

Julho 2006

Indicadores Junho

Ibovespa médio

36.667

- 0,45% no mês

+ 10,24% no ano

IBX médio

11.822

- 1,61% no mês

+ 10,62% no ano

S&P 500

1.270,20

+ 0,01% no mês

+ 1,75% no ano

CDI

+ 1,18% no mês

+ 7,76% no ano

Dólar = \$ 2,1643

- 5,92% no mês

- 7,54% 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

Daniel Pasquali

Eduardo Mendonça

Sandra Petrovsky

Cesar Dominguez

Paschoal Paione

Equity

Eduardo Castro

Cal Constantino

Henrique Ozeas

Jose Malavasi

Ricardo Rossi

Sidney Uejima

Fixed Income Portfolio

Sales Team

55 11 3174 9444

Ecoeconomia

Este mês, excepcionalmente, deixaremos de publicar a nota sobre Economia socioambiental.

Economia externa

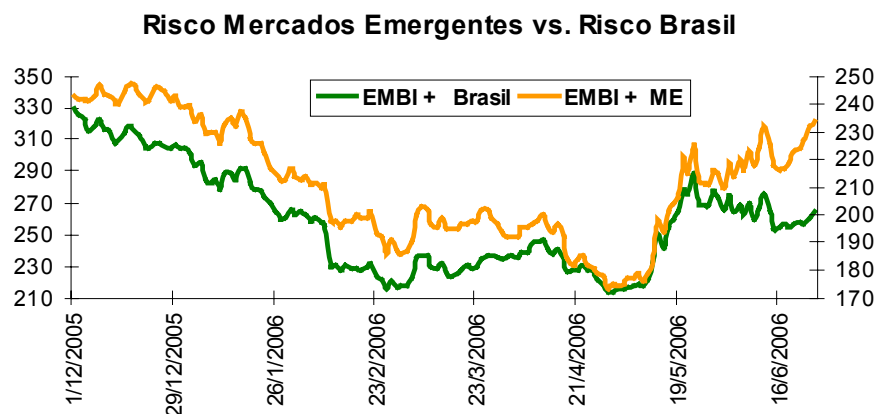
Medo da inflação gerando medo de recessão

O efeito do cenário externo nos nossos mercados foi perceptível. A corrosão desde 10 de maio trouxe fortes quedas acumuladas na Bolsa, uma depreciação do câmbio relativamente menor e, finalmente, uma elevação das taxas de juros de longo prazo, a ponto de precificarem-se aumentos de juros em 2007. Apesar desse nervosismo, nossas projeções das taxas de juros não foram alteradas, e esperamos uma queda de 0,50 e 0,25 ponto percentual nas duas próximas reuniões, fechando-se o ano em 14,5%, para recuar para 12,5% em 2007.

Esse movimento de queda global dos mercados teve algumas diferenças grandes. Os riscos dos países emergentes apresentaram uma deterioração bem maior que a do Brasil (Figura E1). Os movimentos da nossa moeda e das bolsas também apresentaram comportamento relativamente melhor e isso deve-se ao fato de o Brasil ter hoje superávit em conta corrente, com melhora do quadro fiscal e queda das expectativas inflacionárias, uma pauta exportadora extremamente diversificada e alavancada no bom momento da economia mundial □ situação bem diferente dos demais países com elevados déficits em conta corrente (Turquia, México e outros), problemas fiscais e elevação das expectativas inflacionárias, por conta da pressão nas suas moedas.

A diferença de fundamentos que favorece nosso mercado não o torna completamente imune aos possíveis desdobramentos do cenário internacional, que devem ser analisados com cautela. Essa análise é importante, porque, nos últimos 15 dias, metade do movimento de queda foi recuperado. Com base na análise que se segue do cenário externo, a pergunta é: existe risco de a volatilidade voltar ou estamos indo para uma tendência clara de alta e recuperaremos toda a perda e ficaremos com saldo positivo daqui por diante?

Figura E1



Mudança do cenário nos Estados Unidos afeta o global

Uma desaceleração moderada dos Estados Unidos faz com que sua performance econômica seja pior que a do resto do mundo, mas a economia mundial consegue se manter robusta com a recuperação do Japão, da Europa e de outras regiões, compensando a moderação nos EUA. Assim, o mundo suporta uma moderada desaceleração de sua maior economia, mas não uma crise.

