

Indicadores Abril

Ibovespa médio

40.117

+ 6,08% no mês

+ 20,61% no ano

IBX médio

12.819

+ 5,43% no mês

+ 19,95% no ano

S&P 500

1.310,61

+ 1,22% no mês

+ 4,99% no ano

CDI

+ 1,08% no mês

+ 5,16% no ano

Dólar = \$ 2, 0892

- 3,83% no mês

- 10,74% 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

A fábula do crescimento econômico e o piccolo diavolo¹

"O Senhor já me castigou, fazendo-me viver na Terra, mas preciso lhe contar tudo" disse o piccolo diavolo. O Senhor a quem ele falava era o próprio Deus, que tudo ouvia e tudo sabia, mas fingia não ser onipresente, para deixar seus fiéis mais à vontade. "Nem meu mestre das trevas seria tão diabólico" prosseguiu o piccolo diavolo "tudo o que fizeram por lá, em nome do bem de todos, só causou estragos". "É verdade, nem ele faria tamanho mal, em nome de um suposto bem" disse o Senhor. "Maquiavélico demais" concluiu o piccolo.

E assim ele fez seu relatório: "Todos desapareceram após a malfadada experiência terrena, com seres racionais iludidos a ponto de se esquecerem de sua condição animal, dependentes dos ecossistemas. A Terra era uma escola para os homens o Senhor dera-lhes uma maior percepção, consciência da realidade, capacidade de estabelecerem relações causais e, embora nunca tenham conseguido explicar a vida, eles descobriram seus principais fatores. Eram os únicos seres da Terra que, como os ciclopes, sabiam que sua morte é inevitável. Sabiam também que outros homens nasceriam e viveriam depois deles, o que os deveria ter tornado mais responsáveis e solidários. No fundo, ninguém era dono de nada eram apenas usuários temporários do que parecia ser um Jardim do Éden."

"Isso não aconteceu" continuou o piccolo diavolo, e o Senhor o ouvia atentamente. "Eles arruinaram os ecossistemas e, com eles, a vida. Fizeram guerras terríveis. Trataram com horrenda crueldade todo ser vivo que pudesse sofrer e sentir dor. E por isso foram condenados pelo Senhor." Ao que o Senhor retorquiu: "Ninguém é condenado por Mim, mas por si mesmo."

"Mas o Senhor errou ao dar a eles um mundo tão grande, povoado por seres mudos e tão vulneráveis, que foram usados ou dizimados por eles. Se eles fossem umas poucas famílias numa pequena fazenda flutuando no universo, um pequeno retângulo de terra com limites visíveis e intransponíveis em todos os pontos cardeais, teriam agido de outro modo. A Terra era tão grande que ninguém enxergou seus limites a tempo. E o planeta reagiu contra seus agressores. Na pequena fazenda, eles se teriam reproduzido harmoniosamente, teriam ciclos econômicos conformes com o meio ambiente, viveriam durante eras geológicas e não teriam desaparecido tão precocemente."

¹ *Il piccolo diavolo* é uma produção italiana de 1988, dirigida por Roberto Begnini, que também representa o personagem-título.

"Quer dizer que, para compreender o limite, é preciso vê-lo?" – perguntou o Senhor – "E para que serviu a capacidade de estabelecer relações causais, desenvolver ciências e perceber a realidade?" Senhor, não me castigue novamente, mas eles não fizeram uso dessa capacidade. O crescimento econômico era um dos maiores mitos vigentes, estava totalmente desvinculado dos limites do planeta e fazia com que seus orientadores só trabalhassem com fluxos e não com estoques que se iam acumulando sobre a Terra, quebrando seus elos vitais. Além de não olhar para estoques acumulativos, os orientadores só trabalhavam com quocientes e eram completamente cegos ao impacto ambiental do sistema econômico. Falavam que nessa esfera o que faltava era uma boa política ambiental, como se o sistema econômico e o natural existissem separadamente e não tivessem um funcionamento conjunto. Para piorar, as populações aumentaram em número e em necessidades materiais e os ganhos de riqueza tornaram-se dependentes do desvario de crescer infinitamente num planeta finito. Qualquer possibilidade de mudança do modelo econômico causava calafrios, tanto porque poderia causar uma falência generalizada, como também porque impediria a criação de empregos, como se ela já não estivesse ocorrendo num ritmo totalmente insuficiente no início do século XXI. E também como se a falência já não fosse uma decorrência direta do modelo, como de fato aconteceu. Mas a pregação messiânica do crescimento continuou até o último flash de vida possível. Os mitos... Foi preciso um cataclisma para enxergarem os limites, mas foi tarde demais."

