



BB DTVM S.A.

Gestão de Recursos

Conjuntura Macroeconômica

Janeiro/2012

INTRODUÇÃO

A crise fiscal na Europa continuou sendo o principal vetor de determinação do comportamento dos ativos de risco em dezembro. Os mercados de dívida na Europa permaneceram pressionados no período, refletindo a falta de confiança dos investidores numa solução imediata para a crise. Assim, a despeito de uma agenda macroeconômica mais favorável vinda dos Estados Unidos, os níveis de aversão ao risco mantiveram-se em patamares elevados, prejudicando o desempenho de bolsas e *commodities*. No Brasil, a divulgação do PIB do 3º trimestre mostrou uma economia num ritmo mais lento do que o inicialmente projetado pelos analistas.

A reunião do *Eurogroup* (fórum que reúne os Chefes de Estado dos 27 países membros da União Européia) em meados de dezembro não conseguiu aplacar a desconfiança dos investidores sobre a atual dinâmica das dívidas soberanas de importantes economias européias. As decisões emanadas do encontro trouxeram tímidos avanços em direção a uma maior consolidação fiscal no bloco, que também demonstrou falta de unidade política – o Reino Unido, por exemplo, não aceitou assinar as medidas apresentadas. Mais importante, o Banco Central Europeu continuou não se mostrando disposto a intervir ativa e maciçamente nos mercados de dívida, atuando apenas no fornecimento de liquidez aos bancos. Dessa forma, nos mais recentes leilões de títulos, países como Itália e Espanha continuaram pagando taxas de retorno aos investidores (*yields*) muito elevadas e próximas do perigoso patamar de 7% ao ano.

O foco dos mercados continuou sendo a crise fiscal, mas os dados de atividade da região também continuaram sinalizando que a Zona do Euro deve passar por um período de crescimento anêmico nos próximos meses. Os mais recentes PMIs da região (indicador cujo número acima/abaixo de 50 denota expansão/contração da atividade), apesar de melhora na margem, seguem apontando para contração no

curto prazo – o indicador da região subiu de 46,4 para 46,9 em dezembro. O destaque ficou por conta do indicador do Reino Unido, que registrou importante melhora (de 47,3 para 49,6 em dezembro).

Nos Estados Unidos, a última revisão do PIB do 3º trimestre frustou o mercado ao revelar um ritmo de crescimento menos favorável do que o projetado. A taxa de expansão foi revista de 2% para 1,8%, com menor contribuição do consumo e do setor imobiliário. Apesar disso, em dezembro, os dados deste último setor – origem da crise de 2007 e desde então em profunda recessão – mostraram um desempenho melhor do que o imaginado pelos analistas. Da mesma forma, o PMI industrial norte-americano tornou a apresentar expansão na margem em dezembro: o ISM saltou a 53,9, de 52,7 em novembro, com avanço nos indicadores de emprego e novas encomendas.

Entre os emergentes, a China segue fornecendo indícios de que deve sustentar, no curto prazo, um crescimento abaixo do potencial. O PMI chinês, que em novembro recuara a 49 – indicando, portanto, leve contração da atividade – recuperou-se parcialmente em dezembro, subindo a 50,3. A inflação ao consumidor, por seu turno, apresentou importante desaceleração na variação em 12 meses, recuando de 5,5% para 4,2% em novembro. Esse contexto de atividade mais fraca e contidas pressões inflacionárias elevam a chance de flexibilização das políticas monetária e creditícia no curtíssimo prazo.

No Brasil, a estagnação da economia no 3º trimestre e a deterioração do cenário externo dispararam revisões baixistas para o PIB. Apesar disso, em seu último Relatório de Inflação, o Banco Central mostrou-se mais cauteloso quanto a trajetória futura da política monetária, destacando que os próximos passos levarão em conta o afrouxamento já realizado e que terá efeito cumulativo e mais intenso ao longo de 2012.

