

Relatório Econômico e Estratégico

Ecoeconomia

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

Economia externa

Os riscos do cenário externo e suas implicações

A recente deterioração do mercado não está totalmente relacionada com as mudanças de fundamentos macroeconômicos globais e, sim, com o excessivo posicionamento do mercado no quarto ano consecutivo de alta. Além disso, todos os investidores estavam muito alavancados e igualmente posicionados (comprados em ações, emergentes e commodities e vendidos em inflação, moeda, juros e dívida). Desde o início do ano, os juros globais subiram, ajustando-se a uma surpresa positiva de crescimento no mundo todo, e esse maior custo de oportunidade forçou uma redução do superposicionamento em ativos de risco. Adicionalmente, aumentaram as incertezas geradas com a mudança de direção no FED (banco central norte-americano), justamente no fim de um ciclo de aperto monetário. Esse reposicionamento e essas incertezas causaram aumento de volatilidade e necessidade de menor exposição ao risco. Portanto, o movimento tem sido magnificado por várias dúvidas: o risco do atual processo de desaceleração do setor imobiliário (7 em 10 eventos iguais produziram recessões nos EUA), a alta das commodities e do petróleo e seu potencial inflacionário e, finalmente, o embate entre G7 e Ásia em torno do regime cambial, que acabou produzindo uma desvalorização rápida do dólar norte-americano em abril. No entanto, nenhuma dessas dúvidas determinou claras mudanças de cenário.

No ano passado, houve episódios semelhantes de turbulência nos mercados, mas com a diferença de que havia uma pergunta clara e uma resposta evidente. Por exemplo, os mercados questionaram a inflação várias vezes ao longo de 2005, mas, por conta das pressões inflacionárias contidas pela arquitetura global e da deflação decorrente pelo excedente de produção dos países emergentes, notadamente na Ásia, constatou-se que a preocupação era exagerada. Há aí uma clara oportunidade de compra. A deflação global em curso já há vários anos não só continua, como foi responsável pela desvinculação da inflação de fatores domésticos como, por exemplo, os custos unitários salariais, já descontada a produtividade do trabalho. A inflação dos EUA ficou desvinculada também da atividade, dos preços de commodities e do petróleo.

Indicadores Maio

Ibovespa médio

36.832

- 8,19% no mês

+ 10,74% no ano

IBX médio

12.015

- 6,27% no mês

+ 12,43% no ano

S&P 500

1.270,09

- 3,09% no mês

+ 1,75% no ano

CDI

+ 1,28% no mês

+ 6,50% no ano

Dólar = \$ 2, 3005

+ 10,11% no mês

- 1,72% 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

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

A arquitetura global foi extensamente discutida ao longo de 2005, mas o tema não desapareceu completamente - há questionamentos que trouxeram forte débacle aos mercados, mas foram prontamente superados. Apesar da conhecida insustentabilidade da atual arquitetura global, em que os EUA são o supridor de demanda por bens finais e, adicionalmente, vêm produzindo um inédito crescimento de déficits na balança de pagamento e no seu endividamento, ao lado de enormes poupadores asiáticos, com um regime cambial fixo, que exporta deflação para todos os cantos do orbe, os mercados não se abalam, pois só precificam horizontes de curto prazo - de até seis meses - e, essa sua característica é imutável. Assim, seja estrutural ou econômico, qualquer abalo de longo prazo é descartado. Outra dúvida surgida ao longo de 2005 era o fim do financiamento dos asiáticos aos norte-americanos e o fim do regime de câmbio semifixo da Ásia. Ambas as hipóteses foram descartadas, pois seria um contra-senso gerar perdas generalizadas para todas as partes envolvidas. E em ambos os casos houve uma outra oportunidade de compra. Desta vez, não há uma pergunta clara, nem uma resposta óbvia - os mercados se abalaram sem razão aparente. o que indica mais um problema dos mercados em si do que dos fundamentos. No meio dessa turbulência, aproxima-se a temporada dos furacões do Atlântico, que prometem ser maiores que a média histórica, embora mais amenos do que o recorde de 2005. Acumulam-se as incertezas nesta época do ano, seja porque o FED provavelmente continuará aumentando os juros - pelo menos mais uma vez -, seja porque o preço de petróleo pode não cair, apesar da desaceleração gradual esperada para a atividade econômica mundial no segundo semestre.

