

Indicadores Março

Ibovespa médio

37.817

- 1,75% no mês

+ 13,70% no ano

IBX médio

12.159

- 2,77% no mês

+ 13,77% no ano

S&P 500

1.294,83

+ 1,11% no mês

+ 3,73% no ano

CDI

+ 1,42% no mês

+ 4,04% no ano

Dólar = \$ 2,1724

+ 1,73% no mês

- 7,19% no ano

Paulo Werneck

Chief Investment Officer

Hugo Penteado

Eduardo Yuki

Economics and Strategy

Pedro Villani

Bruno Erbiste

Socially Resp. Investment

Gilberto Nagai

Claudio Delbrueck

Eduardo Mendonça

Noriko Yokota

Sandra Petrovsky

Equity Portfolio

Gláucia Quinto

Cristina Andréa

Cesar Dominguez

Paschoal Paione

Equity Research

Eduardo Castro

Cal Constantino

Henrique Ozeas

Jose Malavasi

Ricardo Rossi

Sidney Uejima

Sergio Zanini

Fixed Income Portfolio

Sales Team

55 11 3174 9444

Ecoeconomia

Tabuleiro de xadrez e máximas filosóficas

Uma vez sentado à frente de um tabuleiro de xadrez, não resta nada ao competidor senão movimentar as peças de acordo com as regras do jogo. Qualquer movimento fora dessas regras exclui o jogador. Ele pode discordar, argumentando que, se o tabuleiro fosse uma escala temporal, cada movimento estaria muito focado no curto prazo, assumindo uma linearidade mecanicista que, quando confrontada com o mundo real, pode não ser verdadeira. Essa analogia é importante, pois um dos aspectos mais frágeis e equivocados dos mercados financeiros é seu viés de curto prazo, que impede, por exemplo, o atingimento da sustentabilidade financeira, social e ambiental de longo prazo. Voltaremos a esse ponto, pois temos que dar um xeque-mate rápida e eficientemente mas não podemos fazê-lo sem perder a perspectiva de longo prazo. Com o passar dos anos, todas as questões estruturais que vimos empurrando para debaixo do tapete tornarão a aparecer. Um dia, o longo prazo vira curto prazo.

Há uma máxima aristotélica que diz que, quando nossos interesses estão em foco, somos os piores juizes de nossas ações. Como investidores, nosso interesse é maximizar a riqueza acumulada, e essa idéia pode ser associada com outra máxima da filosofia grega, esta de Sócrates: "rico é aquele que precisa de pouco". Vivemos num contexto em que nunca nos sentimos ricos, e essa é a primeira raiz da nossa ênfase no curto prazo - ela se desdobra no equívoco segundo o qual o crescimento econômico trará riquezas e benefícios que serão distribuídos para a sociedade, idéia que grassa nos mercados. Essa maximização inesgotável de riqueza sempre crescente, sem planejamento para uma distribuição social mais equitativa, não colide apenas com os recursos do planeta e seus limites, mas também com os próprios princípios neoliberais. O princípio norteador do neoliberalismo não é apenas a liberdade dos mercados, mas a igualdade social - fato inteiramente ignorado por seus seguidores.

Economia externa

Visão dos mercados versus visão individual

Dados recentes do mercado de trabalho norte-americano deixaram os mercados apreensivos. Outros indicadores de atividade também. A principal preocupação é saber se, depois da reunião de 10 de maio, o FED aumentará, na reunião seguinte, em 29 de junho, os juros além dos 5%. É quase certo mais um aumento dos atuais 4,75% para 5%, mas a dúvida que inquieta os mercados é se se pára aí ou não. Os últimos dados de venda no varejo, o patamar da inflação ainda entre 3 e 4% e a alta do petróleo são outros focos de tensão que vêm deixando a Bolsa brasileira completamente de lado desde o final de janeiro deste ano (Figura E1).

O crescimento do mercado de trabalho ao longo de 2005 foi inferior ao da força de trabalho, mas, no último trimestre, isso se inverteu e, no primeiro trimestre de 2006, não só a demanda por trabalho ficou acima da oferta, como ficou maior em relação ao trimestre anterior (Figura E2). Uma demanda de trabalho maior que a oferta indica um início de aperto que pode pressionar salários e inflação, forçando o FED a elevar mais os juros do que se esperava antes. Além disso, a taxa de desemprego de 4,7% divulgada para fevereiro está abaixo de muitos cálculos para o conceito de taxa de desemprego não aceleradora da inflação. Assim, por causa da recuperação do mercado de trabalho e de seus prováveis efeitos na inflação, os analistas estão antecipando altas mais fortes de juros.