2 - ECONOMIA BRASILEIRA

ATIVIDADE

A economia brasileira ficou estagnada no 3º trimestre frente ao trimestre anterior, conforme dados divulgados pelo IBGE. No período, observou-se retração da demanda doméstica, com surpreendente contribuição negativa do consumo das famílias, governo e investimentos (por outro lado, o setor externo contribuiu positivamente). O IBGE também divulgou importante revisão dos 3º e 4º trimestre de 2010 e 1º de 2011, fato que deslocou o nível da série nesse período e, conseqüentemente, tornou muito difícil a possibilidade de o crescimento do PIB em 2011 ficar acima de 3%.

Entre os dados mais recentes de atividade, os *surveys* industriais apresentaram adicional melhora no mês de dezembro, porém não suficiente para afastar o quadro difícil para a indústria doméstica. A sondagem da FGV apresentou elevação do índice de confiança do empresário (ICI) e também do índice de expectativa (IE), mas ambos situam-se em patamar apenas ligeiramente positivo e muito próximo do nível ainda fraco registrado em agosto/09 – o ICI elevou-se em 1,1% (passando de 100,7 para 101,8 pontos), ao passo que o índice de expectativas ficou praticamente estável (de 100,9 para 101,1 pontos). Já o PMI, que nos meses de agosto a outubro atingiu níveis muito abaixo de 50, apresentou novo avanço em relação a novembro, passando de 48,7 para 49,1 pontos (ainda sem alcançar o valor limítrofe de 50 pontos). No geral, todos os principais levantamentos registraram alguma melhora para demanda e novas encomendas, mas continuam a refletir estoques elevados e indicadores de emprego fracos.

Dessa forma, julgamos que a melhora registrada em ambos os indicadores não parece suficiente para eliminar as condições desfavoráveis

que marcaram a indústria recentemente. Em outras palavras, após forte contração nos últimos meses, os *surveys* não sugerem uma forte retomada da produção industrial no curto prazo.

CONTAS EXTERNAS

O balanço de pagamentos registrou superávit de US\$1,2 bilhão em novembro. As transações correntes apresentaram déficit de US\$6,8 bilhões no mês e de US\$49,3 bilhões nos últimos 12 meses, equivalentes a 2,02% do PIB. No mês, a despesa líquida de lucros e dividendos atingiu US\$4,2 bilhões. A conta financeira registrou superávit de US\$7,5 bilhões, destacando-se os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos e em carteira, de US\$4,1 bilhões, e US\$3,3 bilhões, respectivamente.

As reservas internacionais atingiram US\$352,1 bilhões em novembro de 2011, retração de US\$856 milhões em relação ao montante do mês anterior. Não houve operações de compra ou venda por parte da autoridade monetária no mercado doméstico de câmbio no período. O incremento do estoque das reservas internacionais deveu-se a desembolsos de US\$500 milhões concedido pelo Banco Mundial a municípios brasileiros e à receita de remuneração das reservas, que totalizou US\$373 milhões. As demais operações externas, relacionadas principalmente a variações de preços e de paridades, exerceram efeito de redução sobre o estoque, de US\$1,7 bilhão.

A posição estimada da dívida externa total em novembro totalizou US\$301,5 bilhões, elevando-se US\$3,2 bilhões em relação ao montante apurado para setembro. A dívida de longo prazo atingiu US\$256,2 bilhões, aumento de US\$3,9 bilhões, enquanto a dívida de curto prazo diminuiu US\$650 milhões, para US\$45,3 bilhões.