Agora, a pergunta é até onde irá esse movimento de volatilidade com queda e se pode haver realmente uma mudança de fundamentos no cenário externo. Essa pergunta é importante, pois só no caso de esse movimento ser transitório se manterão os fundamentos domésticos, permanecendo a projeção de mais uma redução de juros de 0,50 ponto percentual no dia 18 de julho pelo COPOM, do câmbio terminando em 2,15 e de um crescimento de 4,2%.

O sentimento do mercado será guiado por um dos dois seguintes cenários:

- 1) mudança dos fundamentos, com a concretização dos riscos inflacionários e a economia global atingindo um pico, para depois desacelerar acima do esperado no segundo semestre; ou
- 2) permanência dos fundamentos e normalização do mercado, com a redução dos riscos inflacionários e a preservação de um crescimento global robusto.

Por ora, o receio do primeiro cenário deve manter alta a volatilidade. O FED deve aumentar mais uma vez os juros e manter um discurso ambíguo, contribuindo para a instabilidade. De nossa parte, acreditamos no segundo cenário, com uma desaceleração gradual dos EUA acompanhada de um crescimento mais forte do resto do mundo e sem pressões inflacionárias. Esse cenário mais

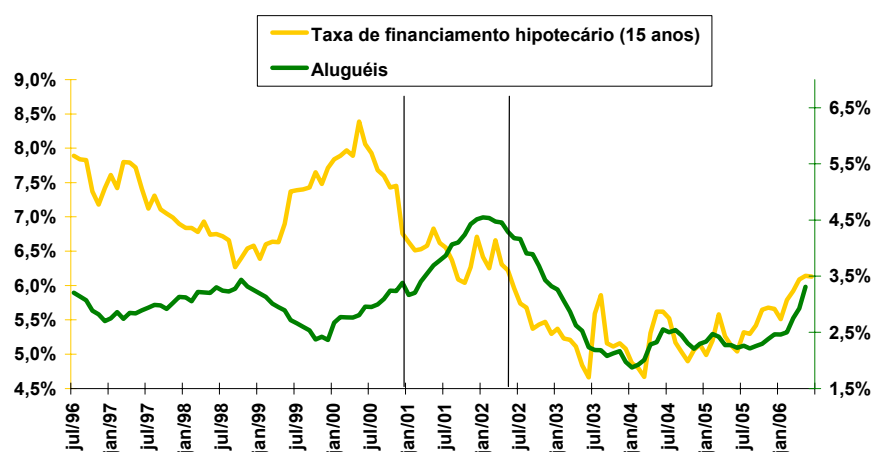
benigno provavelmente não vai ser percebido em pouco tempo, pois as taxas de inflação passam por um movimento de alta, ao lado de um desaquecimento da economia norte-americana de cuja magnitude depende o comportamento de outras regiões como a Europa, a Ásia e mesmo a China. O FED está num caminho tortuoso, tendo que maximizar o crescimento e ao mesmo tempo evitar a alta de inflação. Há o risco de o FED exagerar nos juros ou ser incapaz de estimular a economia a tempo, caso os preços de petróleo pressionem a partir do patamar atual, já bastante elevado. A economia norte-americana pode desacelerar mais do que o esperado, afetando o desempenho do resto do mundo. Só num cenário de desaceleração gradual dos EUA as demais regiões desenvolvidas como a Europa, o Japão e o Reino Unido compensarão e manterão o ritmo de expansão do ciclo global.

Nota técnica

Aluguéis, preço de imóveis, juros e financiamento: implicações para a política monetária nos EUA

A relação recente entre alta de juros e alta dos aluguéis, principal fator de pressão do núcleo de inflação do consumidor, serviu de combustível para argumentar que os juros nos Estados Unidos podem subir mais do que esperado, entre 5,5% e 6,0%. O gráfico abaixo mostra o custo de financiamento hipotecário (correlacionado com os juros primários) e o subgrupo aluguéis do IPC americano (figura 1).