E prosseguiu: "Minha proposta, agora, já que sou obrigado a fazê-la, é que se crie um pequeno mundo, uma pequena fazenda flutuando no Universo. Nessa fazenda, cujos limites seriam visíveis nos quatro pontos cardeais, duvido que eles tentassem repetir o feito de acumular estoques de milhões de casas, carros, aviões, navios, armas e toda a parafernália que o Senhor bem sabe, e, pior, gerando resíduos que, num sistema planetário fechado, simplesmente não poderiam ser jogados fora, apenas reabsorvidos. Mas eles sugaram durante séculos das profundezas da Terra recursos que não podiam ser reabsorvidos como bauxita, chumbo, mercúrio, cromo, petróleo etc. e essa foi uma entre as tantas razões do cataclisma. A vida na Terra só foi possível porque esses materiais durante bilhões de anos foram depositados na crosta e não na superfície ou na atmosfera. Lembro-me que eles sabiam disso e, mesmo assim, por causa do tamanho da Terra, não acreditavam que pudesse acontecer o pior."

"Bem, agora eu vou parar por alguns bilhões de anos, para pensar no assunto novamente" disse o Senhor ao piccolo diavolo. "Afinal, a Terra levou 4,5 bilhões de anos para criar a humanidade no último milésimo de segundo planetário, mas, em muito pouco tempo, sua ganância se dividiu entre a cegueira e o seu fim. Se eles não foram capazes de ver a Terra como um conjunto de pequenas fazendas, não sei o que garantirá a sustentabilidade do novo pequeno mundo flutuante no Universo, que, por sinal, foge ao meu modelo de esferas. Vou pensar. Por ora, vivamos a pausa dos 4,5 bilhões de anos. E você, meu piccolo diavolo, está livre agora. O que pretende fazer?" "Se o Senhor não se importa, pretendo voltar para o inferno" ~ respondeu, feliz, o piccolo diavolo.

Economia externa

Economia mundial não é mais um avião voando com uma só turbina, mas juros podem subir...

O efeito positivo da arquitetura global que permitiu um crescimento maior sem inflação continua presente e benigno para o Brasil e para os demais países emergentes. Esse efeito ocorre pelo maior fluxo de dólares na balança de pagamentos, tanto no fluxo de comércio quanto no de capitais, provocando apreciação da moeda, melhora no perfil da dívida pública, aumento de reservas internacionais, pagamento antecipado de dívida externa, queda da inflação e condições monetárias mais frouxas. Permite também uma expansão maior da atividade, estágio em que se encontra a economia brasileira no momento. Em grande parte, fruto do cenário externo, sem sombra de dúvida, mas também resultado da manutenção de boas políticas econômicas, tanto na área fiscal quanto na monetária.

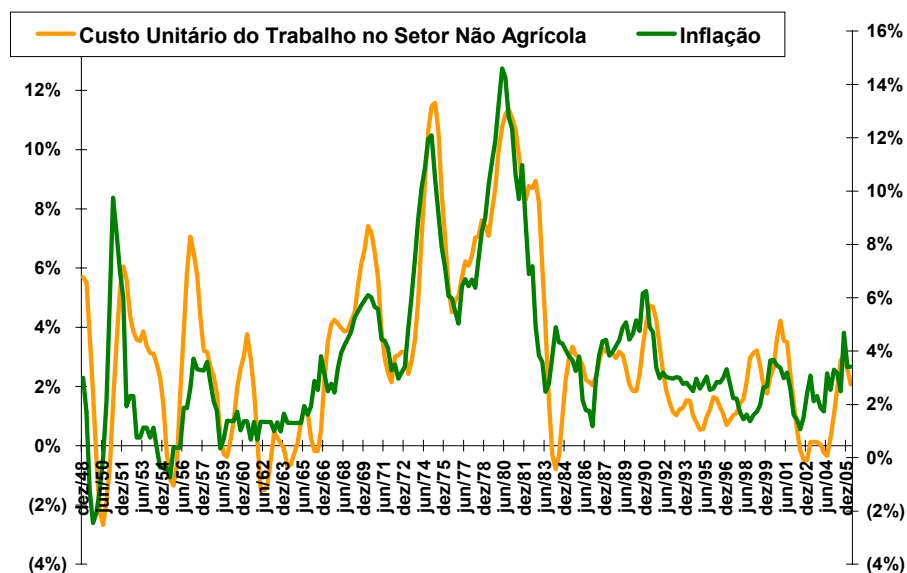
A partir do final de janeiro, a Bolsa brasileira ficou praticamente estagnada, mas, em abril, ela retomou uma alta não desprezível de 6,4%. Apesar das discussões em torno do alcance das taxas de juros norte-americanas se igual ou acima de 5%, o mercado parece estar mais tranqüilo com a possibilidade de juros mais altos, constantemente sinalizados por dados de atividade muito fortes e com indicadores antecedentes de inflação como petróleo e salários, mais pressionados. Acreditamos numa parada nos 5%, e a confirmação dessa tese pode trazer euforia aos mercados, posto que a crença dominante continua sendo a de juros mais altos. No entanto, os mercados surpreenderam pelo otimismo, apesar do receio de um aperto nas taxas maior do que o que se esperava. A dúvida deve continuar no mês de maio e talvez o otimismo também.

