



O mês de maio foi marcado pela volta do debate sobre a crise dos países periféricos europeus e pela divulgação de dados econômicos mais fracos que o esperado por diversos países desenvolvidos e emergentes de forma disseminada, evidenciando a desaceleração mundial no 2º trimestre e gerando mais incertezas as perspectivas de crescimento ao longo de 2011.

O mercado voltou a questionar a solvência da dívida da Grécia e sua habilidade de voltar a acessar os mercados de capitais em 2012 ao mesmo tempo em que aumentou a pressão política nos países centrais (Alemanha principalmente) por termos mais rígidos nos acordos de ajuda aos países periféricos (Grécia, Irlanda e Portugal) ou até mesmo não apoiar nenhum tipo de suporte financeiro. Com isso, começaram a surgir discussões sobre uma possível reestruturação da dívida grega (tais como troca de títulos com alongamento de prazo ou *haircut* sobre os atuais detentores de títulos) e o efeito de um possível *default* técnico, e a eventual negociação de um novo pacote de auxílio financeiro junto a União Européia/FMI.

No início do mês, o Banco Central Europeu (ECB) manteve estável em 1,25% a.a. a taxa de juros citando as incertezas do cenário externo e reafirmando o compromisso com a estabilidade de preços, sinalizando que em junho provavelmente haverá um novo aumento de juros.

Em relação à política monetária americana, o FED manteve a taxa básica de juros em 0,25% a.a. e reafirmou o compromisso em completar o programa de *quantitative easing* (QE2) em junho de 2011, argumentando que a desaceleração econômica recente é temporária bem como as pressões inflacionárias, sinalizando que a política de juros baixa será mantida ao longo de 2011.

Os dados econômicos dos EUA divulgados ao longo de maio foram mais fracos que o esperado, principalmente os dados da indústria e do setor de *housing*, que voltou a apresentar níveis próximos ao da crise de 2007-2008. As perspectivas para o crescimento americano em 2011 se tornaram mais críticas, pois observa-se uma desaceleração da atividade corrente, que somadas a necessidade de um futuro ajuste fiscal (como consequência do endividamento público próximo ao limite constitucional) em um ambiente de política monetária com poucos instrumentos para estimular a economia (dado que a taxa de juros já está próxima de zero e o programa de QE2 será finalizado em junho sem nenhuma sinalização atual de um possível QE3), fizeram com que os analistas revisassem o crescimento americano para algo próximo de 2% em 2011, sendo que no início do ano as projeções eram de 3 a 3,5%.

A desaceleração dos indicadores de produção industrial não foi um fenômeno notado nos EUA apenas, se deu em nível global, afetando Europa, Japão, China e diversos países emergentes. As possíveis causas são os estragos causados pelo terremoto no Japão (março de 2011) que afetaram as cadeias de suprimentos mundiais e pelas medidas de aperto monetário já implantadas até agora nos mercados emergentes. Todos esses fatores em conjunto com a postura mais cautelosa dos bancos centrais dos países desenvolvidos e as tensões com a crise européia, fizeram com que os ativos de risco apresentassem uma performance negativa no mês (S&P -1,5% e Ibovespa -2,3%), principalmente as commodities (petróleo -9,9%).

A desaceleração mais pronunciada observada nos países desenvolvidos, especialmente nos EUA pode trazer a tona novamente o tema do *"decoupling"*, fazendo com que os fluxos financeiros voltem a se direcionar dos países desenvolvidos para os ativos dos países emergentes (que ainda apresentam um mercado doméstico aquecido). Recentemente pode-se observar uma tendência de saída de fluxo dos mercados emergentes devido aos receios inflacionários, porém no médio prazo, com a dissipação dos receios inflacionários e a configuração de um cenário de *soft-landing* da China sustentando a demanda mundial por *commodities*, os fluxos financeiros devem retornar a esses países, beneficiando principalmente os setores de *financials*, consumo ligado ao crédito e produtores de *commodities*.

No Brasil, o cenário interno continua sendo marcado pelo combate a inflação. Os índices de preços começaram a mostrar alguma desaceleração (em partes sazonais e já esperadas) e os indicadores de custo de crédito na ponta final do tomador demonstraram uma elevação e redução de prazo (efeitos das medidas macroprudenciais). Os indicadores de produção industrial vieram mais fracos que o esperado (em linha com a desaceleração mundial e por questões estruturais como câmbio), porém o setor de serviços e os indicadores de consumo ainda continuam fortes na margem. A próxima reunião do COPOM (início de junho) precisa atualmente mais um aumento de 25 bps na taxa Selic e a ata da reunião deverá fornecer mais detalhes sobre qual a avaliação do Banco Central sobre o avanço já realizado no combate a inflação e as perspectivas para economia brasileira.

Seguimos com a visão que as expectativas em relação à inflação no Brasil e nos mercados emergentes serão controladas através de medidas de política monetária no médio prazo. Estamos monitorando a recente deterioração das perspectivas de crescimento mundial, os desenvolvimentos da crise européia e seus impactos nos ativos de risco. Acreditamos que essas distorções apresentam uma grande oportunidade e estamos avaliando as perspectivas de retorno x risco para os próximos meses.