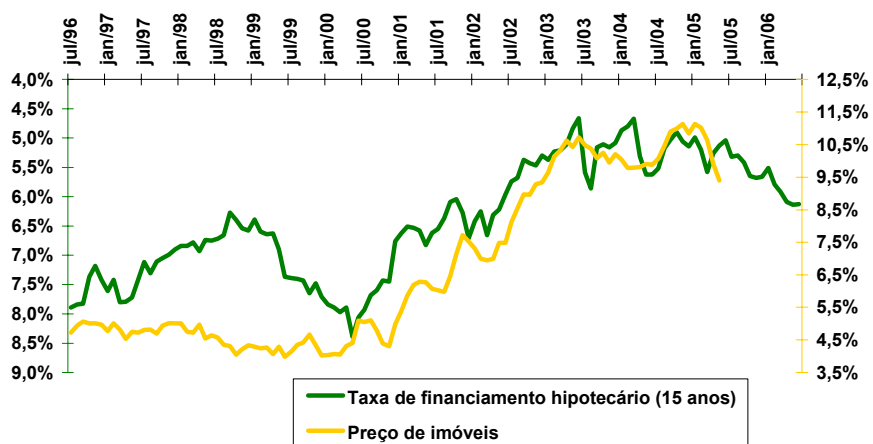
Figura 1



O gráfico acima não corrobora a relação entre juros e aluguéis e o máximo que dá para observar é que ela ocorreu recentemente. Em anos anteriores foi comum observar exatamente o oposto: alta de juros com queda dos aluguéis e vice-versa. Isso pode ter sido mera coincidência ou devido a outros fatores e mais adiante veremos que para a política monetária, não é essa relação a mais importante que devemos observar.

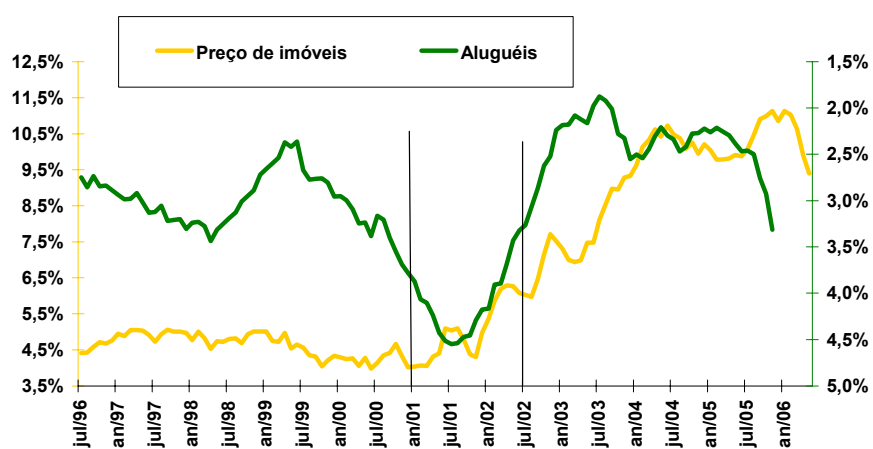
Existe uma relação confirmada pelos dados: a alta de juros causa uma queda nos preços esperados dos imóveis. A figura 2 mostra essa relação, onde foi aplicada defasagem de um ano para tornar a variação do preço dos imóveis uma medida da expectativa dos agentes. Essa relação indica também o funcionamento da defasagem da política monetária e as altas já observadas no custo de financiamento via aumento de juros devem continuar produzindo queda nos preços dos imóveis. Isso deve desacelerar o consumo (que representa mais de 70% do PIB) sendo esse o principal mecanismo de transmissão da política monetária, puxando a inflação para baixo e tornando novos aumentos de juros desnecessários.

Figura 2



A última relação analisada é a relação entre preços esperados dos imóveis e aluguéis. A correlação negativa dessas variáveis pode ser explicada por uma teoria de investimentos (Tobin). Portanto, por essa relação, se por causa do aumento dos juros, os preços esperados dos imóveis caem, isso irá trazer aumento de aluguéis. Pela figura 3 também não consigo confirmar essa relação entre essas duas variáveis.