Aperto monetário nos Estados Unidos

Provavelmente a economia norte-americana mostrará uma surpresa negativa no crescimento, contrabalançada por uma surpresa positiva no crescimento do resto do mundo, o que deve manter o ritmo de expansão mundial igual ao do ano passado, o mais alto em décadas. A surpresa negativa decorrerá do já quase concluído aperto nos juros, da reversão do déficit fiscal e finalmente da desaceleração do setor imobiliário, que foi responsável por 90% de todo o crescimento do país nos últimos anos. O primeiro trimestre de 2006 e o mês de abril, ao contrário de refletirem essa possibilidade de desaceleração, mostraram dados excepcionalmente fortes, tanto de vendas no varejo quanto de sentimento, de produção industrial e de vendas de imóveis. Assim, a tese de elevação de juros acima dos 5% ganhou força, também porque o preço do petróleo ultrapassou a casa dos 70 dólares o barril (WTI-Texas). O tempo excepcionalmente quente e fatores pontuais explicam esse desempenho da economia, mas, mesmo assim, mantemos a visão de uma moderada desaceleração futura e do fim do aperto dos juros nos 5%, na reunião de 29 de junho de 2006.

Há vários motivos para o mercado ter se convencido de um aperto maior, ao contrário da nossa visão. O primeiro deles é a criação de empregos, que se acelerou no final do ano passado e mais ainda no primeiro trimestre de 2006. Isso fomentou a crença em maiores salários que, por sua vez, pressionariam a inflação. Para complicar, os dados de produtividade mostraram uma elevação menor que a da compensação salarial, pressionando os custos unitários do trabalho, visto como um indicador antecedente de futuras pressões inflacionárias (Figura E1).

Figura E1



Apesar dessa constatação, a criação de empregos na média móvel de três meses está praticamente estagnada há quase um ano, e o número recorde de desalentados, acima de 8 milhões de pessoas, mais a população carcerária, torna a situação de desemprego muito menos favorável do que se imagina. Finalmente, a força deflacionária global quebrou a relação antes existente entre aumento de salários ou de preços de petróleo e inflação maior. Não que essas pressões tenham deixado de existir, mas elas foram contrabalançadas pela exportação de deflação da Ásia para os EUA e resto do mundo. Isso acontece pela manutenção de um regime cambial fixo entre dois blocos □ os EUA e seus parceiros na Ásia, notadamente a China. Em abril, a inflação ao consumidor divulgada em maio deve ficar na casa dos 0,8%, por conta da alta do preço do petróleo, sua forte correlação com os custos de transportes e sua notável influência sobre a inflação (Figuras E2 e E3). Esse número desfavorável de inflação, juntamente com índices de atividade mais fortes, já indicados pela pesquisa de sentimento do empresariado (ISM), deve confirmar a tese de juros mais altos nos EUA. Resta saber se, pelo receio de mudança desfavorável para o Brasil nos fluxos de capitais, essa percepção implicará queda nos nossos mercados ou seguirá sendo absorvida. De todo modo, esse embate do cenário externo, em torno da política monetária norte-americana, tem trazido aumento de volatilidade em todos os preços.

