a atividade econômica está mais aquecida do que o BoC projetava no seu último Relatório de Inflação, o qual previa redução gradual do hiato até o final de 2012. Segundo nossas projeções, levando em conta as últimas surpresas nas divulgações do PIB, o hiato estaria fechando já no final de 2011. Adicionalmente, considerando nossas projeções para o PIB do 1º trimestre de 2011, é possível que o hiato feche ainda mais cedo. Portanto, embora não tenhamos posições no Canadá neste momento, caso os dados venham em linha com nossas projeções, vemos oportunidades interessantes por lá.



## Europa

Em sequência ao endurecimento no tom dos discursos de seus membros, o ECB sinalizou uma possível alta de juros na próxima reunião, ao rever seu balanço de riscos para a inflação. Nesse sentido, após os últimos movimentos nas taxas de juros futuras, acreditamos que hoje não há grandes oportunidades nesse mercado.

## EUA

Dados têm mostrado recuperação firme enquanto a taxa de desemprego ainda permanece elevada. Mas a inflação começou a subir e a postura, até então extremamente acomodativa por parte do FED, começa lentamente a mudar. No momento não temos posição no mercado de juros americano pois acreditamos que este encontra-se bem precificado, não oferecendo oportunidades.