INFLAÇÃO

O IPCA de novembro acelerou em relação ao IPCA de outubro (0,43%) para 0,52%. Em 12 meses, a inflação caiu de 6,97% para 6,64% e continuará caindo pelos próximos seis meses em direção a 5,5%. A maior inflação foi causada principalmente pela desaceleração dos grupos Alimentação e Bebidas (1,08%, ante 0,56% em outubro) e Despesas Pessoais (0,88%, ante 0,22%). Destaca-se nessa leitura a alta do item carnes e empregado doméstico. Todos os demais grupos apresentaram variações dentro do esperado. Muito importante, contudo, o detalhamento continua desfavorável, reforçando a tese de maior inércia inflacionária. A média dos núcleos foi 0,53%, de 0,52% em outubro, com variação em doze meses de 6,88%, ao passo que a inflação dos serviços acelerou de 0,41% para 0,59%, e em doze meses ultrapassa a casa dos 9%. Para os próximos meses, apesar da inflação em doze meses continuar cedendo, entendemos que a variação mensal do IPCA tende a acelerar. As pressões inflacionárias permanecem elevadas e não visualizamos quedas adicionais nas expectativas para 2012, na ausência de uma ruptura no ambiente externo.

O IPCA-15 de dezembro acelerou em relação ao último IPCA de novembro para 0,56%. Em doze meses, a inflação passou de 6,69% para 6,56%, e assim terminou o ano acima do teto da meta. A maior inflação em dezembro foi causada, fundamentalmente, pela aceleração dos grupos Alimentação e Bebidas (1,28%, ante 0,77% em novembro). Tal movimento já era esperado para essa época do ano e vinha sendo capturado em coletas diárias/semanais. Vale destacar também a alta dos Vestuários que apresentou aceleração um pouco acima do esperado (1,10%) e a queda dos Transportes, puxado pelas passagens aéreas (-2,06%). Os demais grupos apresentaram variações dentro do esperado. Muito importante, o

detalhamento continua incompatível com a convergência da inflação à meta nos próximos meses. Particularmente, a inflação dos serviços mantém-se elevada e apresenta variação próxima a 9% em doze meses (0,50%, ante 0,59% no último IPCA), ao passo que a média dos núcleos acelerou de 0,53% para 0,57%, com variação em doze meses em torno de 6,8%. Já o índice de difusão da cesta sem alimentos subiu de 60,89% no IPCA de novembro para 62,22% (58,67% em dezembro/2010). Em suma, com núcleos e serviços elevados, há indicação de que a persistência inflacionária se mantém. Para o IPCA fechado de dezembro, há possibilidades de um resultado algo mais elevado a ser causado pela aceleração dos combustíveis.

O IGP-M de dezembro desacelerou fortemente em relação a novembro: ficou em -0,12%, ante 0,50% no mês anterior. Em 12 meses, passou de 5,95% para 5,10%, variação ainda com tendência de queda nos próximos meses. Nessa leitura, os preços agrícolas caíram (-0,82%), com destaque para deflação das Lavouras Temporárias (milho e soja). Ademais, houve também deflação dos itens industriais (de 0,49% para -0,36%) devido em grande parte à queda do minério de ferro (-6,98%). Já o IPC foi influenciado pela aceleração dos Alimentos, Vestuário e Transportes. Por fim, o INCC foi de 0,35%. Os números citados vieram acompanhados de um detalhamento benigno: a) o % de preços em alta passou de 48,57% para 39,43%, ante média histórica de 49,11%; b) sob a ótica do estágio de processamento, houve aceleração da inflação mensal na cadeia bens de consumo não duráveis exceto energia, e a variação em 12 meses passou de 7,12% para 6,88%; por sua vez, observou-se nova desaceleração da inflação dos custos industriais, de 3,86% para 2,13% em doze meses. No curtíssimo prazo, a inflação no atacado será mais baixa que o mesmo período anterior e

levará o acumulado em 12 meses rapidamente para baixo de 4%.

MERCADO DE TRABALHO

A taxa de desemprego da economia brasileira apresentou expressivo recuo para 5,2% em novembro, de 5,8% no mês anterior. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a taxa registrou recuo de 0,5 p.p. e atingiu o menor nível da série histórica. Relevante, a queda da taxa foi “genuína” ao ser provocada por uma forte alta da população ocupada (PO), muito além da própria sazonalidade positiva (cresceu 0,65% no mês, +0,41% com ajuste sazonal), ao passo que a população economicamente ativa (PEA) avançou apenas 0,06% (+0,25% com ajuste). Nesse sentido, observou-se forte recuo da taxa de desemprego na série ajustada sazonalmente por nós, passando de 6% para 5,65% (também o menor valor da série histórica).