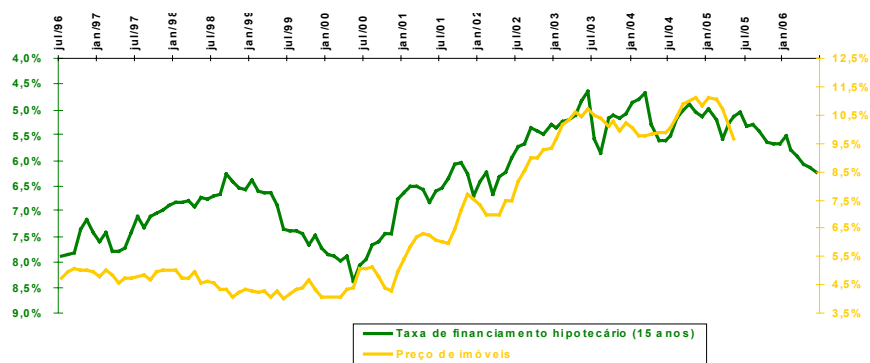
O medo de inflação nos EUA vem gerando o medo de se produzir uma recessão. O discurso pessimista de Ben Bernanke e de outros dirigentes do FED, autoridade monetária norte-americana, inspiraram o medo da inflação que, num ambiente de clara desaceleração econômica, criou o receio de erro de política monetária e de recessão. Na verdade, desde o início da turbulência dos mercados, em maio, os cenários traçados pelos mercados ficaram pouco claros, gerando muita volatilidade.

A vigorosa recuperação no primeiro trimestre de 2006, após a forte desaceleração pontual observada no último trimestre de 2005, mostra que fenômenos temporários causaram essa oscilação nas taxas trimestrais. Agora, está claro que robustez do início do ano deu lugar a uma desaceleração econômica. Dados mais recentes de consumo e vendas no varejo apontam para uma queda nada desprezível dessa parte dos gastos na economia, que representa 70,4% do PIB. Essa desaceleração é bem-vinda, por levar o ritmo do crescimento para um patamar mais sustentável e capaz de minorar as pressões inflacionárias. De qualquer forma, a desaceleração é inequívoca, mas sem risco algum de recessão, como veremos.

A desaceleração do consumo é a principal causa do desaquecimento econômico. Este, por sua vez, vem arrefecendo por conta dos efeitos defasados da alta dos juros, impactando os preços dos imóveis e reduzindo a formação de riqueza que vem alavancando os gastos dos consumidores. A desaceleração do setor imobiliário pelo menor crescimento dos preços, causada pela alta dos juros e pelo elevado estoque de imóveis para a venda (Figura E2), já está impactando o consumo e a criação de empregos no setor de construção, que por sua vez, é bastante correlacionado com o setor de serviços, que representa a maior parte da

economia. Dados de vendas e preços de imóveis mostram que esse setor está passando por uma desaceleração resistente e controlada, sem o menor risco de colapso.

Figura E2



O PIB é formado por consumo (70%), gastos do governo (18%), investimentos (20%) e exportações líquidas (□8%). Os gastos do governo também estão também contribuindo menos para o crescimento. O déficit externo deve diminuir ligeiramente, com impacto positivo sobre o PIB, por se tratar de um número negativo. Os investimentos também devem se contrair, em resposta a um ambiente de menor demanda dos consumidores e taxas de juros mais altas. Portanto, a inequívoca desaceleração da economia norte-americana, necessária para levar o ritmo para abaixo do potencial e torná-lo mais sustentado, sem criar riscos inflacionários crescentes, é resultado do aperto monetário que vem sendo feito por dois anos, desde junho de 2004.

Inflação... o grande susto

A inflação cheia já vinha se acelerando em março e continuou nos últimos meses, em função do custo de energia. A inflação anualizada de três e seis meses está num ritmo mais forte que dos últimos 12 meses □ o núcleo também subiu bastante: em março, por conta de vestuário e serviços médicos; em abril e maio, por conta de aluguéis imputados. Em seus relatórios, Ben Bernanke levantou quatro preocupações com o processo inflacionário: elevação do preço do petróleo, do preço das demais commodities, das expectativas inflacionárias e desvalorização do dólar. Destas, duas melhoraram e duas pioraram. Em junho, reverteram-se os preços das demais commodities e a depreciação do dólar. No entanto, os preços do petróleo seguiram subindo, assim como as expectativas inflacionárias (Figura E3).