Figura E1

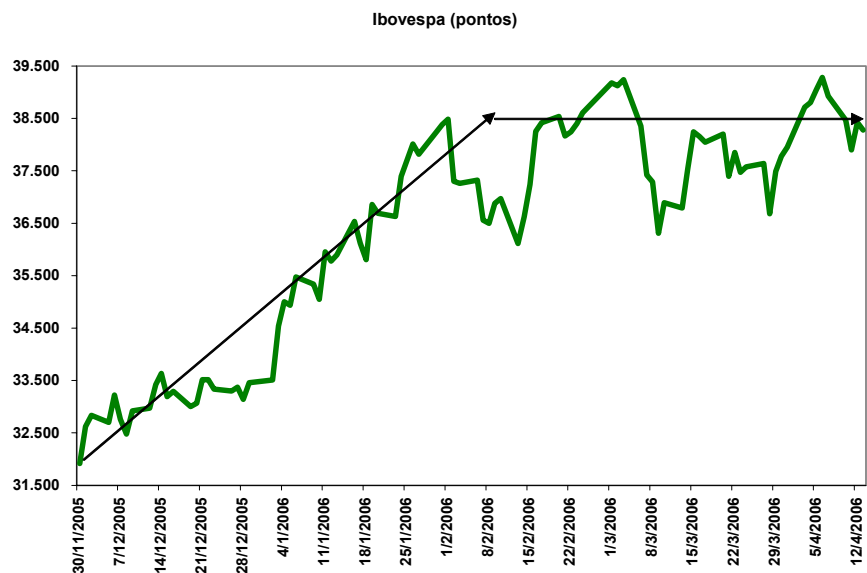
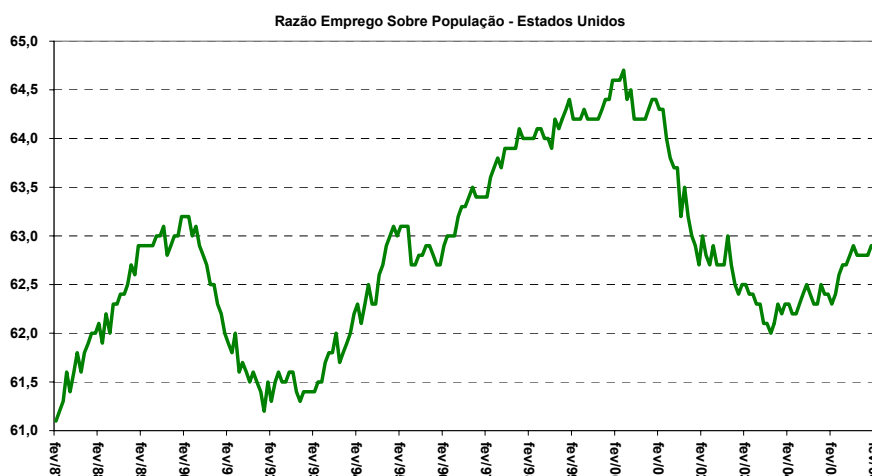


Figura E2

dados mercado de trabalho: médias mensais, milhares		
	criação de empregos	aumento da força de trabalho
2005	165	179
4T05	179	179
1T06	197	185

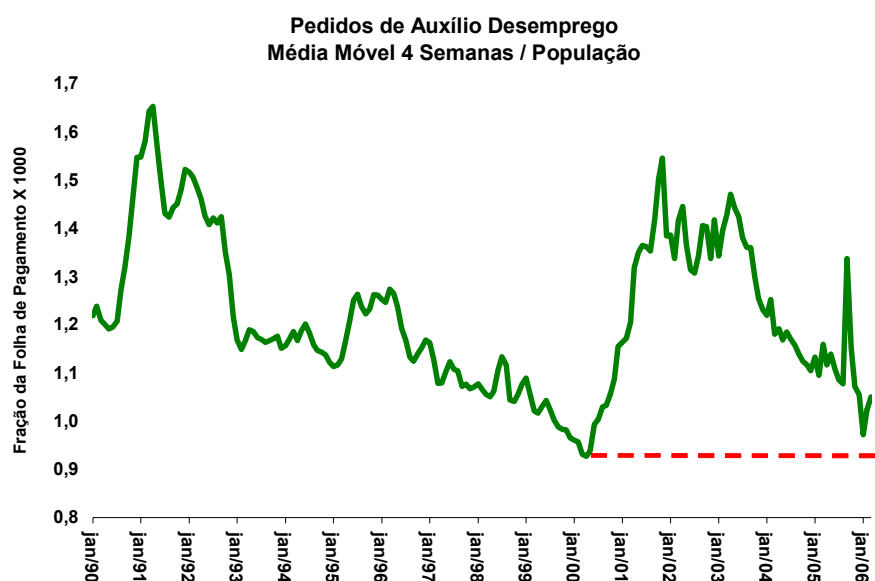
Observação: em amarelo, indicação do maior número.