Figura 3



Conclusão

A alegada relação entre juros, queda na expectativa dos preços dos imóveis e seu impacto em aumentar os aluguéis, pressionando o núcleo de inflação e, por essa razão, justificar maiores aumentos de juros, falha na comprovação empírica. Além disso, a alta dos aluguéis não parece estar sendo causada por um fenômeno macroeconômico, por estar concentrada em Nova Iorque.

Também é embaraçoso dizer que a política monetária é refém da alta dos aluguéis, sendo imperioso aumentar continuamente os juros por conta disso. Alguém poderia argumentar justamente o contrário: o fato dos juros pressionarem os núcleos via aumento dos aluguéis, poderia levar o FED a pausar ou reduzir ao invés de aumentar os juros. Por essa razão, a alta dos aluguéis não só não pode ser relacionada diretamente com o aumento de juros como não serve de justificativa para novos aumentos de juros. O principal canal de transmissão de política monetária, via consumo, está confirmado pela figura 2 com a defasagem explicitada. Esse argumento vai na direção de não ser necessário muito mais aumento de juros aos atuais.

Apesar de ser essa a conclusão, a visão do mercado difere da nossa em vários pontos e o efeito estatístico dos números, a possibilidade de continuidade de alta dos aluguéis nos próximos meses, impactando negativamente os núcleos e outros focos de pressão inflacionária corriqueiramente alegados, como elevada utilização de capacidade instalada, deverão manter o nervosismo por mais tempo. Isso será agravado pelo teste de credibilidade do FED com seu novo dirigente e com a ausência de um discurso claro.

Economia Doméstica

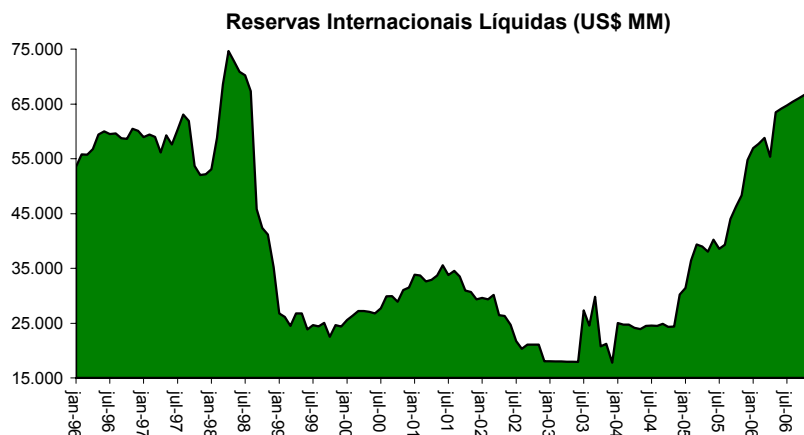
Brasil: quem faz a lição de casa passa de ano...

A volatilidade dos mercados internacionais nos últimos dois meses tem sido o primeiro teste para a política econômica do atual governo. A recomposição das reservas internacionais e o fim do estoque de passivo líquido em moeda estrangeira do governo têm reduzido a vulnerabilidade externa brasileira e devem minimizar o impacto da aversão ao risco a países emergentes sobre a nossa taxa de câmbio e, conseqüentemente, sobre os fundamentos da economia brasileira, o que permitirá a continuidade do cenário de crescimento econômico.

A compra de divisas pelo Banco Central (BC) nos últimos anos tem propiciado aumento do nível de reservas internacionais (Figura 1) que, somado ao processo de swap cambial reverso, transformou o governo brasileiro de devedor líquido em moeda estrangeira em prestador líquido em moeda estrangeira no início deste ano. Assim, nenhum processo de desvalorização cambial deverá ter impacto negativo direto sobre as contas públicas, o que reduz