Em particular, a *proxy* de demanda por mão de obra com ajuste sazonal (a relação entre a população ocupada e a população em idade ativa – PO/PIA) mostrou recuperação adicional em relação à suave desaceleração apresentada ao longo do 2º semestre, retornando a patamares próximos do recorde (na série livre de influencia sazonal). A inesperada magnitude da queda da taxa de desemprego no mês não corrobora a sinalização de alguma perda de vigor do mercado de trabalho retratada pelos componentes de emprego da maioria dos *surveys* de atividade econômica no período recente (indústria e serviços), tampouco com a moderação dos dados do Caged (a destacar os resultados fracos dos meses de outubro e novembro). Nesse sentido, apesar de não corroborar a nossa expectativa de moderação do mercado de trabalho nos primeiros meses de 2012, os dados apresentados, por outro lado, reforçam a visão de que a ociosidade no mercado desse

importante fator de produção tenderá a permanecer baixa ao longo de 2012.

Em novembro, o rendimento médio real habitual dos ocupados (R\$1.623,40) mostrou-se praticamente estável em relação ao mês anterior e com expansão de 0,7% em relação ao mesmo mês do ano anterior, atingindo o valor mais alto para os meses de novembro (desde 2002). Já a massa salarial da economia atingiu R\$37,4 bilhões, alta de 0,6% relação a outubro e +2,2% em relação ao ano anterior. Quanto ao seu comportamento na margem (variação trimestral), apresentou desaceleração de +1,9% para +0,3%, o ritmo mais fraco no ano.

CONTAS PÚBLICAS

O superávit primário do setor público consolidado alcançou R\$8,2 bilhões em novembro. O Governo Central, os governos regionais e as empresas estatais apresentaram, respectivamente, superávits de R\$4,8 bilhões, R\$2,6 bilhões e R\$773 milhões. No ano, o superávit primário acumulado do setor público atingiu R\$126,8 bilhões (3,36% do PIB), comparativamente a R\$90,8 bilhões (2,65% do PIB) no mesmo período do ano anterior. Esse superávit primário acumulado até novembro representa 99% da meta estipulada para o ano, de R\$127,9 bilhões. No acumulado em doze meses até novembro, o superávit alcançou R\$137,6 bilhões (3,34% do PIB).

Os juros nominais, apropriados por competência, alcançaram R\$18,4 bilhões em novembro, comparativamente a R\$20,3 bilhões no mês anterior. No ano, os juros nominais apropriados totalizaram R\$216,1 bilhões (5,72% do PIB), comparativamente a R\$175,8 bilhões (5,13% do PIB) no mesmo período de 2010. Esse comportamento foi influenciado pela maior variação do IPCA e pelo patamar mais elevado da taxa Selic acumulada no ano, indicadores que incidem sobre parcela expressiva dos títulos federais. No acumulado em

doze meses, os juros nominais alcançaram R\$235,6 bilhões (5,72% do PIB).

O resultado nominal, que inclui o superávit primário e os juros nominais apropriados, registrou déficit de R\$10,2 bilhões em novembro. No acumulado em 2011, o déficit nominal atingiu R\$89,3 bilhões (2,36% do PIB), comparativamente a R\$85 bilhões (2,48% do PIB) no mesmo período de 2010. No acumulado em doze meses até novembro, o déficit alcançou R\$98 bilhões (2,38% do PIB).

DÍVIDA PÚBLICA

A dívida mobiliária federal, fora do Banco Central, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.752,6 bilhões (42,5% do PIB), registrando acréscimo de R\$20 bilhões em relação ao mês anterior. O resultado refletiu emissões líquidas de R\$2,5 bilhões, acréscimo de R\$0,7 bilhão em razão da depreciação cambial e incorporação de juros de R\$16,8 bilhões. Por instrumento, destacaram-se as emissões líquidas de R\$20 bilhões em LTN e de R\$1,1 bilhão em NTN-F; e os resgates de R\$12,7 bilhões em NTN-B, R\$5,3 bilhões em LFT e R\$0,3 bilhão em NTN-C.

