

Índice

Projeções, 1

Ecoeconomia, 2

Cenário externo, 2

Cenário Doméstico, 8

Renda Fixa e Renda Variável, 15

Disclaimer na última página

## Indicadores mar 2008

Ibovespa médio

60.549

- 5,53% no mês

- 5,26% no ano

IBX médio

19.916

- 6,59% no mês

- 7,58% no ano

S&amp;P 500

1.322,70

-0,60% mês

- 9,92% no ano

CDI

+ 0,84% no mês

+ 2,58% no ano

Dólar = \$ 1,7491

+ 3,91% no mês

- 1,25% no ano

**Eduardo Castro**

Chefe de Investimentos

**Hugo Penteado****Fernando Siqueira**

Economia e Estratégia

**Pedro Villani****Eugênia Buosi**

Investimentos Socialmente

Responsáveis

**Gilberto Nagai****Cláudia Komamura****Cláudio Delbrueck****Eduardo Mendonça****João Mamede****João Miyashiro****Luiz Binz****Michela Aimar****Rodrigo Glatt**

Gestão Renda Variável

**Cal Constantino****Elizabeth Nakajima****Fabício Oliveira****Jose Malavasi****Renato Santaniello****Ricardo Rossi****Sidney Uejima**

Gestão Renda Fixa

**Alcindo Costa****Gabriela Cavarzan**

Alocação de Ativos

Área de vendas

55 11 3174 6166

## Projeções

Indicadores macroeconômicos (*)	Projeções							
Última atualização 11/04/08	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
PIB crescimento real (%)	1,2	5,7	3,1	3,7	5,4	5,0	4,5	
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	9,3	7,6	5,7	3,1	4,5	4,8	4,0	
Inflação (IGPM/FGV) (%)	8,7	12,4	1,2	3,8	7,7	6,7	3,5	
Taxa de câmbio média (R\$/US\$)	3,07	2,92	2,43	2,18	1,94	1,74	1,73	
Taxa de câmbio final (R\$/US\$)	2,89	2,65	2,34	2,14	1,77	1,70	1,77	
Saldo em conta corrente (US\$ bi)	4,2	11,7	14,0	13,6	3,6	(2,4)	nd	
Saldo comercial (US\$ bi)	24,8	33,6	44,7	46,5	40,1	29,4	nd	
Taxa de juro nominal final do ano (Selic)	16,5	17,8	18,0	13,25	11,25	13,25	12,00	
Taxa de juro nominal média (CDI)	23,2	16,2	19,0	15,0	11,76	12,3	12,6	
Taxa de juro real (deflacionado pelo IPCA)	12,8	8,0	12,6	11,5	7,0	7,1	8,3	
Risco Brasil (spread acima dos treasuries)	463	383	305	192	222	212	202	
Dívida pública (% do PIB)	52,4	47,0	46,5	44,9	42,8	38,7	36,1	
Resultado nominal do setor público (% do PIB)	(3,3)	(2,3)	(2,8)	(2,9)	(2,3)	(2,0)	(0,3)	
Resultado primário do setor público (% do PIB)	3,9	4,2	4,4	3,9	4,0	3,8	3,8	

(\*) As áreas sombreadas são projeções.

(\*) Esse relatório e os mais antigos podem ser lidos no nosso site: [www.aaam.com.br](http://www.aaam.com.br)

## Ecoeconomia

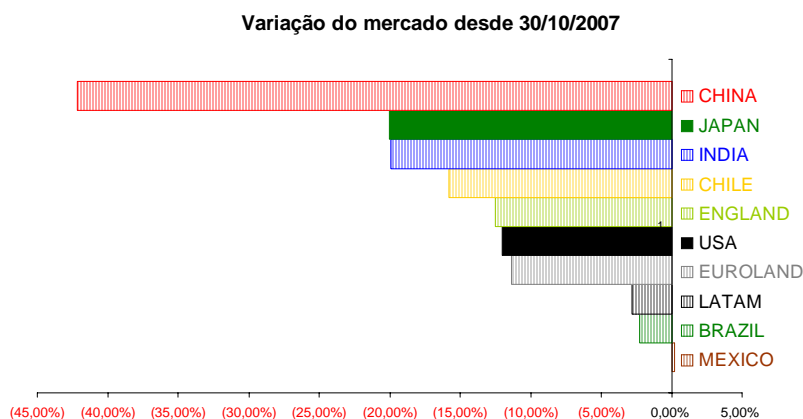
Excepcionalmente deixaremos de publicar nossa nota socioambiental nesse relatório.

## Cenário externo

### Descolamento parcial ou crise?

As implicações do cenário externo sobre nossos mercados tem sido bastante difusas. Tivemos um mês de janeiro ruim, um fevereiro bom, um março ruim e agora um abril que parece que vai ser bom. Desde novembro, quando se iniciou o atual mercado de baixa, o Bovespa vem oscilando entre 58.000 e 65.000 pontos, com exceção em janeiro, onde a mínima atingida foi 54.000 pontos. A queda acumulada dos mercados acionários nos últimos 5 meses até começo de abril no mundo todo tem sido bem superiores ao do Bovespa (figura E1). Exceção ao México, cuja mudança de legislação permitiu maior alocação em ações pelos fundos de pensão, além do avanço das suas reformas estruturais, que tanto agrada aos investidores, fenômenos não observados no Brasil.