Figura E2

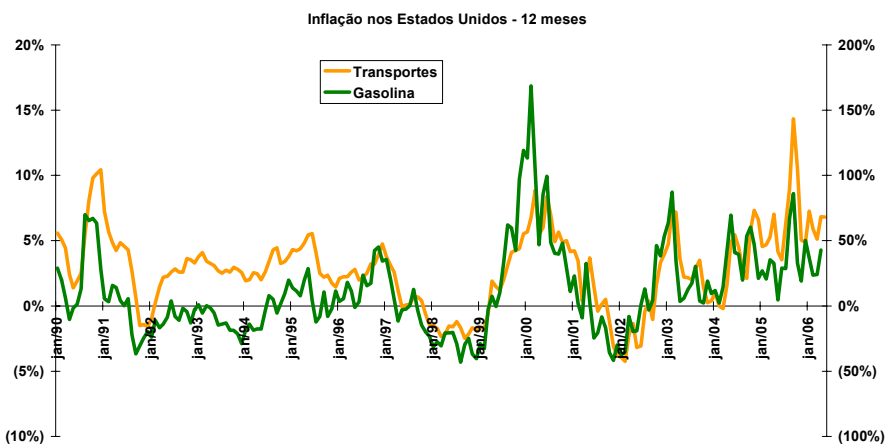
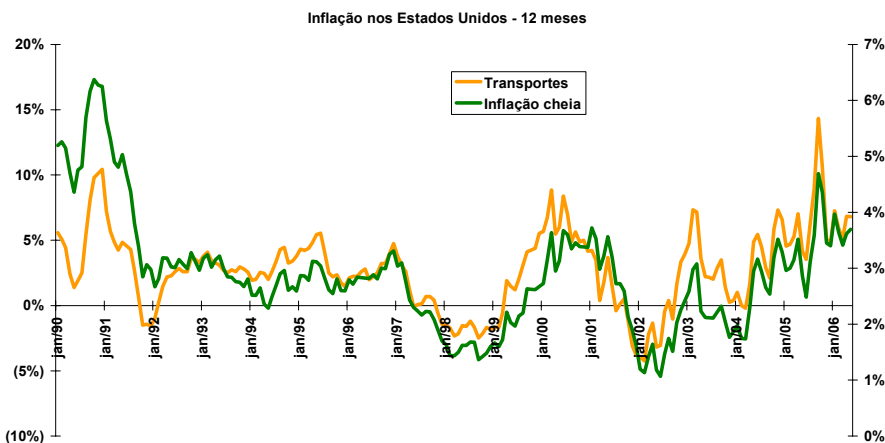
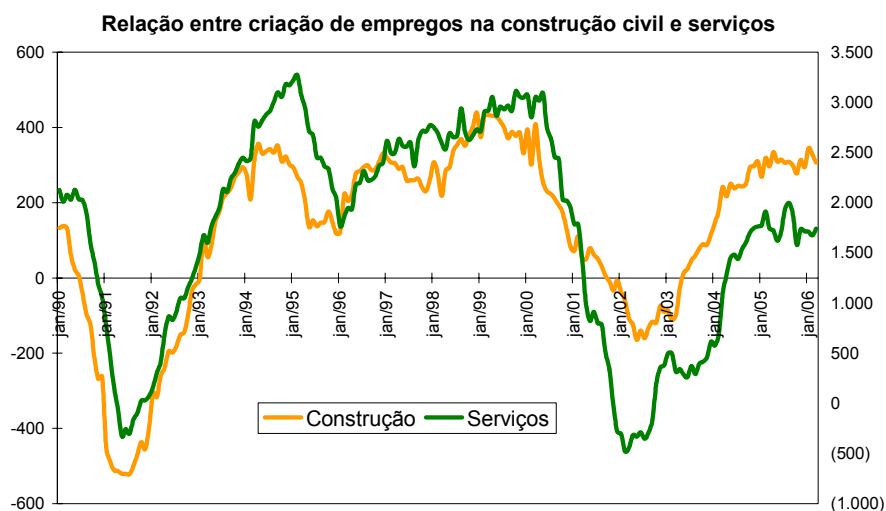


Figura E3



Duas evidências recentes são favoráveis à tese de desaceleração econômica e de parada dos juros nos 5%. (Na verdade, acreditamos que as evidências serão mais contundentes em junho, quando se divulgarem os dados referentes à atividade de maio.) A primeira delas diz respeito à menor criação de empregos no setor de construção, ligado ao desaquecimento do setor imobiliário e extremamente correlacionado com o setor de serviços, que responde hoje por 80% da economia norte-americana (Figura E4). A segunda, à criação de empregos do mês de abril, que mostra uma queda e uma revisão para baixo em todos os dados, tornando patente que estamos longe de um mercado que se encaminha para um aperto, com uma conseqüente pressão salarial e inflacionária. Os pedidos de auxílio emprego também vêm subindo há várias semanas, uma informação incompatível com um mercado de trabalho em fase de aquecimento.