A participação por indexador registrou a seguinte evolução, em relação a outubro: a porcentagem dos títulos indexados a câmbio passou de 0,4% para 0,5%; a dos títulos vinculados à taxa Selic caiu de 27% para 26,9%; a dos títulos prefixados evoluiu de 29,7% para 30,8%, devido a emissões líquidas de LTN; a dos títulos vinculados a índices de preços reduziu-se de 25,1% para 24,6%, motivada pelos resgates líquidos de NTN-B. A participação das operações compromissadas caiu de 17,2% para 16,6%, apresentando compras líquidas de R\$12,7 bilhões no mercado secundário.

Ao final de novembro, a estrutura de vencimento da dívida mobiliária em mercado contemplava R\$20,7 bilhões, 1,2% do total, com vencimento em 2011; R\$335,3 bilhões, 19,1% do

total, com vencimento em 2012; e R\$1396,6 bilhões, 79,7% do total, vencendo a partir de janeiro de 2013.

3 - MERCADOS

BOLSA

O Ibovespa, principal índice da Bolsa de Valores de São Paulo, encerrou o último mês de 2011 com leve queda de 0,20%, aos 56.754 pontos. Com isso, o desempenho no ano foi de -18%.

Ao longo de 2011, a bolsa brasileira fechou no azul em apenas três meses – fevereiro, março e outubro. O pior mês foi setembro, quando o Ibovespa acumulou uma desvalorização de 7,4%, impactado pela deterioração significativa da crise na Europa e pelas revisões baixistas de crescimento global por parte dos analistas. Ao longo do mês de dezembro, a sustentação de uma dinâmica desfavorável nos mercados de dívida na Zona do Euro – no período, as principais economias impactadas pela crise na região, marcadamente Itália e Espanha, pagaram *yields* elevados para rolar seus compromissos nos mercados – acabou afetando o desempenho dos ativos de risco em geral, a despeito de uma agenda macroeconômica relativamente satisfatória nos Estados Unidos. Assim, apesar de uma melhora marginal, os índices que medem a aversão ao risco dos investidores nos mercados financeiros mantiveram-se em patamares elevados. Em setembro, o S&P500 registrou leve valorização de 0,8%, ao passo que o índice Stoxx 50 (composto pelos papéis mais representativos dos mercados europeus) apresentou queda de 0,60%.

JUROS

Em dezembro, a curva de juros doméstica registrou importante correção alista, destoando da tendência verificada nos meses anteriores. Tal movimento ganhou força ao final do mês com a divulgação de dados do mercado de trabalho doméstico e do Relatório de Inflação do Banco Central (RI).