O argumento de que o núcleo de inflação só subiu por causa dos aluguéis não é verdadeiro, pois esses números mostram aceleração mesmo quando descontados os aluguéis (Figura E4). Além do mais, segundo o próprio Ben Bernanke, isso pode ter sido causado pela estupenda alta do custo dd energia; embora sua transmissão aos preços tenha sido limitada, os riscos ainda persistem. O FED está enfrentando uma tarefa dura: economia desacelerando com inflação subindo.

Figura E3

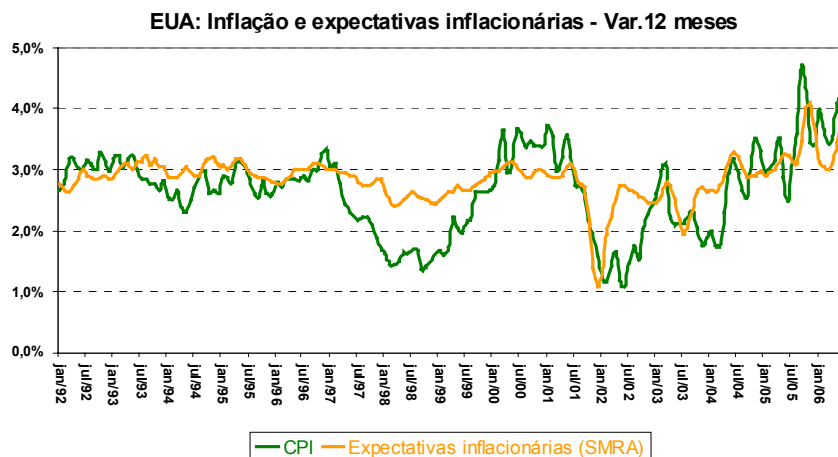
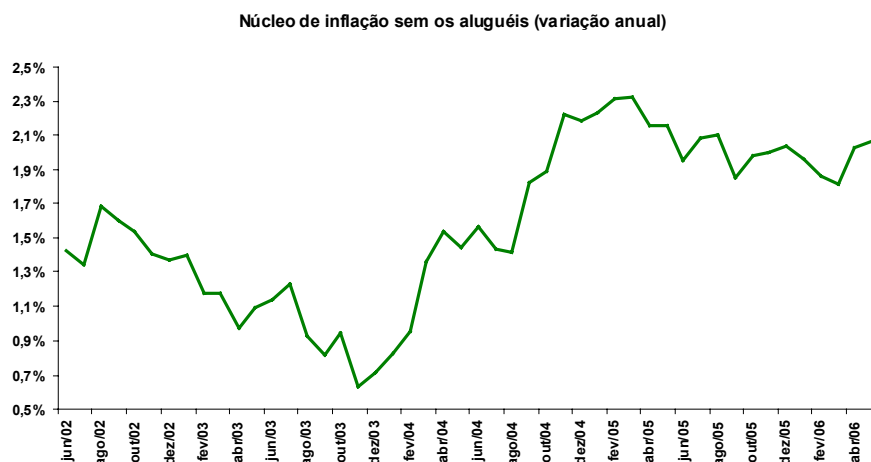


Figura E4



O argumento de que o núcleo de inflação só subiu por causa dos aluguéis não é verdadeiro, pois esses números mostram aceleração mesmo quando descontados os aluguéis (Figura E4). Além do mais, segundo o próprio Ben Bernanke, isso pode ter sido causado pela estupenda alta do custo da energia; embora sua transmissão aos preços tenha sido limitada, os riscos ainda persistem. O FED está enfrentando uma tarefa dura: economia desacelerando com inflação subindo.

Conclusão

Conforme antecipado pelo FED, a economia está indo para um ritmo mais sustentado. A convicção sobre o cenário benigno da inflação mudou, e o efeito modesto da alta de energia sobre o núcleo de inflação não é tão certo. A desaceleração econômica e a elevação da inflação são conflitantes, mas Ben Bernanke está claramente pesando mais a inflação nas suas decisões e na luta por credibilidade. Com a economia se desacelerando, está diminuindo a utilização de recursos e o dólar e as demais commodities reverteram, embora o custo da energia e as expectativas de inflação continuem altas. Isso indica que o FED não tem motivos para acelerar o ritmo de alta de juros, mas, de acordo com sua própria análise, ainda os tem para continuar aumentando os juros nas próximas reuniões, salvo se o quadro inflacionário surpreender