Figura E4



Nossa maior dúvida: a desaceleração do setor imobiliário

Se há um desafio para o nosso cenário atual, é o comportamento do setor imobiliário nos próximos meses. A riqueza já formada será capaz de sustentar os preços e as vendas por tempo suficiente para evitar uma contração no consumo, ou isso está já acontecendo? A pergunta decorre do repique para cima das vendas de imóveis tanto novos quanto usados e da aplicação para empréstimos hipotecários, além da variação positiva dos preços e da perspectiva, dentro do relatório de sentimento dos empreendedores (ISM) de um mercado imobiliário forte em abril. Apesar desses indicadores contrários à desaceleração, a queda do índice NAHB (Figura E5), que mede a perspectiva de vendas futuras entre os construtores, para 50 pontos ou seja, o limiar que separa um mercado normal de um mercado muito pobre fortalece a perspectiva da desaceleração nos próximos meses.

Analisando a tendência de crescimento dos EUA sem fatores cíclicos, observamos que as taxas já estão abaixo da média dos 10 anos e provavelmente abaixo do potencial da economia (Figura E6), reduzindo as pressões inflacionárias e confirmando nossa visão de que a economia se desacelerará, dispensando-se as taxas de juros superiores a 5%. Isso, combinado com um crescimento acima do esperado fora dos EUA, mantém um cenário externo benigno e permite ficarmos otimistas com nossos mercados domésticos.

Figura E5

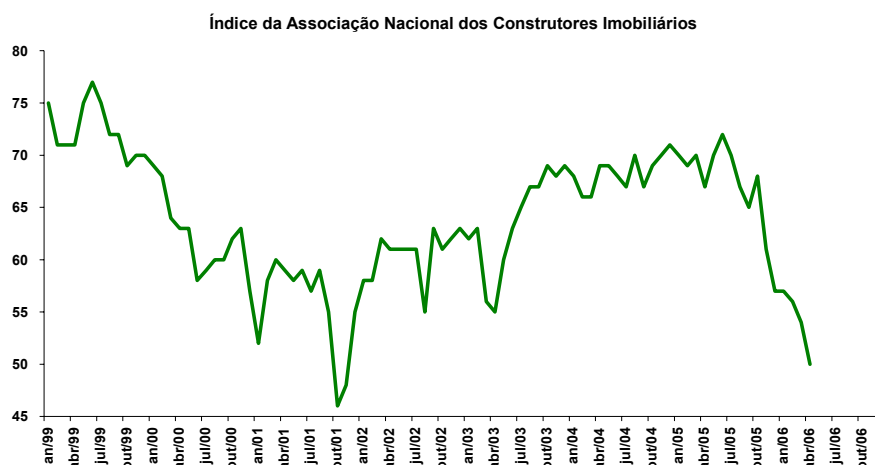
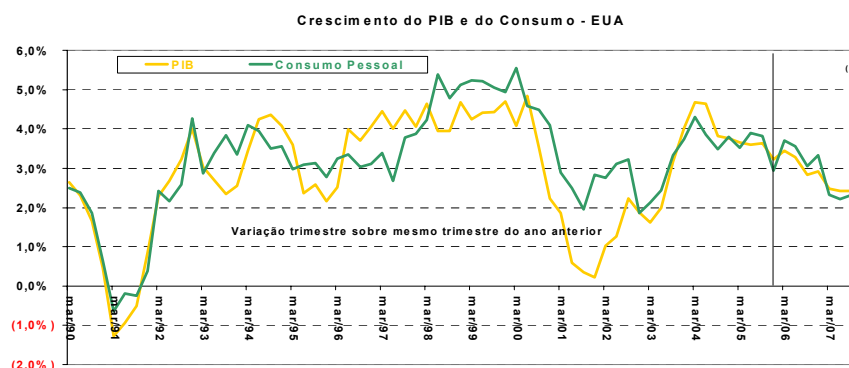