Figura E1



Em relação ao câmbio, estávamos até o ano passado no maior ciclo de redução de juros (que durou exatamente dois anos, de setembro de 2004 até setembro de 2006). Quando o cenário de manutenção foi adotado, não ficou imediatamente claro que poderia haver uma alta de juros. Alguns fatores começaram a contribuir para o desenho desse cenário de alta de juros em 2008: 1) a surpresa inflacionária negativa dos alimentos no 2S07 que superou todas as projeções para 2007 do IGPM de 3,4 para o resultado final de 7,7% e do IPCA de 3,5% para o resultado final de 4,5% e 2) apesar da forte expansão dos investimentos, qualquer medida de capacidade ociosa indicou deterioração desde o final do ano passado até o início desse ano.

Enquanto o Brasil estava mudando o cenário de afrouxamento para aperto nos juros, os demais países estavam elevando já as taxas em função do choque de inflação, que ocorreu no mundo todo, não só aqui. Desde o início da crise em novembro de 2007, o real foi a moeda que menos valorizou em relação ao dólar (figura E2). Em relação aos juros, o cenário pior do ciclo de alta já está nos preços.

Em suma, hoje estamos numa situação em que já acumulamos perdas em todos os mercados grandes o suficiente para discutirmos se o pior já passou lá fora, ao passo que o Brasil sentiu pouco o peso dessa crise. Apesar da baixa correlação observada hoje entre o risco global (que quanto maior, menor o apetite ao risco) e o risco Brasil, o comportamento dos nossos mercados e da economia, dependerão muito de qual cenário possível na economia mundial irá se desenrolar daqui em diante (Figura E3).

Figura E2

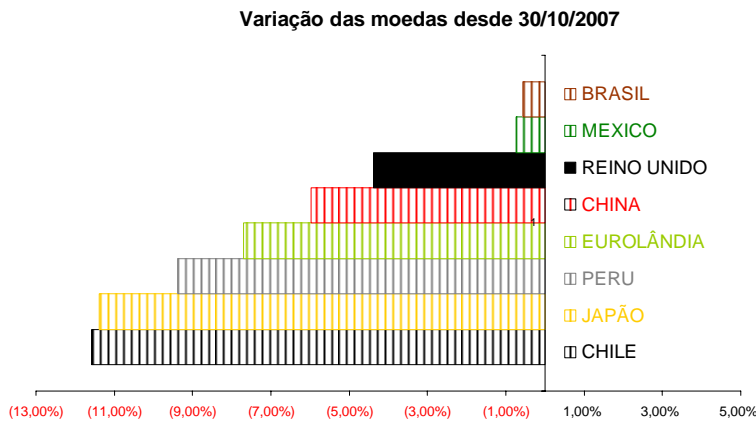
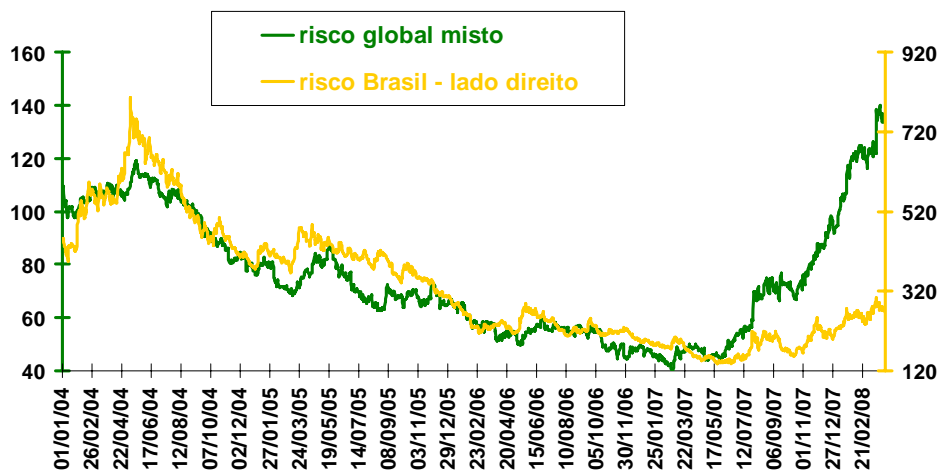


Figura E3



Os possíveis cenários externos e seus impactos nos mercados

Logo quando a crise chegou nos mercados no início de novembro de 2007<sup>1</sup>, surgiu uma onda de pessimismo com nossas ações. Mesmo tendo em mente que tanto o câmbio quanto o Bovespa são essencialmente influenciados pela variação dos preços das commodities (figura E4) e mesmo percebendo que apesar da crise, a alta desses preços vinham se sustentando, os mercados tornaram-se voláteis. Uma das razões é que os analistas ficaram em dúvida sobre o impacto da recessão nos Estados Unidos e de uma desaceleração mundial sobre o comportamento das commodities e poucos enxergaram que a queda de demanda seria

<sup>1</sup> O marco do início da crise não foi a contração nos investimentos residenciais, nem tampouco a queda abrupta da venda dos imóveis, mas sim o fim das estruturas financeiras fora do balanço dos bancos, por determinação dos reguladores em novembro. Em dezembro, a paulada veio da queda do preço dos imóveis, cuja perda de riqueza enfraqueceu os gastos de consumo das famílias.

pequena demais para compensar as restrições de oferta<sup>2</sup> que apareceram nas áreas de petróleo, papel e celulose, mineração, aço e alimentos. A tendência de preços irá continuar em alta, a menos que ocorra uma forte e inesperada queda de demanda mundial, causada por seu turno, por uma também inesperada recessão mundial (associada com um crescimento mundial menor ou igual a 3%).

