

Rio de Janeiro, 11 de fevereiro de 2011

## Caros Investidores,

Durante o mês de janeiro, a economia global continuou evoluindo em linha com nosso cenário base. O desemprego nos EUA começou a cair após um longo período de estabilidade em patamar elevado, a atividade econômica dos países desenvolvidos apresentou sinais nítidos de expansão e a inflação surgiu como tema central de discussão em nações emergentes. Como consequência deste quadro, a política monetária começou a ser apertada, seja através de discursos, seja por ações concretas, como alta de juros, aperto de compulsórios e medidas macroprudenciais.

## Divulgações de destaque

- ❖ Após 18 meses oscilando entre 9,5% e 10,1%, a taxa de desemprego nos EUA começou a cair em dezembro e registrou 9,0% em janeiro.
- ❖ O ISM do setor manufatureiro e o ISM do setor de serviços, indicadores de atividade econômica nos EUA, atingiram em janeiro o patamar mais alto dos últimos cinco anos.
- ❖ Na Europa, o PMI Composite voltou a subir e também indica um crescimento corrente robusto da economia europeia.
- ❖ O Banco Central Europeu manteve a taxa básica de juros em 1,0% em janeiro, mas conferiu um tom mais duro à comunicação oficial ao sinalizar preocupação com pressões inflacionárias.
- ❖ O PIB da China registrou em 2010 o crescimento de 10,3%.
- ❖ A inflação ao consumidor no Brasil alcançou no mês de janeiro a taxa de 6,0%, acumulada em doze meses. A inflação de serviços acelerou para 7,9%.



## Cenário macroeconômico

### EUA

Nos EUA, indicadores do setor manufatureiro apontam para um alto nível de atividade. Além disso, o crédito do setor bancário para os setores produtivos começa a mostrar algum sinal de recuperação. Recente relatório do FED reforça essa percepção, com uma elevação da demanda do setor produtivo por empréstimos. Em relação à inflação, vemos uma diminuição das pressões deflacionárias de bens e aluguéis. Mas os ainda baixos níveis de inflação garantem ao FED a tranquilidade para continuar seu programa de compra de títulos públicos. Adicionalmente, inflacionar a economia parece ser o objetivo da autoridade monetária.

### Europa

Nas últimas semanas, o cenário para a economia europeia também se apresentou melhor do que o esperado. Apesar da indefinição sobre os mecanismos de reestruturação de dívidas dos países em crise, os primeiros leilões foram bem recebidos pelo mercado. Os indicadores de atividade apontam para uma recuperação da atividade econômica na Zona do Euro, mas a divergência entre o desempenho dos países permanece.

### China

Na China, os dados de atividade encerraram o ano mostrando que a economia está crescendo em ritmo acelerado, tendo o PIB avançado novamente a uma taxa de dois dígitos. Entretanto, pressões inflacionárias aumentaram, o que certamente levará o Banco Central da China a praticar novas elevações da taxa de juros.

### Brasil

A recuperação da economia global representa uma influência negativa sobre a inflação brasileira, pois a elevação dos preços internacionais de commodities não teve a contrapartida da valorização do câmbio. Além disso, dados relacionados a consumo e absorção de capital ainda apontam para um crescimento elevado da demanda. O mercado de trabalho bastante aquecido contribui para essa dinâmica: o hiato de produto se encontra hoje em patamar historicamente elevado. Desta forma, o cenário prospectivo para a inflação se deteriorou de forma substancial neste último mês.

Reconhecemos que as medidas macroprudenciais ampliam a potência da política monetária, sobretudo ao contribuir para a moderação do crescimento do crédito ao consumidor. Entretanto, a esses impactos potenciais sobre a atividade econômica se contrapõe uma atuação pouco eficiente desse instrumento para o controle das expectativas de inflação. Nosso cenário aponta para riscos elevados de que o IPCA ultrapasse o teto de tolerância de 6,5% em 2011.