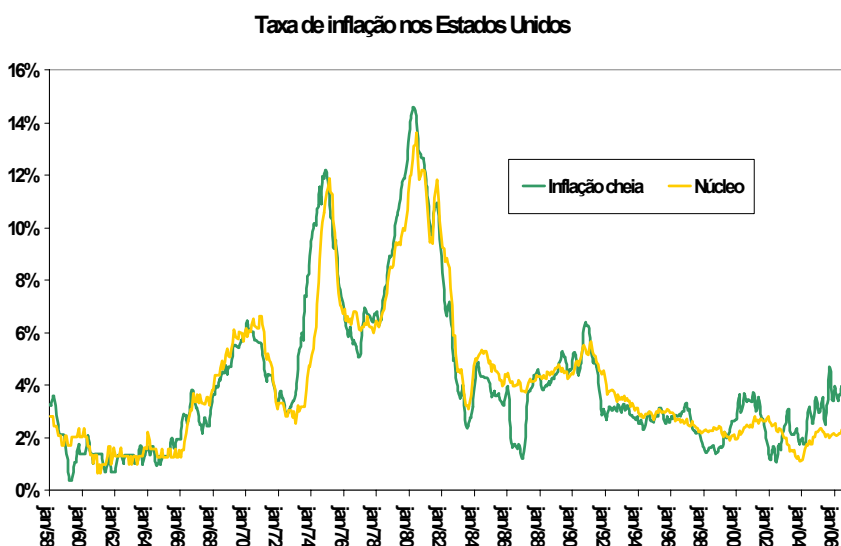
Figura E6



Inflação perto dos 4% ainda preocupa, principalmente com o petróleo em alta

As taxas de inflação cheia entre 3,5 e 4,0% e a recente alta do petróleo inquietam os mercados, uma vez que a temporada de furacões se avizinha, juntamente com o driver season (período de férias, em que se consome muita gasolina em viagens de automóveis). Nessa época do ano passado, o preço estava por volta de \$40; hoje, está acima de \$70. Apesar disso, o núcleo de inflação e as expectativas estão contidos (Figura E7). O perigo de a alta do petróleo estragar o cenário pela deterioração da inflação, juros e crescimento é bem menor hoje, pelo efeito positivo trazido pela já mencionada deflação global. Portanto, a alta do petróleo já foi motivo de forte deterioração do cenário, pois contaminaria o núcleo de inflação, se o FED não elevasse os juros. Esse fenômeno não desapareceu, mas vem sendo compensado pela deflação global. Não há risco de mudança desse cenário favorável, seja pelo abandono do regime cambial chinês, seja pela mudança da atual estratégia de desenvolvimento econômico dos países asiáticos, dependente ainda de suas exportações líquidas para crescer e gerar empregos para uma população gigantesca.

Figura E7



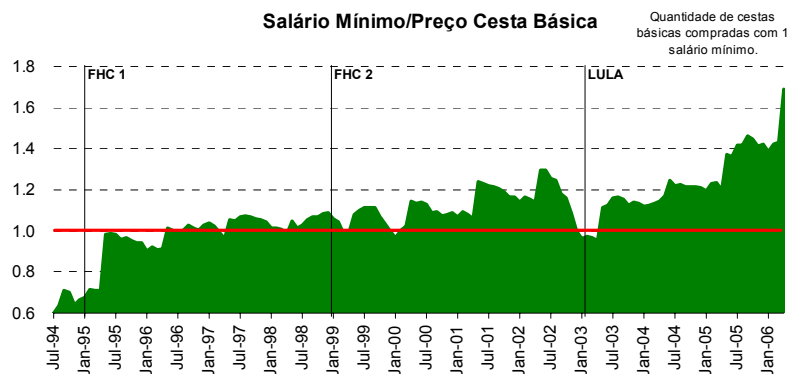
Economia Doméstica

Brasil, crescimento do consumo doméstico reitera nossa perspectiva de aumento das importações e COPOM conservador

O aumento do consumo doméstico deve ter dois impactos importantes na economia brasileira ao longo deste ano. Em primeiro lugar, impulsionará as importações, gerando um limite para a valorização cambial. Em segundo lugar, o elevado crescimento da demanda nacional deverá evitar a continuidade de queda do nível de utilização de capacidade instalada, e isso manterá a postura cautelosa e conservadora no ciclo de redução da taxa básica de juros pelo Banco Central (BC), evitando que um excesso de estímulo monetário gere um risco inflacionário.