Figura E4

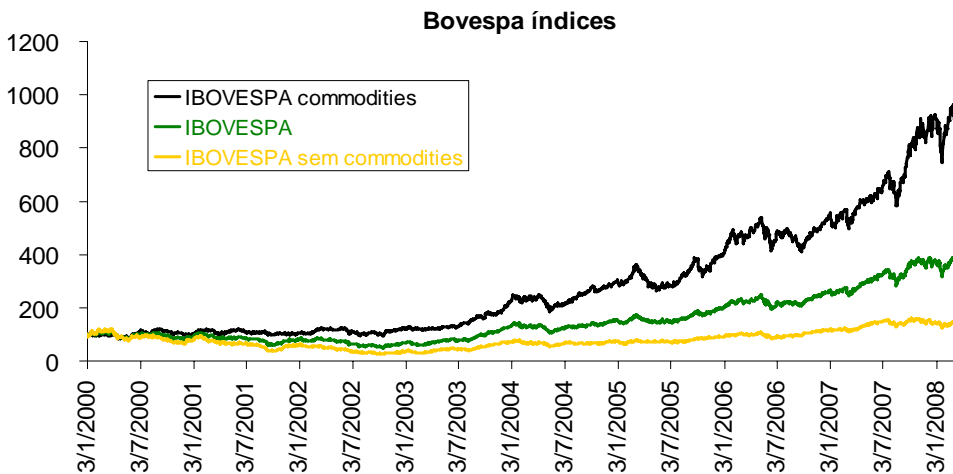


Figura E5

Possíveis cenários externos										
A	DESCOLAMENTO PARCIAL	+	recessão EUA	+	desaceleração mundial	-	inflação	+	commodities	-
B	REBALAN-CEAMENTO	+	Crescimento da China via dinâmica interna	+	desaceleração mundial menor	-	inflation	++	commodities	-
C	CRISE	+	recessão EUA mais profunda	+	recessão MUNDO	-	inflação	-	commodities	-
D	CHOQUE	+	choque de oferta via commodities	+	recessão MUNDO	+	inflação	+	recessão EUA mais profunda	+
Desdobramentos no cenário doméstico										
A	DESCOLAMENTO PARCIAL	+	commodities	+	apreciação cambial (1,70)	0	inflação	+	juros (13,25%)	+
B	REBALAN-CEAMENTO	+	commodities	+	currency appreciation (1,60)	+	inflation	+	interest rates (12,75%)	+
C	CRISE	-	commodities	-	depreciação cambial (2-2,2)	0	inflação	+	juros (13,25%)	-
D	CHOQUE	+	commodities	0	câmbio neutro (1,80)	+	inflação	+	juros (14,25%)	-

Na verdade, o descolamento total nunca foi empiricamente possível. O que temos de possibilidade para a economia mundial é o que podemos chamar de descolamento parcial. Os

<sup>2</sup> Os economistas de uma forma geral não se preocupam com restrições de oferta derivadas dos recursos da natureza e dos seus serviços ecológicos. Esse erro teórico monumental, começa com a classificação dos bens em econômicos (escassos, passíveis de apropriação e objeto de estudo da economia) e naturais (abundantes, não passíveis de apropriação e portanto fora do objeto de estudo da economia). A supressão da relevância dos recursos naturais na pregação messiânica do crescimento econômico fisicamente impossível vai bater de frente com a clara restrição de dois recursos da natureza sem o qual nada temos: o solo e a água, ambos claramente finitos. Foi fácil ignorar a destruição dos serviços ecológicos com nossa extração e produção em crescimento exponencial, mas não será fácil ignorar a evidência que o solo e a água são dotações finitas. As primeiras estimativas dos serviços ecológicos são da ordem de \$40 trilhões de dólares, lembrando que vários desses serviços ecológicos são irreproduzíveis, como a polinização natural feita por abelhas.

países ricos deverão sentir mais o impacto da recessão nos Estados Unidos e a Ásia (China e Índia) devem sentir menos, por questões especiais desses países. A América Latina só trocou de trem: agora estamos atrelados ao trem China-commodities e não mais nos Estados Unidos. Esse trem causou a reversão total da nossa vulnerabilidade externa, ao ponto de termos nos tornado credores externos e o problema da dívida externa nem mais existir. A adoção de políticas econômicas consistentes pelo Brasil desde 1999 (meta de superávits fiscais primários para conter o crescimento da dívida pública, câmbio flutuante e regime de metas de inflação), além da bonança do cenário externo, trouxe uma grande melhora nas condições da dívida pública e da sua trajetória futura, aproximando o Brasil do grau de investimento, nota que pode ser alcançada ainda em 2008. Com isso seremos o quarto país a ter essa nota, depois do Chile, México e Peru. O caso do Peru é emblemático da menor dependência da América Latina em relação à crise externa, pois em geral, as agências ficam inertes durante crises externas e dessa vez eles elevaram recentemente a nota do Peru, apesar das turbulências.