Figura E3



Na verdade, a taxa de desemprego nos EUA não inclui os “desalentados” que ficaram sem emprego nos últimos anos, cuja cifra de mais de 8 milhões de pessoas bateu recorde histórico, remetendo à discussão sobre o crescimento sem emprego que hoje assola as economias. Se incluirmos as mais de dois milhões de pessoas da população carcerária norte-americana, que cresceu 540% entre 1980 e 2000 (último dado, ao lado do crescimento de apenas 25% da população total), teremos uma taxa de desemprego superior a 10%, e não de apenas 4,7%, como está nas estatísticas. A fragilidade revelada por esse dado levou o FED a usar o conceito de emprego sobre população total (Figura E3), o que equivale ao crescimento de empregos em relação ao aumento da força de trabalho. Apesar de se ter verificado uma aceleração na criação de empregos nos últimos dois trimestres, há duas razões para se antever um enfraquecimento no futuro: 1) o clima excepcionalmente quente dos três primeiros meses do ano explica a melhora dos números e é um efeito temporário, 2) os pedidos de auxílio de desemprego estão aumentando, o que indica o enfraquecimento dos próximos relatórios de emprego (Figura E4), e 3) emprego na construção caiu de 40 mil em média nos dois primeiros meses de 2006 para apenas 7 mil em março, sendo um indicador importante da desaceleração do setor imobiliário e seu provável efeito sobre trabalho e consumo.

Figura E4

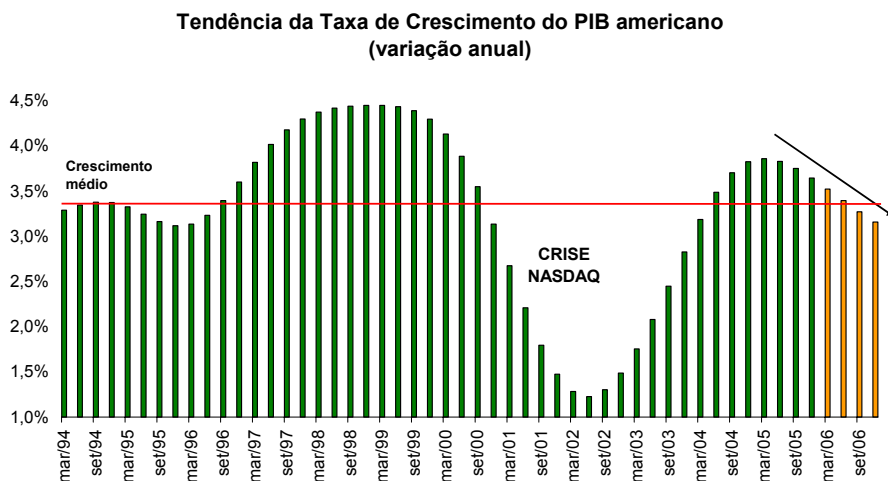


Não cogitamos superaquecimento da economia norte-americana nem a possibilidade de o crescimento da renda real compensar os efeitos negativos da desaceleração do setor imobiliário. Nossa melhor hipótese é uma surpresa positiva no crescimento do resto do mundo, ao lado de uma surpresa negativa nos EUA, mas com ritmo do crescimento mundial equivalente ao do ano passado, umas das maiores expansões das últimas décadas. Na verdade, o crescimento da renda real depois dos impostos ainda é menor do que o crescimento do consumo, portanto, o mercado de trabalho não é suficientemente forte a ponto de expandir a renda num ritmo superior ao da perda de dinamismo já deflagrada do setor imobiliário. Pelo contrário, como já verificam quedas de venda de imóveis novos, de novas construções, dos índices dos construtores e da capacidade do consumidor de pagar por um imóvel novo, a perspectiva é de desaceleração do consumo. Com isso e com o fato de o aumento de renda não estar compensando a menor geração de riqueza e de consumo, este provavelmente se enfraquecerá. Ademais, as políticas fiscal e monetária estão restritivas, provocando uma desaceleração da atividade já observada na tendência de crescimento do PIB dos EUA, claramente em queda, quando se desconsideram fatores cíclicos (Figura E5).