positivamente ou se a economia se desacelerar mais do que o esperado. Já descartamos a desaceleração acentuada ou recessão da economia, mas a melhora do quadro inflacionário continua questionável, com a persistente alta dos preços do petróleo e o risco de contaminação dos demais preços. Embora tanto o cenário econômico norte-americano quanto o mundial continuem favoráveis e apesar de um cenário de inflação de médio e longo prazo benigno para os EUA, a resposta àquela pergunta é que ainda há risco de volatilidade nos mercados. Essa resposta é agravada pela já observada melhora dos mercados, recuperando metade das perdas. No patamar atual, a retomada da tendência de alta depende muito de notícias positivas de inflação nos EUA, que estão ficando improváveis num cenário de preços mais altos de petróleo.

No entanto, entre os países ricos, além dos EUA, estão aumentando os juros o Japão e a Europa – exceto o Reino Unido –, em função do potencial impacto do preço do petróleo nos demais preços. Considerando que os EUA respondem por quase 30% da demanda final, sua desaceleração atuará como um aperto monetário nos demais países, dispensando juros muito altos. Essa desaceleração geral da economia mundial – esperada para algum momento no final deste ano – deve contribuir para arrefecer os preços de petróleo. Sem choques novos como furacões (a estação deste ano promete ser bem mais amena que a do anterior, que foi um pico histórico) e sem novas pressões geopolíticas, é provável que a preocupação com o petróleo se amenize ao longo do tempo. A percepção dos desdobramentos desses cenários, que podem se transformar numa nova tendência de alta, precisa ser continuamente avaliada, embora ainda seja muito pequena a probabilidade de isso acontecer muito rapidamente.

Economia Doméstica

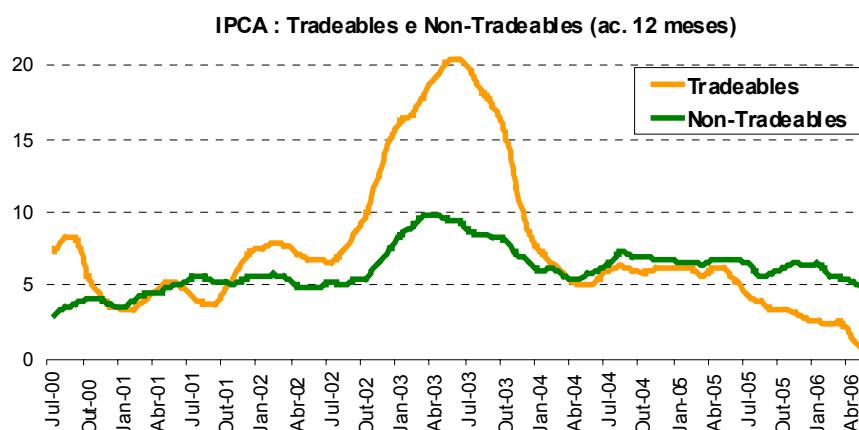
Brasil: redução da vulnerabilidade externa mantém cenário de crescimento sem inflação

O elevado saldo comercial dos últimos anos tem propiciado o forte acúmulo de divisas externas, a valorização cambial e a redução da inflação, que têm possibilitado o ciclo de redução da taxa de juros e o impulso ao consumo doméstico. Além disso, o governo brasileiro conseguiu melhorar o perfil da dívida pública, com aumento do estoque de títulos pré-fixados e a redução dos pós-fixados e atrelados à taxa de câmbio. Todas essas melhoras nos fundamentos da economia brasileira têm reduzido nossa vulnerabilidade externa e permite a manutenção do crescimento econômico, mesmo diante da volatilidade dos mercados financeiros internacionais.

O elevado crescimento mundial dos últimos anos tem impulsionado nossas exportações (em quantidade e preço) e gerado alto saldo comercial, favorecendo o acúmulo de reservas internacionais, que passou de US\$ 24 bilhões em novembro de 2004 para atuais US\$ 63 bilhões. Apesar dessa forte demanda por divisas pelo Banco Central (BC), o excesso de oferta de dólares também tem gerado um ciclo de valorização cambial desde o final de 2002.