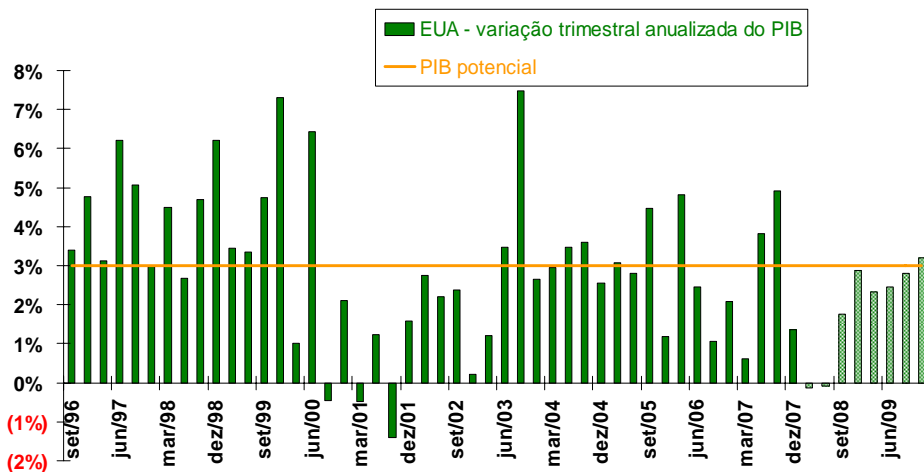
A preocupação com o preço das commodities para determinar o cenário da economia brasileira (e dos seus mercados) pode ser definida como segue: os preços devem subir ou cair dependendo se prevalecer o cenário de descolamento parcial (cenário A da figura E5) ou de crise (cenário C da figura E5) respectivamente. O cenário de descolamento parcial é um que a economia mundial deverá crescer 4,0% em 2008, acima do limite inferior de 3% de uma recessão mundial. Nesse cenário, as projeções apontam para o mundo desenvolvido crescendo 1,2% e o mundo em desenvolvimento 7,0%. Esse cenário dificilmente será associado com problemas inflacionários mundiais e com interrupção do ciclo de redução de juros que deve ser observado em doses menores ao que já foi feito nos Estados Unidos e em doses maiores no Reino Unido e na Eurolândia. Num ambiente de desaceleração da demanda nesses países, é pouco provável que os choques de custos causados pela alta das commodities se traduza em contaminação do processo inflacionário como um todo. O cenário de descolamento parcial, assim definido como um de recessão nos EUA acompanhado de uma desaceleração do mundo deve produzir pouca inflação permanente, apesar da alta de commodities e redução dos juros internacionais. O impacto no Brasil é benéfico, posto que menores juros externos com a alta de juros doméstica esperada a ocorrer ainda em abril, acompanhados de alta de commodities deverão produzir apreciação do câmbio (com as taxas terminando o ano iguais ou menores que 1,70 reais por dólar). O impacto na inflação tende a ser próximo de zero, porque a alta de commodities, inferior a de 2007, com a apreciação esperada, mais a alta de juros, deve deixar a inflação próxima dos 4,5%. Isso também seria positivo para a bolsa, por conta da apreciação de commodities e do câmbio, combinada com crescimento que deve seguir forte apesar dos juros mais altos (figura E5, cenário A).

Um dos cenários alternativos a esse, cuja possibilidade aumenta ou diminui ao sabor do sentimento do mercado, seria um de crise, no qual a recessão nos EUA seria mais longa e mais profunda e seus efeitos no resto do mundo mais pronunciados, levando a economia mundial para uma recessão (figura E5, linhas do cenário B). Dizer que a crise terminou ou vai ser curta, como presente em algumas análises, não passa de um pensamento desejoso, pois até onde a vista alcance, não há nenhum ferramental teórico robusto o suficiente - aí incluindo a própria teoria econômica que já grassa em vários erros e incapacidades preditivas - que possa dar uma verdadeira certeza até onde irá essa crise. Isso por conta das mudanças estruturais e inovações por que passaram o mundo global financeiro, pelas alterações no balanceamento global com a presença do BRIC (Brasil, Rússia, Índia, China), que ainda estão longe de serem perfeitamente compreendidas. Aliás, diga-se de passagem, os erros de cenários têm sido frequentes entre os homens supostamente mais bem informados do planeta, como Allan Greenspan e Ben Bernanke. Ambos jamais previram essa crise, passaram a maior parte do tempo repetindo que a crise seria contida no setor do subprime e não contaminaria o resto da economia; disseram com todas as letras que em meados de 2007 o setor imobiliário iria se recuperar e, para piorar, quando as operações do subprime entraram em colapso, previram que isso seria um problema de nicho do setor financeiro. Erraram tudo e essa é a maior prova do quanto está difícil hoje avaliar os cenários possíveis num futuro próximo.

O cenário de crise é uma possibilidade real, ainda não está muito claro que forças por trás da atual fraqueza dos Estados Unidos irão garantir a forte recuperação esperada para o segundo semestre de 2008 (figura E6). Até hoje muitas pessoas estão se esforçando para entender

como a crise de um setor de crédito pequeno, como o subprime, conseguiu contagiar toda a economia e todo o sistema financeiro, dentro e fora dos Estados Unidos. Resumindo uma história que poderia ser longa, tudo começou quando o FED reduziu as taxas de juros a níveis historicamente baixos e juntamente com isso produziu um fenômeno inédito de liquidez internacional, que foi ainda mais alavancado pela geração de enormes superávits em dólares nos países grandes exportadores de produtos, como a China, e de commodities, como o Oriente Médio e a América Latina.