Esse cenário de desaceleração moderada, sem quedas bruscas causadas pelo setor imobiliário ou pela elevação do preço de petróleo, ao lado do reaquecimento da Europa e do Japão, deve manter o crescimento econômico mundial robusto, o que é benigno para o Brasil. No entanto, até a reunião decisiva do FED, de 29 de junho, o sentimento do mercado será afetado pela alta do preço de petróleo e pela percepção exagerada do efeito da atividade e do mercado de trabalho sobre a inflação. É exagerada em função da força deflacionária da atual arquitetura global entre EUA (principal fonte de demanda por produtos finais) e Ásia (vendedor de produtos finais e importante propulsor da compra de bens intermediários e matérias-primas, alavancando o comércio exterior de países como o Brasil, que têm um importante quinhão inexplorado da natureza). Essa força deflacionária reduziu a importância de fatores domésticos como salários e pressão de

custos e petróleo na explicação da tendência de inflação. O cenário ainda a ser percebido pelo mercado e que pode criar uma oportunidade de compra importante, principalmente para a Bolsa, que ainda ficará sem tendência por um tempo é o de crescimento sem inflação e de os juros nos EUA na casa dos 5%.

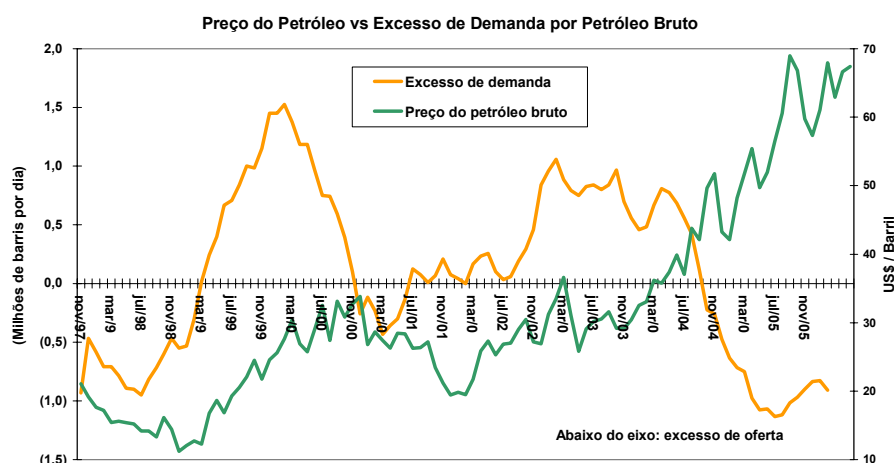
Figura E5



Petróleo

A produção de petróleo está acima da demanda há bastante tempo, os estoques estão se recuperando e um excesso de oferta deveria causar uma queda nos preços. No entanto, também havia bastante tempo que o estrangulamento da oferta ou a capacidade ociosa dos principais produtores não era tão baixa, de modo que a resposta a eventuais rupturas causadas por desastres naturais ou questões geopolíticas é uma das menores da história. Além disso, estamos na iminência da estação dos furacões no Atlântico, de junho a novembro, cuja expectativa é que sejam piores do que em 2005. As questões políticas com o Irã (3,6 milhões de barris/dia), com a Nigéria (2,6 milhões de barris/dia) e com a Venezuela (2,7 milhões de barris/dia) comprometem não só o atendimento de uma demanda diária de 78 milhões de barris, como tornam imprevisível como futuros incrementos na demanda serão atendidos por novas expansões na produção (Figura E6).

Figura E6



Economia Doméstica

Brasil, qual o verdadeiro tamanho da austeridade fiscal?

Após a desvalorização cambial, a adoção do regime de metas de inflação pelo Banco Central (BC) em 1999 e a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, o país deu um importante passo para a melhora da coordenação da política macroeconômica por meio de: aumento na solvência fiscal, aplicação de política monetária para estabilização dos preços e livre flutuação da taxa de câmbio para equilíbrio das contas externas. Desde então, o governo tem realizado crescente superávit fiscal¹ e perseguido a meta de inflação.