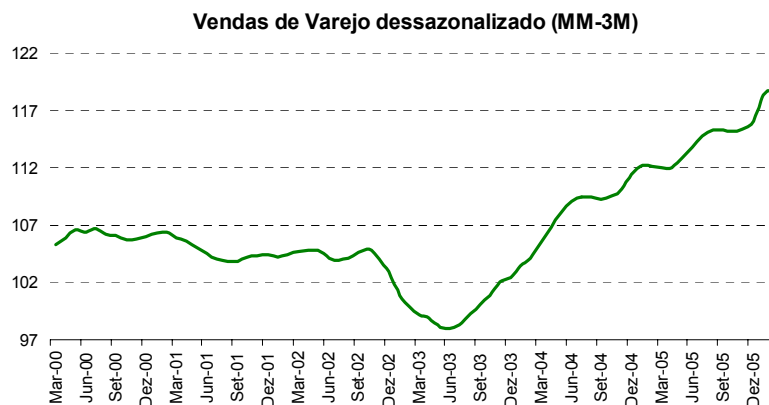
A recente valorização cambial tem contribuído para a queda dos índices de inflação, especialmente nos produtos comercializáveis internacionalmente (bens tradeables). Além disso, a melhora no mercado de trabalho (geração líquida de empregos) e o aumento do salário mínimo em cerca de 17% neste ano também têm contribuído para o aumento do poder de compra das famílias. Uma medida interessante desse aumento de poder de compra é a evolução do salário mínimo em relação ao preço da cesta básica. Durante os dois mandatos do ex-presidente FHC, um salário mínimo comprava aproximadamente uma cesta básica. No governo do presidente Lula, essa relação aumentou substancialmente □ hoje, um salário mínimo compra cerca de 1,7 cesta básica, ou seja, houve aumento de 70% no poder de compra (Figura 1).

Figura 1



O aumento da massa salarial tem impulsionado o consumo doméstico (Figura 2) e esse processo deve persistir ao longo de 2006, aumentando nossas importações. Isso deverá reduzir marginalmente o saldo comercial no segundo semestre deste ano, evitando a continuidade da apreciação cambial a partir do início do quarto trimestre. Assim, acreditamos que, no curto prazo, a taxa de câmbio deve manter a perspectiva de apreciação moderada, mas, no médio prazo, a taxa de câmbio deve apresentar uma ligeira desvalorização, voltando à nossa projeção de R\$2,15/US\$.

Figura 2

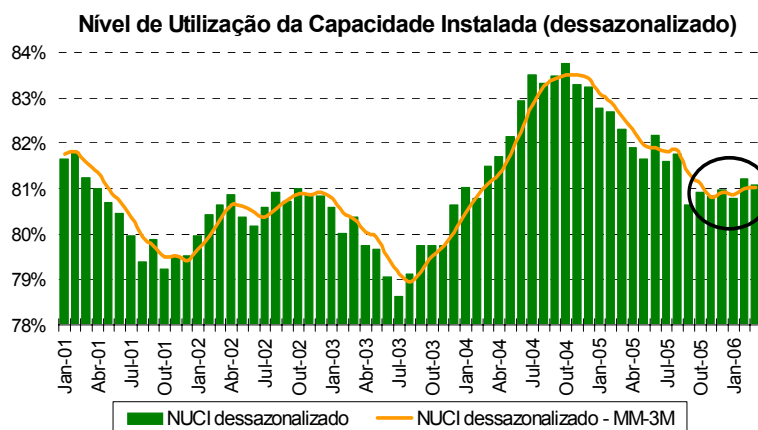


Entretanto, diante do forte crescimento mundial, que poderá pressionar o preço de commodities internacionais para além da nossa perspectiva inicial, existe a possibilidade de revisão do nosso saldo comercial dos atuais US\$ 40 bilhões para cerca de US\$ 43 bilhões. Nesse caso, a taxa de câmbio ficaria mais apreciada, encerrando o ano em R\$ 2,06/US\$. De qualquer forma, o aumento das importações é um limite para o processo de valorização cambial e conseqüentemente o fim dos choques positivos para a inflação.

Nesse contexto, o BC deve continuar atento às condições domésticas de oferta e demanda. O crescimento do consumo doméstico tem impulsionado a produção industrial nacional, que apresentou crescimento de +1,2% no primeiro trimestre deste ano, em comparação com o quarto trimestre de 2005 (em termos anuais, um crescimento de 5,0%). Essa expansão da indústria