Figura E6



A redução das taxas, que se estendeu de janeiro de 2001 até abril de 2003, de 6,5% para 1,0%, provocou um crescimento de demanda excessivo, com aumento das dívidas das famílias e com o início do boom do ciclo imobiliário. Com um crescimento claramente inflacionário, Greenspan foi gradativamente ajustando as taxas de juros de junho de 2004 até junho de 2006, de 1% para 5,25%. Em geral as hipotecas sofrem com a alta de juros, mas isso inusitadamente não ocorreu. Quando o FED elevou os juros, ao invés dessa alta afetar e desacelerar o ritmo de expansão das hipotecas, ocorreu o oposto, a maior farrá de expansão de crédito, com originação em operações tóxicas que jamais foram consideradas problemas pelo Allan Greenspan apesar de todos os alertas. Greenspan na verdade recomendou firmemente hipotecas à taxas flutuantes para os tomadores de empréstimos. Essa farrá de crédito totalmente contra o bom senso esteve associada com falhas institucionais gigantescas, como a falta de cuidado com a qualidade dos empréstimos gerados mas, por um problema ainda mais grave, essas operações foram securitizadas, empacotadas e vendidas por Wall Street para investidores globais sedentos por altas rentabilidades que somente as operações tóxicas do subprime, super alavancadas, poderiam oferecer. Essas operações ganharam classificação de risco AAA, super senior, o que indicava perda potencial nula e por isso chegaram a fazer parte da carteira de investimentos de fundos de curto prazo da Alemanha, cujas perdas a posteriori foram monumentais e jamais deveriam ocorrer em fundos dessa natureza. Muitas dessas operações foram alocadas em fundos de investimentos de alto risco, cuja regulamentação é mais frouxa, bem como em estruturas financeiras fora do balanço dos bancos, que deixavam essas operações a salvo das regras do setor bancário e da Basileia.

Todos compraram essas operações e uma outra grande dúvida surgiu: como que ninguém se preocupou com o enorme risco – agora evidente – dessas operações financeiras ligadas ao setor subprime, mesmo sabendo que elas se espalharam por todo o sistema financeiro dos Estados Unidos, da Europa e da Ásia? Mais uma dúvida: o que provocou realmente essa crise? Finalmente, porque o governo norte-americano adotou medidas consideradas desesperadas e não aumentou nem um milésimo a regulamentação do setor financeiro, mesmo sabendo que foi aí a falha principal e só intensificou a fiscalização?

A leniência com essas operações deveu-se a um fato muito simples: elas não foram consideradas arriscadas pelos principais órgãos estadunidenses e mundiais simplesmente

porque os preços dos imóveis nunca caíram na história dos Estados Unidos. No entanto, os preços caíram, pela primeira vez e é por essa razão que se considera essa a pior crise da história. E o que provocou realmente essa crise foi um fato também muito simples: a maior parte dos tomadores de empréstimos do mercado imobiliário possuíam um objetivo comum que era o de especular com a alta dos preços e jamais pagar os empréstimos. Todos os compradores desqualificados contavam com a esperança de continuidade da alta dos preços. As empresas de crédito hipotecário não se importavam com a má qualidade dos ativos que estavam produzindo, porque Wall Street globalizou o setor de hipotecas e permitiu a securitização e venda dos ativos, com ainda mais um enorme benefício: se alguma coisa saísse errado, não seriam passíveis de imputação jurídica, uma vez que os ativos não mais lhe pertenciam. A outra ordem de problemas vieram dos especuladores com o segundo imóvel e com o mercado “near prime”, onde as repactuações não foram bem compreendidas e começaram a causar sérios estragos no balanço financeiro de famílias que não contavam com o aumento das hipotecas. Com a desaceleração dos preços dos imóveis, claramente relacionada com a alta de juros, ficou cada vez menor a demanda por imóveis novos e cada vez maiores os estoques e a inadimplência. Todas aquelas operações super alavancadas que se espalharam por todos os lugares, que não tinham potencial algum de perda, começaram a perder valor e liquidez. Com a distância cada vez maior entre a demanda e os estoques, ficou cada vez mais claro que os preços iriam começar a cair (como de fato aconteceu) e que o não refinanciamento das hipotecas iria elevar a inadimplência a níveis estratosféricos (como de fato ocorreu). As perdas das operações AAA super senior ficaram entre 50 a 80% do seu valor e por causa da excessiva alavancagem de hedge funds e de bancos de investimentos, isso provocou a perda total de capital e a falência ou a necessidade de socorro imediato do FED para evitar o pior.

As ações do FED e do governo foram na direção de deter a explosão do barril de pólvora. Por isso não foi adotado nenhum aperto na regulamentação bancária, se fosse, por exemplo, aumentado a exigência de capital ou diminuído o nível de alavancagem, a venda dos ativos num mercado sem comprador seria um desastre. Ao invés disso, foi aprovada a possibilidade dos bancos carregarem as operações tóxicas pelo valor de face. Tal socorro foi dado a Wall Street na crise da dívida dos países emergentes dos anos 80 e agora em abril. Essa decisão desesperada serve para dar tempo aos bancos melhorarem suas finanças e poderem, no futuro, quando reconhecerem essas perdas, estarem numa situação melhor que a atual.

Os fatores originadores dessa crise são múltiplos (globalização do setor de hipotecas nos Estados Unidos, absorção de operações com falhas de regulamentação e controle de risco, leniência do governo em relação a uma expansão econômica dependente de excessivo endividamento e de valorização do preço de ativos e formação de um enorme excesso de imóveis atrelado a um consumo também insustentável). Esses fatores originadores devem continuar colocando pressão para baixo na economia, uma vez que com a queda dos preços dos imóveis, os consumidores estão enfrentando dificuldades crescentes, como perda de riqueza, renda, emprego e acesso ao crédito. Para piorar, o enorme estoque de imóveis somado a uma fraca demanda deve produzir queda nos preços dos imóveis de 20 a 30%, com aumentos de inadimplência adicionais e com mais pressões recessivas na área do consumo e de investimentos (demanda privada), que dificilmente serão significativamente atenuadas pelos gastos públicos e demanda externa. As incertezas são muito grandes, como confessa de forma até surpreendente, o dirigente do FED, Ben Bernanke.