Apesar de os dados agregados mostrarem uma melhora substancial na condução da política fiscal, uma análise mais detalhada mostra que ainda há problemas estruturais da economia brasileira. O país tem conseguido atingir um elevado superávit primário muito mais pelo aumento da carga tributária e não por contenção das despesas, o que prejudica a competitividade da produção nacional e o crescimento econômico de longo prazo. Além disso, a Previdência Social ainda é um grave problema para as contas públicas, pois o ritmo de seus gastos continua crescendo exponencialmente. Em 1997, o déficit da Previdência era 0,3% do PIB e tem aumentado consistentemente, tendo atingido cerca de 2,0% do PIB no início deste ano, com perspectivas de que continue aumentando enquanto não se fizerem reformas eficientes.

Por um lado, esse elevado gasto público impulsiona a demanda agregada e, dada a nossa capacidade de produção de curto e médio prazo, o BC mantém a taxa de juros real elevada, para inibir um maior crescimento do consumo das famílias e do investimento privado e evitar um processo inflacionário, o que produz um baixo ritmo de crescimento potencial. Um bom exemplo disso ocorreu em 2004, quando a economia cresceu 4,9% e, mesmo assim, foi

¹ Excetuando-se os últimos meses de 2005 e o início de 2006, quando o atual governo passou a aumentar fortemente os gastos, reduzindo o superávit primário para próximo da meta.

preciso aumentar a taxa de juros, para conter a perspectiva de processo inflacionário.

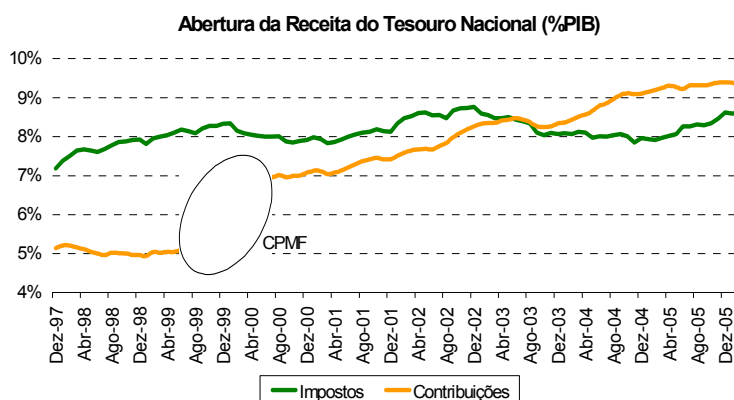
Por outro lado, a alta carga tributária penaliza demasiadamente a produção nacional, pelo elevado custo de produção, incentivando a informalidade das pequenas empresas, que acaba reduzindo a própria arrecadação do Estado. Ou seja, a forma como foi conduzida a melhora da solvência do governo gera um ciclo vicioso que penaliza a produção e o emprego nacional privado.

Portanto, a austeridade fiscal dos últimos anos tem melhorado a solvência do Estado, mas não tem estimulado a produção nacional. O Brasil ainda tem importantes e difíceis passos pela frente, para ajustar estruturalmente suas contas (através de contenção de gastos), o que resultaria na redução da taxa de juros e no alongamento da dívida pública, capaz de reduzir o custo da dívida pública, permitindo a formação e o desenvolvimento do mercado de emissão de títulos privados que impulsionassem o investimento privado de longo prazo, gerando um ciclo virtuoso de crescimento econômico sem inflação.

Política fiscal: aumento da solvência fiscal não concorre para o crescimento de longo prazo

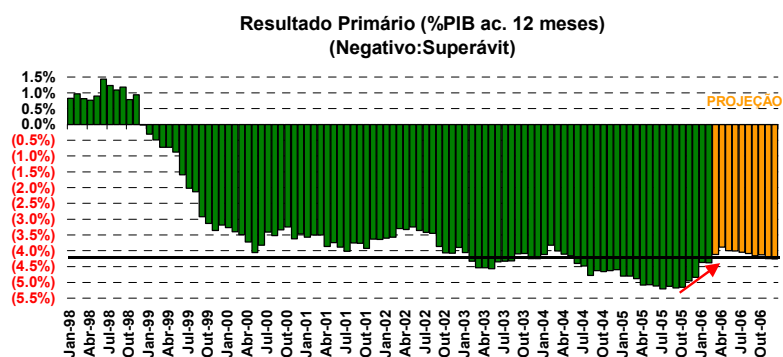
No final de 1998, o governo consolidado passou a alterar a situação das contas fiscais, especialmente com o aumento de receitas como a criação da CPMF e, marginalmente, através da redução de gastos, com a aprovação da DRU². Esse forte aumento de arrecadação foi baseado no aumento de contribuições como a CPMF, que não são vinculadas a gastos e nem repartidas com os Estados, possibilitando a geração de excedente e o superávit primário (Figuras 1a e 1b).