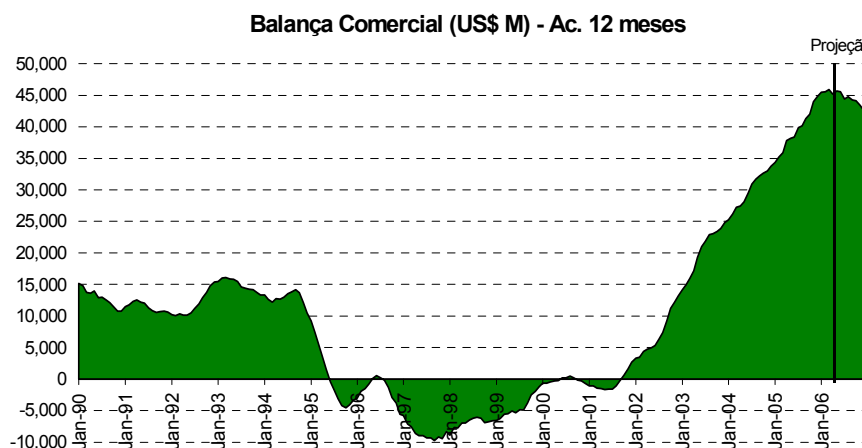
significativamente a vulnerabilidade externa da economia brasileira, diferentemente dos episódios anteriores de deterioração do sentimento de mercado internacional.

Figura 1



Além disso, considerando que o crescimento mundial deve desacelerar apenas moderadamente nos próximos trimestres (como vimos na parte de cenário externo), o alto influxo de divisas através do saldo comercial robusto deve evitar uma forte desvalorização do real, evitando o aumento da taxa de inflação e, conseqüentemente, afastando a necessidade de aumento da taxa de juros, como ocorria no passado.

Figura 2

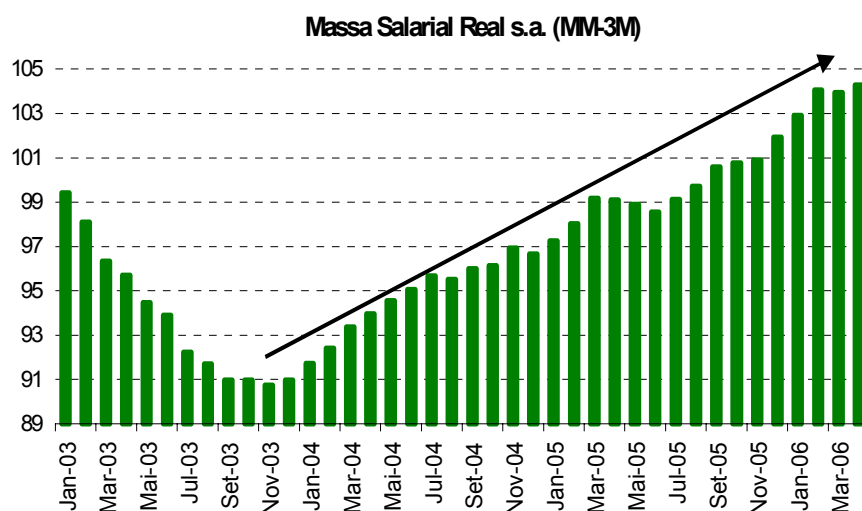


Dessa forma, mantemos a perspectiva de que o BC reduzirá a taxa básica de juros em 0,50p.p. na sua próxima reunião, no dia 19 de julho, passando a taxa Selic de 15,25%a.a. para 14,75%a.a. e aumentando o estímulo monetário para o consumo e o investimento nacional.

No entanto, após a próxima redução da taxa Selic, acreditamos o BC manterá a mesma taxa até o final do ano, pois o crescimento econômico brasileiro já apresenta uma dinâmica muito favorável. A valorização cambial dos últimos anos tem contribuído para a queda da inflação, que, somada ao aumento do salário mínimo e da geração de empregos, tem sustentado o crescimento da massa salarial, ou seja, tem impulsionado o poder de compra das famílias.