A crise do setor imobiliário nos Estados Unidos não tem data certa para apagar e a crise econômica e financeira só terminará quando essa crise terminar. As perspectivas não são nada alentadoras, os preços e a construção devem cair entre 20 a 30% para zerar os estoques elevados e a queda dos preços destrói riqueza e reduz consumo das famílias, juntamente com outros fatores negativos em curso que devem colocar um peso para baixo na economia como um todo. Sem saber quando a crise imobiliária termina, ficamos sem saber qual cenário irá prevalecer, se o de descolamento parcial ou de crise, deixando o mercado extremamente volátil. Os dados de atividade dos Estados Unidos serão cruciais para determinar se realmente vai ser possível uma recuperação no segundo semestre desse ano.

Nota: ficará para o próximo relatório discutir porque a China vai ser abalada pela queda do consumo das famílias americanas e o que essa teoria do rebalanceamento global significa e se esse cenário (linhas B da figura E5) é uma possibilidade crível para 2008 (na verdade, já adiantando, isso pode até acontecer, mas não agora).

## Cenário Doméstico

### Banco Central aumentando os juros desde abril

A eterna discussão sobre política monetária no Brasil continua, mas finalmente caminhou para um consenso mais definitivo sobre a alta dos juros em 2008. As dúvidas ficaram sobre a magnitude da alta, que é realmente incerta, posto que dependem muito da evolução das variáveis que determinam a demanda agregada, atualmente com um crescimento vários pontos percentuais acima de qualquer medida possível do PIB potencial. Em outras palavras, a demanda está crescendo mais rápido que a capacidade de atendê-la com a expansão da atual capacidade produtiva.

No ano passado, ficou cada vez mais evidente a partir de julho que o ciclo de dois anos de queda de juros (de setembro de 2005 a setembro de 2007) estava próximo do fim. A visão geral se manteve em torno da continuidade de queda, como de fato ocorreu, com as duas últimas reduções de 0,50 ponto percentual na reunião de 18 de julho e de 0,25 na reunião de 5 de setembro. Apesar das quedas conforme o previsto, o comportamento do mercado de juros futuros foi na direção oposta por causa do cenário externo (crise de agosto) e não pode ser atribuída a qualquer visão de política monetária no Brasil. Dessa forma, tanto a piora em agosto quanto a melhora em setembro estiveram relacionadas com o cenário externo e não com as questões referentes à política monetária (figura 1)

Figura 1

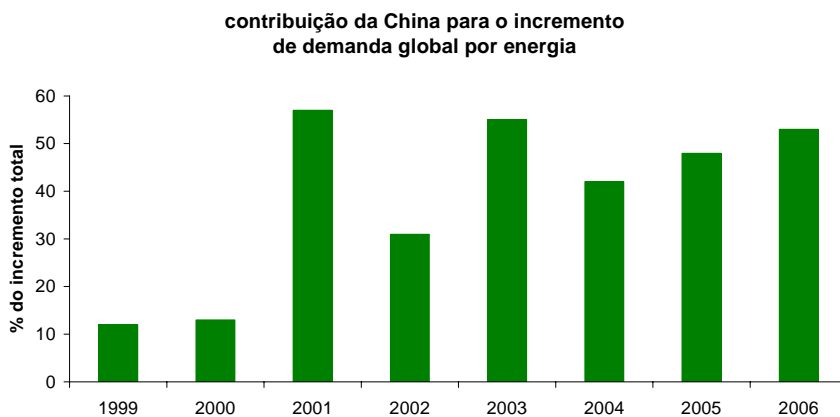


A partir de agosto de 2007 adotamos o cenário de manutenção das taxas com prazo indeterminado, apesar de ainda apostarmos em mais uma queda nas taxas de juros, que de fato ocorreu na reunião de 5 de setembro. O motivo foi a divulgação da inflação ao consumidor (IPCA) dobro do esperado, surpresa negativa por conta de um choque da inflação de alimentos no segundo semestre de 2007, que não se provou temporário. Mantivemos, nesse período, uma visão otimista em relação ao hiato de produto<sup>3</sup>, pois o boom de importações e investimentos em tese permitiria atender maiores crescimentos de demanda.

<sup>3</sup> Uma das medidas de capacidade ociosa da economia que mede a diferença entre o crescimento do PIB observado e do PIB potencial. Quando maior essa diferença, maior o hiato e maiores são os riscos inflacionários. Outra medida de capacidade ociosa é a utilização da capacidade instalada (UCI), a principal diferença entre elas, é que o hiato é abrangido a economia toda e a UCI apenas a indústria que representa 28,7% do PIB.

Essa surpresa inflacionária negativa ainda é foco de preocupação. O fato da alta das commodities ter sido causada pelo excepcional aumento de demanda mundial, principalmente da China e da Índia, não exclui de forma alguma o surgimento de possíveis restrições de oferta (figuras 2a e 2b). Na verdade, a aceleração da demanda contra recursos que não estão respondendo rapidamente a esse estímulo via aumento de capacidade produtiva ajudou justamente a evidenciar as restrições de oferta. Essa é a razão pela qual esse fenômeno deverá se estender por 2008 e traz novos riscos para as projeções de inflação (não teremos necessariamente a mesma pressão altista que ocorreu em 2007, quando as projeções do IGPM e do IPCA eram de 3,5% em meados do ano e os números observados desses índices ficaram em 7,7% e 4,5% respectivamente).