Essa apreciação da taxa de câmbio tem concorrido significativamente para o combate à inflação. A inflação de bens não comercializáveis (non-tradeables) tem apresentado dinâmica favorável, mas em ritmo muito modesto quando comparado à expressiva queda da inflação de bens comercializáveis (tradeables), como mostra a Figura 1.

Figura 1



Assim, o IPCA caiu de aproximadamente 15% em janeiro de 2003 para 7,4% em janeiro de 2005 e, em seguida, para atuais 4,4%, abaixo do centro da meta de 4,5%. A trajetória de queda da inflação tem permitido ao BC realizar um ciclo de afrouxamento monetário que tem impulsionado o consumo, a produção industrial e a criação de empregos.

Além disso, apesar do aumento substancial de gastos públicos, o governo tem melhorado o perfil da dívida pública, especialmente com a redução da parcela de dívida pós-fixada e atrelada ao câmbio e o aumento da parcela pré-fixada que abrange atualmente mais da metade do total da dívida¹ (Figura 2). Assim, com aumento de reservas, queda da inflação e melhora do perfil da dívida pública, o país tem reduzido a vulnerabilidade externa e aperfeiçoado o funcionamento das políticas monetária e fiscal.

Os benefícios da melhora dos fundamentos domésticos podem ser observados durante períodos de volatilidade do mercado internacional como o atual. Nas últimas semanas, o risco Brasil tem se descolado do risco dos demais países emergentes, ou seja, as incertezas em relação aos próximos passos da política monetária norte-americana têm afetado menos nossa taxa de câmbio, pois o país tem reservas consideráveis, que podem ser utilizadas pelo BC tanto para conter um possível processo significativo de desvalorização quanto para honrar nossos compromissos em moeda estrangeira. Assim, sem rupturas no mercado de câmbio, mantemos a perspectiva favorável para a inflação, a continuidade da redução da taxa Selic e o impulso ao crescimento doméstico mais voltado para a demanda doméstica.

¹ Embora não sejam totalmente pré-fixados, os papéis atrelados à TR e a índices de inflação possuem um comportamento semelhante ao dos papéis pré-fixados: quando os juros sobem, o preço do título cai e gera um efeito riqueza negativo, que contribui para o funcionamento da política monetária. Os papéis pós-fixados não possuem esse efeito quando os juros sobem e ao contrário, geram um fluxo de juros maior para os detentores desse papel, indo na direção contrária da alta de juros e da política monetária.

Figura 2

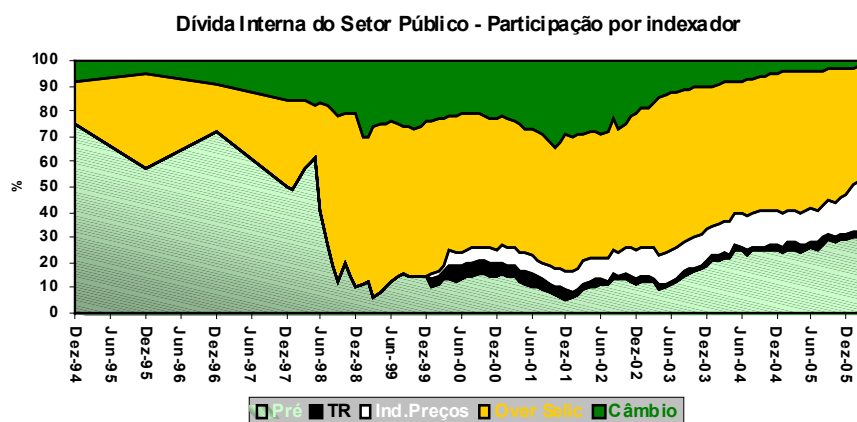
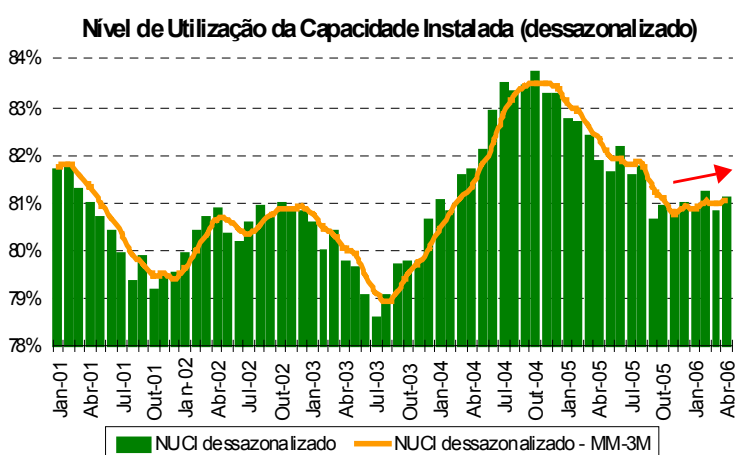