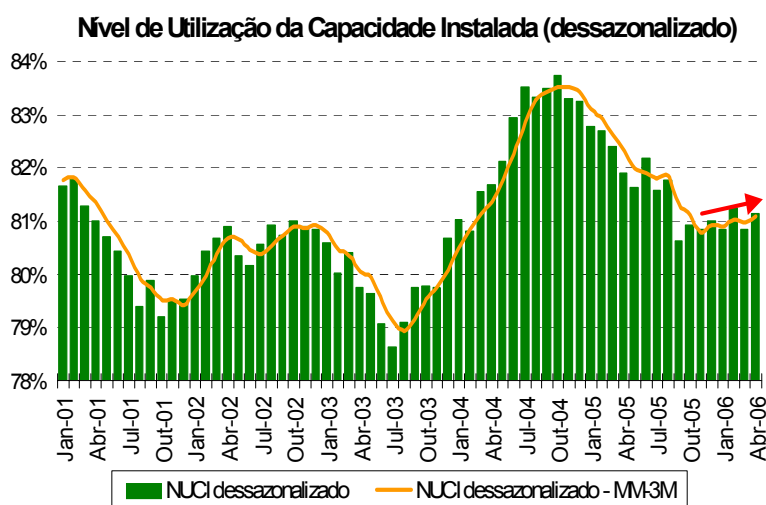
Além disso, a expansão dos gastos públicos e do mercado de crédito também devem continuar contribuindo para o crescimento do consumo doméstico e, conseqüentemente, para a produção industrial.

Figura 3



Nos últimos meses, o crescimento da produção industrial tem superado a maturação de investimentos e gerado pequeno incremento do nível de utilização da capacidade instalada (NUCI) (Figura 4). Esse aumento do NUCI não traz preocupações com a inflação futura, mas, considerando-se as defasagens da política monetária sobre a atividade, o BC deve ser conservador e parcimonioso, justamente para evitar essa preocupação no próximo ano.

Figura 4

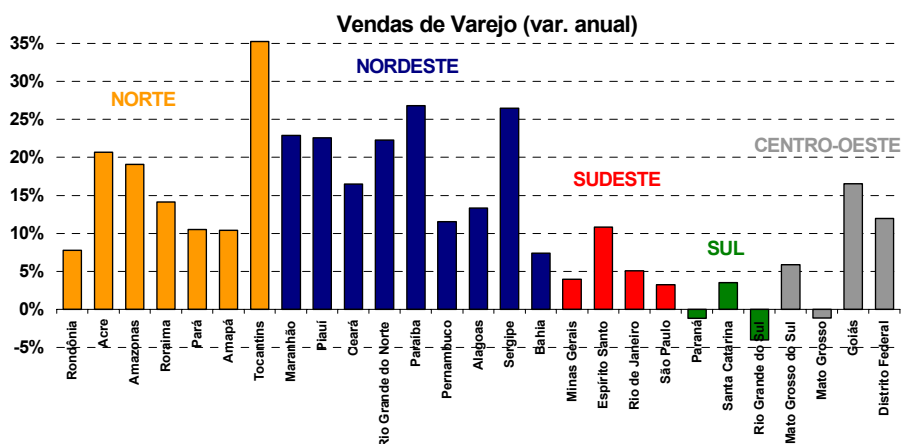


Assim, acreditamos que a taxa de câmbio não tem fundamentos para uma forte depreciação, de modo que o BC pode manter o ciclo de afrouxamento monetário, encerrando o ano com a taxa Selic em 14,75%a.a., estimulando adicionalmente a atividade doméstica.

Política

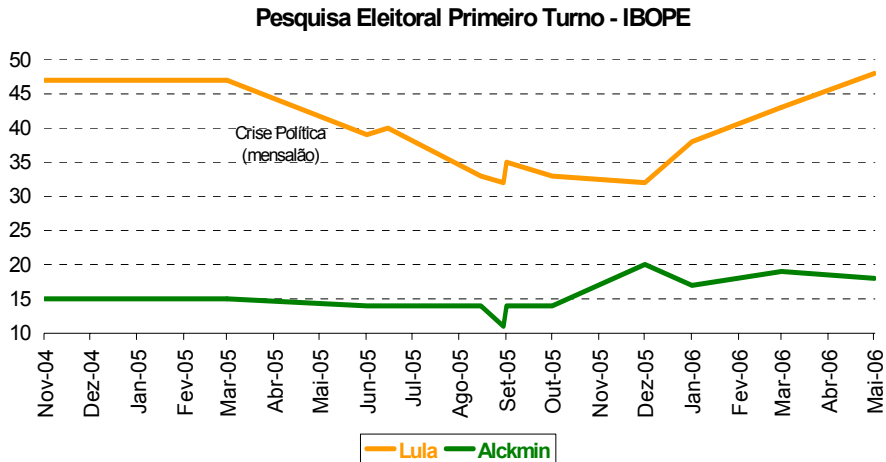
O forte crescimento do consumo nos últimos anos, realizados tanto pelo aumento da massa salarial como pelo aumento de gastos sociais pelo atual governo, tem beneficiado a popularidade do presidente Lula, do Partido dos Trabalhadores (PT), especialmente no Norte e no Nordeste, onde se registra um maior aumento das vendas de varejo (Figura 5).