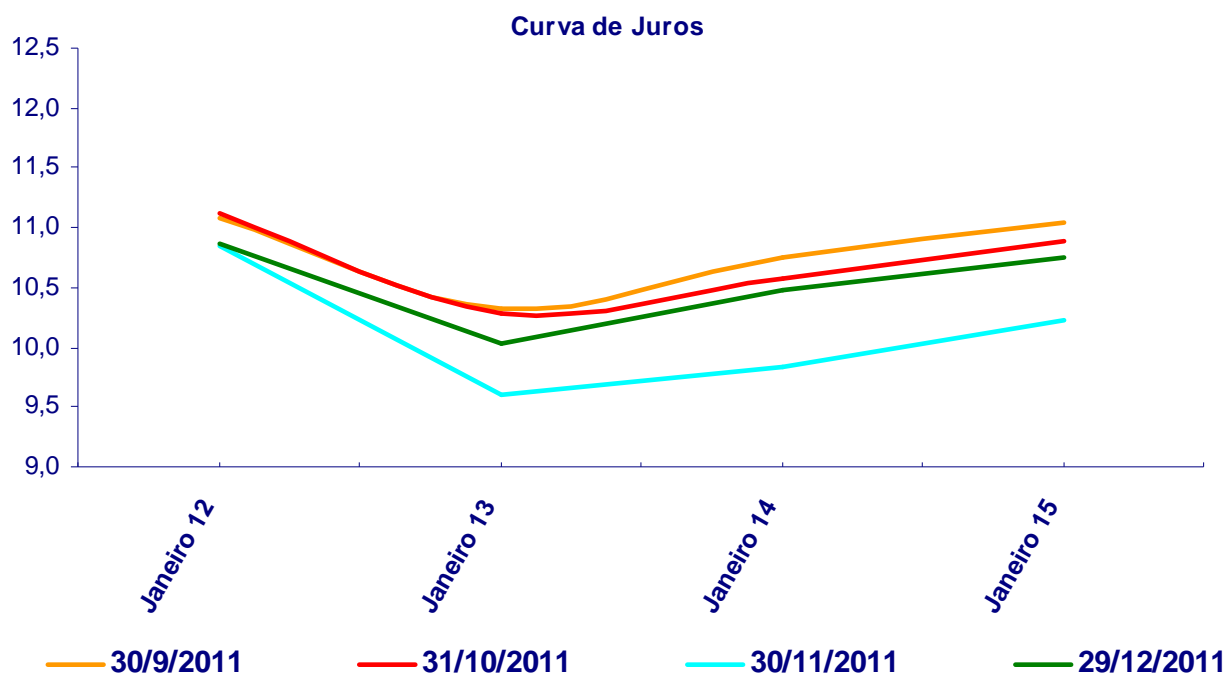
Ao contrário dos últimos meses, quando a intensificação da crise da dívida europeia disparou sobre os mercados uma preocupação acentuada com a exportação de um novo choque financeiro global e lançou pressões baixistas sobre a estrutura a termo doméstica, os contratos mais negociados em dezembro passaram a precificar a possibilidade de que o ciclo de cortes da taxa Selic não seja tão longo ou tão intenso. Entre os dados econômicos divulgados, dois mereceram destaque. A taxa de desemprego doméstica em dezembro registrou importante e surpreendente recuo para 5,2%, revelando que as pressões inflacionárias oriundas deste específico mercado devem seguir como foco de preocupação ao longo de 2012. Além disso, o Relatório Trimestral de Inflação, documento em que o Banco Central atualiza seu entendimento quanto ao contexto econômico externo e doméstico, mostrou um BC mais cauteloso quanto ao ciclo de cortes da Selic. Houve piora nas projeções em comparação ao RI anterior, a despeito da convergência em direção a meta de 4,5% continuar ocorrendo em 2012 nos cenários de referência e de mercado. Em 2013, no cenário de mercado – em que o BC projeta a inflação incorporando os cortes de juros esperados pelos analistas – a projeção de inflação situa-se acima da meta.

Entre os contratos futuros de juros mais negociados na BM&F, o contrato com vencimento em janeiro de 2012 encerrou o último dia do mês de dezembro com taxa de 10,87% (de 10,84% do mês anterior); o vencimento janeiro/2013 projetava 10,04% (de 9,61%) e o com vencimento em janeiro/2014 encerrou com taxa de 10,48% (de 9,84% no último dia do mês passado).

**CÂMBIO**

Assim como em novembro, o dólar tornou a valorizar-se ante o real no último mês de 2011. A valorização da moeda norte-americana em dezembro foi de 3,6%, e a taxa de câmbio doméstica encerrou o ano cotada a R\$1,88. Em 2011, o dólar acumulou uma alta de 12,6% ante o real.

Assim como no mês anterior, a preocupação com o cenário externo – sobretudo com a preocupante dinâmica que tem se sustentado nos mercados de dívida na Europa – foi o principal vetor que levou a uma valorização do dólar ao redor do globo, já que a moeda norte-americana é tida como porto seguro por boa parte dos investidores. A aversão ao risco manteve-se em patamares elevados ao longo de dezembro, assim como a pressão baixista sobre o preço de boa parte das *commodities* – e ambos os vetores foram determinantes para a formação da taxa de câmbio doméstica.