Figura 1a



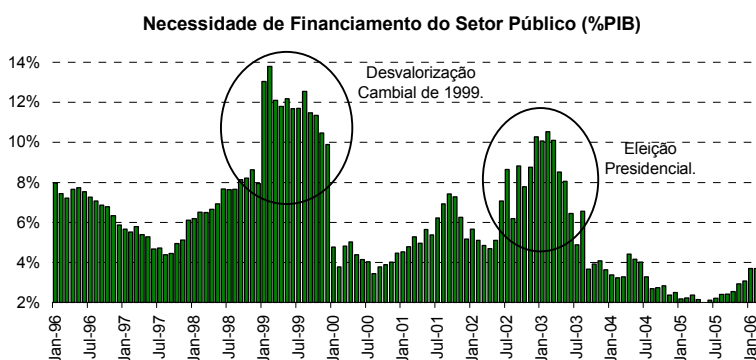
² DRU é a desvinculação das receitas da União. Como a Constituição Brasileira de 1988 vinculou automaticamente o aumento de receitas a gastos previstos constitucionalmente e inarredáveis, o orçamento fiscal ficou totalmente rígido, impossibilitando cortes de gastos. A DRU é uma emenda constitucional que quebra esses vínculos e prova, mais uma vez, que fazer política social através da caneta não só é ineficaz bem como acaba produzindo dificuldades maiores.

Figura 1b



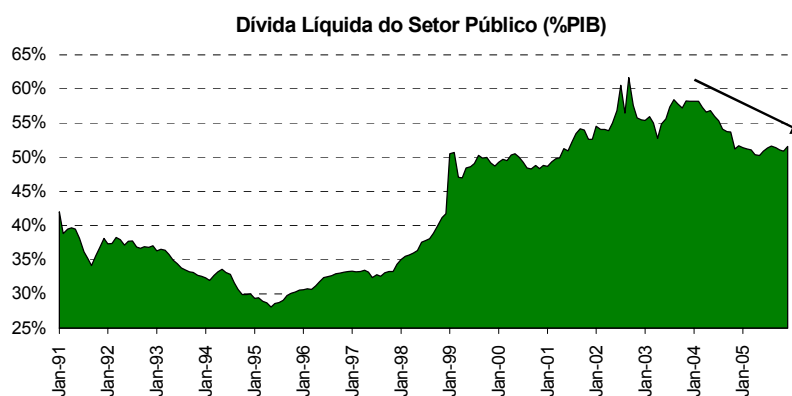
Essa aparente melhora na condução da política fiscal, pelo aumento da receita e não por contenção de gastos, tem reduzido a necessidade de financiamento do setor público nos últimos anos, o que beneficia a gestão da dívida pública (Figura 2). No entanto, há um limite para esse tipo de política fiscal, e ele já foi atingido, com a arrecadação tributária chegando a quase 38% do PIB, fenômeno que começou no segundo mandato de FHC e se estendeu durante o governo Lula.

Figura 2



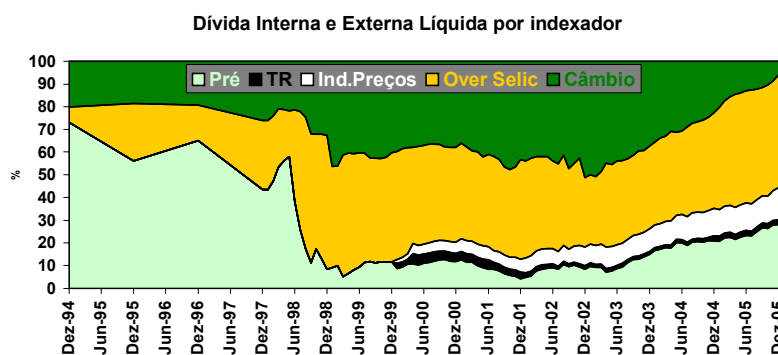
No entanto, o aumento da arrecadação fiscal tem melhorado a gestão da dívida pública total, possibilitando a redução gradual de seu estoque de 60% do PIB em 2002 para 51% do PIB hoje (Figura 3).