Figura 3



Portanto, mantemos nossa perspectiva de que a taxa de câmbio não tende à depreciação e de que o BC deve encerrar o ciclo de afrouxamento monetário em 14,50% a.a., ao passo que o país deve apresentar crescimento real do PIB de 4,2% neste ano.

Mercado de Ações

O temor de um menor crescimento econômico e de uma inflação um pouco mais alta nos EUA continuou durante o mês de junho, fazendo com que o investidor estrangeiro continuasse a realizar lucros auferidos em mercados de maior risco, como os emergentes e o Brasil. Mesmo assim, o Ibovespa obteve uma pequena queda 0,44% no mês, mas ainda acumulando uma alta no ano de 10,2%. Para o julho, concluímos que a volatilidade será mais amena do que a observada no mês passado, após o comunicado do FED sobre a decisão de elevar os juros norte-americanos para 5,25% em 29 de junho. Acreditamos que o fluxo de entrada de capital para a Bovespa retorne de maneira gradual e, assim, o mercado de ações poderá alcançar o nível pré-correção nos próximos meses. Reiteramos nossa perspectiva positiva para o mercado acionário no ano de 2006.

Mercado de Renda Fixa

O mês de junho foi marcado pela reversão da forte elevação das taxas ocorrida em maio. Após o stress do mês passado, nenhuma razão significativa de mudança foi observada no cenário externo. Os demais mercados emergentes apresentaram deterioração da sua curva de juros e das suas moedas, além de uma deterioração das bolsas de forma geral. O Brasil apresentou esse comportamento diferenciado, com apreciação cambial e queda nas curvas de juros por conta dos excelentes fundamentos domésticos, da continuidade dos fluxos comerciais e financeiros, dos bons números de inflação e das expectativas inflacionárias, o que permitiu ao Banco Central não interromper o processo de queda nas taxas primárias de juros.

Os bons fundamentos da economia brasileira ainda podem produzir ainda um comportamento favorável dos mercados de renda fixa no mês de julho, embora uma provável reversão no otimismo pós comunicado do FED possa ocorrer, caso números de inflação se mostrem piores do que antecipados ou o preço de petróleo cause apreensão com o risco de contaminação inflacionária. A melhora dos mercados, portanto, pode acontecer, mas não está completamente imune a eventos que ainda podem ocorrer para causar deterioração no sentimento em relação ao futuro da política monetária nos Estados Unidos.

Projeções

INDICADORES MACROECONÔMICOS E PROJEÇÕES (*)

Última atualização 5/07/06	Projeções					
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIB Crescimento Real (%)	1,9	0,6	4,9	2,3	4,2	4,0
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	12,5	9,3	7,6	5,7	4,2	4,5
Inflação (IGPM/FGV) (%)	25,3	8,7	12,4	1,2	3,3	5,0
Taxa de Câmbio Média (R\$/US\$)	2,93	3,07	2,92	2,43	2,19	2,19
Taxa de Câmbio Final (R\$/US\$)	3,53	2,89	2,65	2,34	2,15	2,24
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	(7,6)	6,7	11,8	14,3	12,2	12,2
Saldo Comercial (US\$ bi)	13,2	24,8	33,7	44,8	41,8	41,8
Taxa de Juro Nominal Final do ano (Selic)	25,0	16,5	17,8	18,0	14,8	12,5
Taxa de Juro Nominal Média	19,2	23,2	16,2	19,0	15,3	13,6
Taxa de Juro Real (deflacionado pelo IPCA)	5,9	12,8	8,0	12,6	10,7	8,7
Dívida Pública (% do PIB)	55,5	58,2	51,7	51,6	50,7	50,8
Resultado Nominal do Setor Público (% do PIB)	10,3	3,6	2,5	3,1	1,2	(0,0)
Resultado Primário do Setor Público (% do PIB)	(3,9)	(4,25)	(4,59)	(4,84)	(4,25)	(4,25)

(*) As áreas sombreadas são projeções.

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.