## Estratégias de investimento

### Juros Domésticos

Em janeiro, o Banco Central do Brasil deu início a um processo de ajuste da taxa básica de juros. Como exposto acima, observamos uma elevação dos preços internacionais de commodities sem a contrapartida do câmbio, números robustos de demanda doméstica e elevada inflação, tanto corrente como prospectiva. Neste cenário, acreditamos que o tamanho e o ritmo de ajuste embutidos nos preços de mercado são insuficientes. Temos posições tomadas, concentradas na parte curta da curva de juros.

### Câmbio

Ao longo do mês de janeiro, mantivemos posições compradas em Peso Mexicano, moeda beneficiada pela recuperação da economia americana. Por outro lado, a postura mais vigilante do Banco Central Europeu em relação à inflação nos fez encerrar as posições vendidas em Euro. Atualmente temos somente pequenas alocações vendidas em Real, devido às intervenções mais agressivas do Banco Central do Brasil.

### Commodities

Nossa visão sobre o mercado de commodities continua bastante construtiva. Mantemos alocações compradas em commodities que desfrutam de um quadro de demanda aquecida e oferta limitada, como cobre, soja e milho. Os estoques de cobre fora da China apresentaram queda expressiva em 2010, movimento que deverá se intensificar em 2011. Em relação às duas commodities agrícolas citadas, acreditamos que o mercado não antecipa os níveis críticos de estoques que serão atingidos nos EUA ao final do ano safra corrente.

### Bolsa

A continuidade da recuperação da economia americana e das condições de liquidez tem apoiado a bolsa americana. A queda no diferencial de crescimento gerou uma mudança, ainda que na margem, da alocação de portfólio a favor dos mercados desenvolvidos, em detrimento dos emergentes. Adicionalmente, estes últimos ainda enfrentam expectativas de aperto monetário. O Brasil se encontra claramente neste grupo, o que se reflete na reprecificação das ações ligadas ao consumo doméstico. Neste ambiente, acreditamos que possam surgir oportunidades de compra em ações que tenham bons fundamentos e preços interessantes. Particularmente, o setor bancário parece já oferecer algumas oportunidades de investimento.



## Juros internacionais

### EUA

A melhora na perspectiva do crescimento da economia americana nos faz crer que é possível e provável que haja alguma correção nas taxas de juros de médio-longo prazo, embora reconheçamos que não exista a possibilidade de alta no curto prazo. Desde o anúncio pelo FED de seu segundo programa de compra de títulos públicos, as taxas futuras da curva de juros subiram de maneira expressiva. Esperamos que este movimento se mantenha nos próximos meses.

### Europa

Na Europa, o Banco Central Europeu mudou o tom em relação à política monetária e poderá elevar os juros antes do imaginado.

### Reino Unido

A despeito do baixo crescimento da economia britânica, o alto nível da inflação chama a atenção. Estamos caminhando para números que podem finalmente desancorar as expectativas. Se os agentes econômicos se convencerem de que a inflação é permanente neste novo nível, o Banco Central da Inglaterra terá uma extrema dificuldade em trazer a inflação de volta para a sua meta, o que somente será possível com um movimento relevante de alta de juros. Temos posições tomadas na parte intermediária da curva e estamos atentos para fazer alocações na parte curta, tentando se apropriar dessas possíveis altas de juros.

### Austrália

Na Austrália, acreditamos que após o primeiro impacto das catástrofes naturais, que certamente será negativo, a economia se recuperará em um ambiente onde a inflação já estará alta e o nível de atividade se acelerando. Temos posições tomadas na parte curta da curva de juros.

### Suíça

Finalmente, mantemos posições tomadas em juros na Suíça. Sua economia está evoluindo muito bem. É verdade que a apreciação cambial fez com que a inflação tenha se situado próxima a zero, reduzindo o incentivo do Banco Central para elevar os juros no curto prazo. Mas o mercado futuro apresenta um nível extremamente baixo de juros. Ademais, o tom mais duro do Banco Central Europeu pode fazer com que o Banco Central Suíço siga seus passos e comece a se mexer.