Figura 2a



Portanto, em relação ao nosso cenário, a primeira mudança ocorreu no final de agosto de 2007, para um cenário de manutenção das taxas, com uma redução adicional para 11,25% em setembro, conforme observado. A segunda mudança veio no final do ano passado, quando ficou claro que a ampliação de investimentos não estava adicionando capacidade produtiva numa velocidade suficiente para atender o crescimento da demanda e evitar deterioração nas estatísticas que medem capacidade ociosa do país. Em dezembro de 2007 adotamos um cenário de alta dos juros para 2008 com 70% de probabilidade, num ciclo total de no máximo 2,5 pontos percentuais. No início do ano, a melhora dos índices de inflação correntes justificaram um movimento de melhora dos mercados de juros futuros, mas a necessidade de um ciclo de alta não mudou porque as medidas de capacidade ociosa, como hiato de produto e utilização da capacidade instalada na indústria, continuaram se deteriorando.

Figura 2b

**Elevação de demanda da China e da Índia por energia**

	igual ao consumo per capita dos EUA	Emissões globais de CO2
Demanda CHINDIA	160 MBD	44.459.722.000 TON
Produção mundial em 2007	85 MBD	22.229.861.000 TON
Demanda mundial futura com convergência	240 MBD	66.689.583.000 TON

MBD = milhões de barris dia ; TON = toneladas

Passou a ficar urgente uma ação preventiva do Banco Central, cujo termo apenas descreve o procedimento da política monetária no caso de uma inflação de demanda: dado que a acomodação da demanda esperada para 2008 não deverá ocorrer naturalmente em um patamar igual ao crescimento potencial da economia, isso cria riscos inflacionários no futuro e

exige uma alta de juros para que o crescimento da demanda desacelere para um nível mais compatível com um cenário sem inflação. Esse tipo de procedimento – preventivo – só suscita dúvidas, posto que o Banco Central age antes da inflação subir e é totalmente diferente de uma inflação de custos causada por um choque de oferta, quando a ação do Banco Central é corretiva e é adotada depois da alta da inflação.

Esta situação de crescimento econômico acelerado e esgotamento dos recursos econômicos é agravada pela emergência de pressões inflacionárias globais, sendo a principal a elevação no preço das commodities. Entre os maiores aumentos estão o petróleo, os grãos e metais. O efeito do preço do petróleo foi até agora o menos sentido no Brasil, enquanto o aumento no preço dos alimentos foi amplamente percebido em 2007 e o aumento no preço das commodities metálicas está se transformando em mais inflação agora em 2008. Apesar da alta do petróleo no mercado internacional, a Petrobrás não reajustou o preço da gasolina (item de maior peso na inflação). A principal razão para não ter havido reajuste foi a valorização do real, que provocava uma elevação pequena do preço do petróleo em reais. Contudo, não é possível descartar reajustes ainda este ano. Apesar de não ter havido reajuste no preço da gasolina, diversos produtos químicos derivados do petróleo sofreram elevações fortes em 2007 e são ajustados automaticamente.

O único período de alta nos juros dentro do modelo de metas inflacionárias comparável ao atual é o de 2004 (figura 3). Naquele ano, a contribuição das exportações líquidas foi extremamente positiva para o crescimento do PIB, ao contrário de 2007, cuja contribuição tem sido fortemente negativa (toda elevação do saldo comercial em dólares foi largamente dependente da alta dos preços de commodities, que não é capturado pelos dados do PIB, que trabalha com variáveis reais). A diferença, basicamente, é que em 2004 as exportações líquidas ou demanda externa (exportações menos importações) estavam pressionando a capacidade produtiva, ao contrário de 2007, onde uma forte alta das importações ajudou a atender a demanda interna (ver essa e todas as comparações discutidas aqui na figura 4). Se esse item é favorável para 2008, há ainda mais outro: em 2004 expansão de investimentos foi menor e mais curta do que a de 2007. Mesmo assim, apesar dos investimentos e importações favorecendo o equilíbrio entre demanda e oferta, a capacidade ociosa reduziu-se perigosamente em 2008 de forma pior que em 2004. Uma explicação bem simples, é que a demanda interna cresceu 5,4% em 2004, ao passo que em 2007 cresceu 9,0% (figura 5). Ou seja, apesar de todos os fatores positivos no lado da oferta (importações e investimentos), o equilíbrio entre demanda e oferta em 2008 tornou-se tão desfavorável quanto em 2004, simplesmente porque a demanda cresceu muito mais na expansão econômica atual.