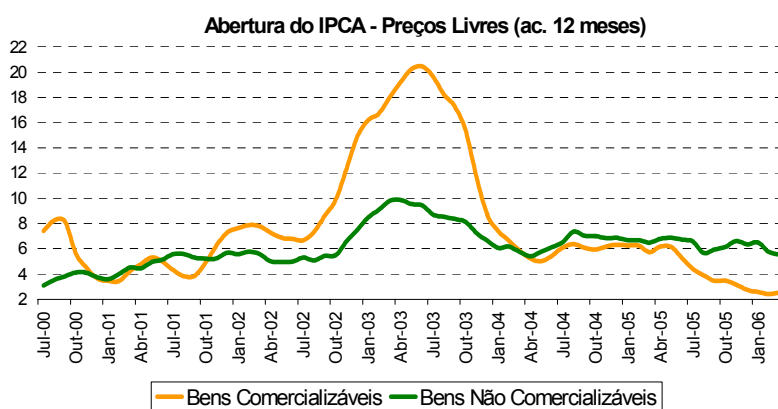
próxima de seu potencial já começou a elevar ligeiramente o nível de utilização da capacidade instalada (NUCI) (Figura 3).

Figura 3



Além de pressionar ligeiramente o NUCI, a expansão do consumo e da produção no mesmo ritmo da maturação de investimentos tem evitado a queda da inflação dos bens de consumo não comercializáveis. A valorização cambial tem reduzido a inflação de bens tradeables, ao passo que os bens non-tradeables (mais vinculados à situação de demanda doméstica) não apresentaram redução de inflação (Figura 4). Assim, o principal controle inflacionário corrente é consequência de fatores externos como o crescimento mundial, que valoriza nossa taxa de câmbio, e, em grau menor, em resposta a uma possível contenção da demanda doméstica.

Figura 4



Considere-se, finalmente, o aumento de gastos públicos, que deve impulsionar adicionalmente a demanda doméstica e a defasagem de política monetária. (As últimas reduções da taxa de juros ainda devem impulsionar o consumo nos próximos trimestres.) Assim, o BC deve manter seu conservadorismo e sua cautela na política monetária, evitando que um excesso de estímulo monetário gere a possibilidade de risco inflacionário no próximo ano. Portanto, mantemos nossa perspectiva de que o BC encerrará o ciclo de redução da taxa de juros em 14,50%, com redução de 0,75p.p. em 31 de maio e 0,50p.p. em 19 de julho.

Mercado de Ações

O comportamento da bolsa , em abril/06, foi ditado pela preocupação de uma política monetária mais agressiva dos EUA e a tensão no Oriente Médio, trazendo volatilidade adicional para o mercado. O Ibovespa fechou Abril com uma performance positiva de 6,4%, acumulando no ano 20,7%. Para Maio/06, acreditamos que a volatilidade continue, mas estamos confiantes de que a política monetária dos EUA não representará uma grande ameaça ao fluxo de investimentos para os países emergentes, finalizando o ciclo de aperto monetário em Junho/06.

Mercado de Renda Fixa

O mês de abril foi marcado pelo aumento na volatilidade dos mercados brasileiros em decorrência da instabilidade nos mercados internacionais. Mesmo assim o mercado de juros continuou precificando novos cortes na taxa Selic nas próximas reuniões do Comitê de Política Monetária (COPOM). O contrato de DI mais negociado, o de janeiro de 2007, encerrou o mês cotado a 14,78%, contra um fechamento de 14,97% de março. Apesar dos últimos índices divulgados mostrarem que a inflação continua contida e dentro da meta, o aumento dos gastos públicos e a aceleração da economia deverão impôr ao Banco Central um maior conservadorismo nas próximas reuniões do Comitê de Política Monetária.

A instabilidade dos mercados evitou novas valorizações no mercado de títulos públicos federais, principalmente dos títulos de longo prazo indexados ao IPCA (NTN-B). O mercado de títulos poderá retomar sua trajetória de valorização à medida em que a equipe econômica do governo mostrar ao mercado que continua comprometida com o controle fiscal, uma das características marcantes dos últimos anos.

O forte fluxo financeiro e os bons resultados da balança comercial colaboraram para mais um mês de desvalorização do dólar frente ao real, desta vez de aproximadamente 3,80%. A elevação dos juros em algumas das maiores economias mundiais poderá reduzir o fluxo de dólares para os mercados brasileiros, mesmo assim acreditamos que o fluxo comercial continuará positivo e favorecerá a apreciação do moeda brasileira no curto prazo.

Projeções

Indicadores Macroeconômicos e Projeções (*)

	Projeções				
Última atualização 9/05/06	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	4,5
Inflação (IGPM/FGV) (%)	25,3	8,7	12,4	1,2	2,8
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	10,4
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	3,0	1,2
Resultado Primário do Setor Público (% do PIB)	(3,9)	(4,25)	(4,59)	(4,83)	(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.