4 – ECONOMIA INTERNACIONAL

ESTADOS UNIDOS

Crescimento

A última revisão do PIB norte-americano do 3º trimestre mostrou a economia dos EUA num ritmo mais lento que o inicialmente projetado. Houve expansão de 1,8% no período, ante dado anterior de 2,0% de crescimento. O destaque ficou por conta da revisão baixista dos dados de consumo das famílias, cuja contribuição para o crescimento reduziu-se de 2,3% para 1,7%. Adicionalmente, o setor imobiliário, responsável pela crise de 2007, continua se mostrando refratário ao processo de retomada da economia. Enquanto a estimativa anterior indicava uma contribuição de 1,32 p.p. ao PIB, os dados revistos mostraram uma contribuição bem mais modesta de 0,73 p.p.

Inflação

Em novembro, a inflação ao consumidor nos Estados Unidos ficou estável. Em doze meses, o CPI passou a acumular alta de 3,4%, leve desaceleração frente ao registrado em outubro (3,5%). O núcleo do indicador avançou 0,2%, contra 0,1% do mês passado. Já no atacado, a inflação ao produtor (PPI) registrou alta de 0,1%, levando o índice acumulado em doze meses a desacelerar de 5,9% em outubro para 5,7%.

Juros

Em sua última reunião, o Comitê de Política Monetária do Federal Reserve (Fed – Banco Central dos Estados Unidos), manteve inalterada as taxas de juros da economia norte-americana, que variam de zero a 0,25%.

Mercado de Trabalho

O Relatório Mensal de Emprego contabilizou uma geração líquida de 120 mil postos de trabalho na economia norte-americana em novembro, número levemente abaixo do consenso das estimativas, que se situava em 125 mil. Apesar das revisões positivas realizadas nos dados de outubro e setembro, a *payroll* é levemente frustrante, em especial pelo resultado da pesquisa ADP, a qual reportou geração de 204 mil postos de trabalho no setor privado no mesmo período, e ainda deixa dúvidas quanto a real força do mercado de trabalho norte-americano.

ZONA DO EURO

Crescimento

Os PMI's de dezembro da Zona do Euro surpreenderam positivamente os analistas. Apesar de sustentarem-se abaixo do nível neutro de 50 – indicando, portanto, continuidade da contração no curto prazo da atividade industrial – não registraram forte deterioração. O indicador consolidado da região subiu de 46,4 para 46,9 em dezembro, com alta nos índices de Alemanha, França e Itália. Já o indicador do Reino Unido registrou importante elevação, saltando a 49,6 no mês, de 47,7 em novembro.

Inflação

Em novembro, o Índice de Preços ao Consumidor da Zona do Euro acusou uma alta 0,1%, mantendo inalterada a inflação em doze meses, na casa de 3,0%. Já o PPI de novembro acumula em doze meses alta de 5,2%, desacelerando na comparação com o índice apurado em outubro (5,5%)

Juros

O Banco Central Europeu confirmou as expectativas dos analistas e, na reunião de dezembro, reduziu em mais 0,25 p.p. a taxa básica de juros da região, que agora encontra-se no patamar de 1,0%, menor nível da história das taxas de juros do bloco europeu. No encontro, o BCE anunciou ainda a criação de novas linhas

para fornecimento de liquidez (prazo de 3 anos) para os bancos da região.

BB DTVM Gestão de Recursos S.A.
Divisão de Macroeconomia

Texto elaborado com informações disponíveis até 04/01/2012

Fontes : BBDTVM, FGV, BACEN, BNDES, Broadcast, Bloomberg e instituições, sites, jornais e revistas, nacionais e internacionais.

Notas : A UTILIZAÇÃO DAS INFORMAÇÕES AQUI FORNECIDAS É DE EXCLUSIVA RESPONSABILIDADE DOS USUÁRIOS.