Figura 3



Além disso, a composição da dívida pública tem melhorado, com o aumento da participação de títulos pré-fixados e a substantiva redução de títulos indexados à taxa de câmbio (atualmente, perto de zero). Mas o prazo médio dos títulos do Tesouro Nacional não tem aumentado — em dezembro de 2000, estava em 32; hoje, em 29. Assim, apesar da melhora dos dados agregados, ainda não há forte demanda por títulos públicos de longo prazo, o que impede a formação de uma curva de juros que fomente a expansão do mercado de títulos do setor privado (Figura 4).

Figura 4



(*) Prefixada inclui títulos indexados a TR e índice de preços

Implicações para a política monetária: gerenciamento da política fiscal explica nossa elevada taxa real de juros

O aumento da solvência fiscal baseado em aumento de gastos públicos e de arrecadação mantém uma séria distorção na composição do produto nacional. A formação de um elevado superávit primário é condição necessária, mas não suficiente, para a redução do risco inflacionário e da taxa real de juros de um país.

Um exemplo simples é uma situação em que o governo aumenta seus gastos em R\$100 e aumenta sua arrecadação também em R\$100, mantendo o nível elevado de superávit primário. Nessa situação, o aumento de gastos públicos gera aumento direto e imediato na demanda agregada. Por outro lado, um aumento de arrecadação reduz a demanda agregada, mas de forma indireta e

mais amena, pois impacta primeiro a renda disponível e só então uma parcela do consumo das famílias e a uma parcela da demanda agregada. O impacto positivo de um aumento de gastos sobre a demanda agregada é maior do que o impacto negativo de um aumento de arrecadação sobre a demanda agregada, mesmo mantendo-se o nível elevado de superávit primário .

Dessa forma, o resultado líquido de uma política fiscal que procure manter o elevado superávit primário através de aumento de arrecadação, acompanhado de aumento equivalente de gastos públicos, estimula a demanda agregada do país e, diante de um limite físico da capacidade produtiva, o BC é forçado a manter uma taxa real de juros mais alta, pois parte do crescimento da demanda privada (investimentos e consumo) é compensado pela maior demanda do setor público. Sem isso, os juros reais poderiam ser mais baixos e mesmo assim manteriam a demanda agregada compatível com a produção, evitando o processo inflacionário. Portanto, o efeito da política fiscal sobre a demanda agregada impede maiores reduções nas taxas de juros.

Considerando que não se pode aumentar mais a carga tributária no país, só conseguiremos reduzir sensivelmente a taxa real de juros quando passarmos a ter um controle efetivo sobre os gastos públicos. Além disso, o gasto público deve ser direcionado para um aumento da produtividade da produção nacional, através de pesquisa e desenvolvimento, educação e projetos de infraestrutura, levando em conta também os riscos e custos ambientais. Portanto, o tamanho da efetiva austeridade fiscal é duvidoso, e o aumento do ritmo de crescimento real do PIB está condicionado à melhor gestão dos gastos públicos.

O aumento do ritmo de gastos correntes do governo neste ano eleitoral e o aumento de 17% no salário mínimo reduzirão o superávit de 4,8% do PIB em 2005 para 4,25% em 2006. Além disso, entre março e outubro, o superávit primário deverá ficar abaixo da meta de 4,25% do PIB, aumentando a preocupação com a questão fiscal e com seu futuro. O forte crescimento mundial (que estimula nossas exportações), o ciclo de redução da taxa de juros e o aumento de gastos do governo devem estimular o crescimento econômico deste ano, gerando um crescimento real do PIB acima de 4,0%. Conseqüentemente, haverá aumento de arrecadação, trazendo o superávit primário novamente à sua meta (Figura 1).

O consumo das famílias já mostra um crescimento significativo e, considerando-se a defasagem de política monetária as últimas reduções da taxa Selic ainda não impactaram a atividade doméstica e o governo deverá manter o crescimento dos gastos públicos, acreditamos que a demanda agregada deve reforçar sua tendência de forte crescimento ao longo deste ano, o que corrobora nossa hipótese de que o BC não tem motivos para aumentar o ritmo de cortes de juros e deve encerrar o ciclo de redução da taxa Selic em julho a 14,50%a.a.