Figura 5



As pesquisas de intenção de voto sinalizam o aumento da probabilidade de o presidente Lula ser reeleito, talvez já no primeiro turno (Figura 6). Nesse contexto, os partidos que ainda não definiram candidatura própria podem ficar mais inclinados a uma aliança, mesmo que informal, com o PT. Apesar disso, ainda há muito por acontecer. Devemos estar atentos para os desdobramentos das campanhas no horário político gratuito, que ainda não começou.

Figura 6



Resta saber o que mudaria em um possível segundo mandato do presidente Lula. A resposta não é simples, especialmente quanto à possibilidade de aprovação de reformas essenciais para o crescimento de longo prazo do país, como reformas tributária e previdenciária mais amplas. Mas acreditamos que a condução da atual política econômica deve continuar, ou seja, o BC continuará adotando política monetária com vistas à estabilização monetária (controle inflacionário) e o Tesouro manterá a trajetória de

alongamento da dívida pública e o aumento da participação de dívida pré-fixada, reduzindo o risco país. Assim, a solvência fiscal deve continuar dando suporte ao crescimento econômico próximo de 3,5%a.a.

Mercado de Ações

O forte fluxo de entrada de capital nos primeiros meses do ano fez a Bolsa brasileira refém das mudanças de humor do investidor estrangeiro. Com o temor de um menor crescimento econômico e inflação um pouco mais alta nos EUA, o investidor estrangeiro preferiu realizar lucros auferidos em mercados de maior risco. Assim, o Ibovespa obteve uma queda de 8,19% em maio, mas ainda acumula uma alta no ano de 10,7%. Quanto ao mês de junho, a indefinição na postura do FED faz da volatilidade a única resposta segura. Os dados econômicos dos EUA e o humor do investidor estrangeiro continuarão a ditar o ritmo dos mercados; uma vez que a principal fonte de preocupação ainda é o aperto monetário norte-americano, que, mesmo momentaneamente, poderá diminuir com um ajuste um pouco mais forte, a liquidez internacional traz mais volatilidade para os mercados. Reiteramos nossa perspectiva positiva para o mercado acionário em 2006, mesmo que no curto prazo estejamos enfrentando um mercado volátil.

Mercado de Renda Fixa

O mês de maio marcado pela elevação das taxas e com maior volatilidade dos mercados brasileiros em decorrência da instabilidade nos mercados internacionais. O mercado de juros reduziu a expectativa de novos cortes na taxa Selic nas próximas reuniões do Comitê de Política Monetária (COPOM) e chegou a precificar aumento de juros nos períodos mais longos. O contrato de DI mais negociado, o de janeiro de 2007, encerrou o mês cotado a 15,22%, contra um fechamento de 14,78% de abril. O BC na reunião de maio reduziu 0,50 ponto percentual, diminuindo o ritmo da redução, por conta da aceleração da economia e do início da elevação da utilização da capacidade instalada na indústria.

Apesar da instabilidade externa, foi mantido um forte fluxo financeiro, mesmo assim a desvalorização do dólar frente ao real nesse mês praticamente zerou toda a apreciação acumulada do ano.

Projeções

INDICADORES MACROECONÔMICOS E PROJEÇÕES (*)

Última atualização 14/06/06	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	4,5	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	2,13	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	12,6	12,6
Saldo Comercial (US\$ bi)	13,2	24,8	33,7	44,8	41,7	41,7
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	10,3	8,7
Dívida Pública (% do PIB)	55,5	58,2	51,7	51,6	50,6	50,7
Resultado Nominal do Setor Público (% do PIB)	10,3	3,6	2,5	3,0	1,2	(0,0)
Resultado Primário do Setor Público (% do PIB)	(3,9)	(4,25)	(4,59)	(4,83)	(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.