Projeções

Indicadores Macroeconômicos e Projeções (*)

						Projeções
Última atualização 18/04/06	2002	2003	2004	2005	2006	
PIB Crescimento Real (%)	1,9	0,6	4,9	2,3	4,2	
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	12,5	9,3	7,6	5,7	4,6	
Inflação (IGPM/FGV) (%)	25,3	8,7	12,4	1,2	3,7	
Taxa de Câmbio Média (R\$/US\$)	2,93	3,07	2,92	2,43	2,13	
Taxa de Câmbio Final (R\$/US\$)	3,53	2,89	2,65	2,34	2,15	
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	(7,6)	6,7	11,8	14,2	13,8	
Saldo Comercial (US\$ bi)	13,2	24,8	33,7	44,8	43,3	
Taxa de Juro Nominal Final do ano (Selic)	25,0	16,5	17,8	18,0	14,5	
Taxa de Juro Nominal Média	19,2	23,2	16,2	19,0	15,4	
Taxa de Juro Real (deflacionado pelo IPCA)	5,9	12,8	8,0	12,6	10,3	
Dívida Pública (% do PIB)	55,5	58,2	51,7	51,6	50,6	
Resultado Nominal do Setor Público (% do PIB)	10,3	3,6	2,5	3,1	1,2	
Resultado Primário do Setor Público (% do PIB)	(3,9)	(4,25)	(4,59)	(4,84)	(4,25)	

(*) As áreas sombreadas são projeções.

Mercado de Ações

Em março, o mercado acionário operou com forte volatilidade, tendo o Ibovespa e o IBX-50 médios fechado o mês com quedas de - 1,73% e - 2,83%, respectivamente. No âmbito doméstico, os fundamentos macroeconômicos continuaram mostrando números sólidos, mas, no político, houve uma importante troca de ministro e também de diretores do BC.

No cenário internacional, a preocupação com as taxas de juros dos títulos públicos norte-americanos continuou sendo o principal foco de atenções dos investidores. Apesar dessas incertezas, o investidor estrangeiro continuou bastante ativo no mercado. Em março, sua participação chegou a representar cerca de 38% do volume global negociado, mais vendedores no início do mês e voltando a comprar na segunda metade do período, fechando-se o mês com saldo líquido ligeiramente positivo.

Seguimos acreditando na continuidade do desempenho positivo da Bolsa, dados os bons fundamentos domésticos e o cenário positivo de liquidez internacional. Em abril, haverá uma forte concentração de emissões primárias e secundárias de ações, que de algum modo competirão com os papéis tradicionais de mercado pelos recursos que antes lhes eram direcionados exclusivamente. Haverá ainda as primeiras publicações de balanços trimestrais e as prévias da composição do Ibovespa que vigorará no próximo quadrimestre. Como o fluxo de compra de estrangeiros tem sido um fator muito importante para a performance da Bolsa, deve-se acompanhar esse dado.

Mercado de Renda Fixa

De acordo com as projeções do mercado futuro de juros a taxa Selic estará em 14,5% em julho. Mesmo assim, teremos um juro real projetado de 9,5%, que ainda estará alto quando comparado ao mercado externo, mas alguns fatores explicam essa condição:

- Consumo privado em alta
- Fim da queda do nível da utilização da capacidade instalada
- Preço do petróleo em alta

Portanto, diante desses fatores, esperamos que os ganhos no mercado de renda fixa para o mês de abril sejam limitados, pois como dito inicialmente o mercado já projeta quedas sucessivas da taxa Selic e não há razão para acreditar no curto prazo em quedas mais fortes que justifiquem um posicionamento em títulos prefixados.

As informações contidas neste documento são publicadas apenas para auxiliar os usuários, não devendo ser utilizadas de forma autoritária ou em substituição ao exercício do julgamento próprio do usuário. Essas informações e opiniões foram compiladas ou obtidas junto a fontes consideradas confiáveis e em boa-fé, mas nenhuma representação ou garantia é dada acerca de sua exatidão, integralidade ou precisão. Este documento não é, e não deve ser interpretado como, uma oferta de venda ou solicitação de uma oferta de compra de qualquer título ou valor mobiliário. Todas as opiniões e estimativas nele contidas constituem nosso julgamento relevante nesta data e estão sujeitas a alteração sem aviso.