Figura 3

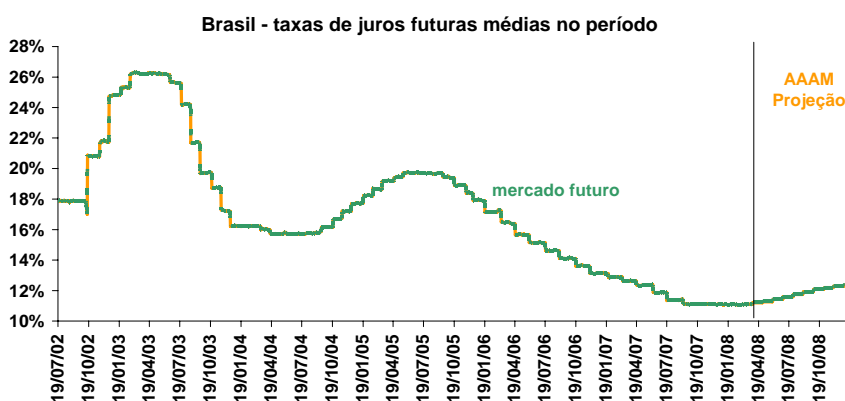


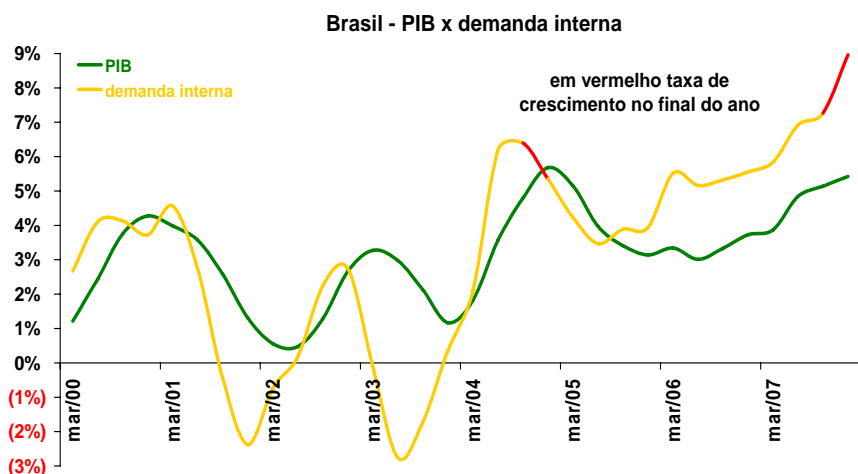
Figura 4

Ciclo de alta de juros por demanda

Comparação dos ciclos	2004	2007
Alta de juros	9/04 a 5/05 = 9 meses	4/07 a ?? = ?? meses
Alta + manutenção até novo ciclo	9 + 4 meses = 13 meses	?? + ?? meses = ?? meses
Pico da UCI (1)	81,40%	83,30%
Crescimento da demanda interna (98,5% do PIB)	5,40%	9,00%
Crescimento da demanda externa (1,5% do PIB)	18,75%	(40,40%)
Investimentos	9,13%	13,40%
Varição do câmbio	(12,00%)	(4,00%)
Expectativa de inflação no mês do início da alta de juros	9/04 = 5,6% contra meta de 5,1%	4/08 = 4,5% contra meta de 4,5%
Expectativa de inflação 6 meses após início da alta de juros	2/05 = 5,8% contra meta de 5,1%	??
Expectativa de inflação 12 meses após início da alta de juros	9/05 = 5,3% contra meta de 5,1%	??
Inflação observada	2005 = 5,7%	??

(1) UCI = utilização da capacidade instalada

Figura 5



A utilização da capacidade instalada na indústria (UCI) atingiu um pico de 83,3% em out/07 (figura 4). Nos últimos 3 meses a média recuou um pouco, para 83,1%. Contudo, este valor ainda está bastante acima da média dos últimos 5 anos, de 80,9%, e da média do ano de 2004, de 81,4% (em 2004 o crescimento econômico levou ao aumento da inflação). Além da elevada utilização da capacidade instalada, os estoques estão diminuindo. Indicadores elaborados pela FGV apontam para o menor nível de estoques desde que a série foi desenvolvida.

A taxa de desemprego também está refletindo o elevado crescimento econômico: segundo o Ministério do Trabalho, a criação de emprego foi recorde em 2007 e segundo o IBGE a taxa de desemprego atingiu o menor valor desde 2003, quando a atual série foi desenvolvida. Um problema adicional com relação ao desemprego é o baixo crescimento da população economicamente ativa (PEA). Após taxas de crescimento elevadas no final da década de 90, o crescimento da PEA encontra-se próximo a 2%, enquanto o crescimento da população ocupada é de aproximadamente 3,5%. Considerando que a população economicamente ativa não deve apresentar grandes oscilações nos próximos 2 ou 3 anos e que o crescimento do emprego se acelerou nos últimos anos, é possível prever queda da taxa de desemprego nos próximos anos, sendo mais um fator de risco para a inflação.

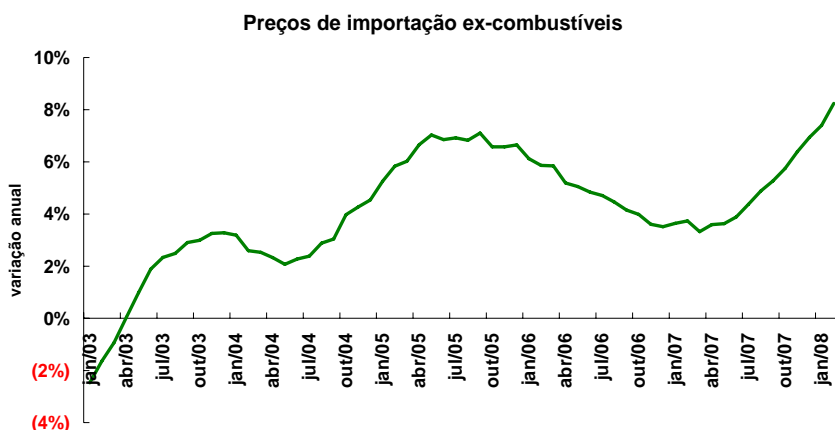
Um ponto desfavorável em 2008 é o choque de preços de alimentos e commodities, que deve continuar seu curso e este fenômeno era menos intenso ou inexistente em 2004, dependendo da commodity analisada. Os alimentos foram os maiores vilões da inflação em 2007: 12,5% no IPCA (alimentos no domicílio) e 24% no IGP-M (preços agrícolas no atacado). Este ano os preços devem se manter pressionados: além do aumento da demanda por alimentos mais ricos em proteínas pelos países emergentes, a produção agrícola cada vez mais deve atender à demanda por biocombustível. A elevação dos preços e a escassez de alguns produtos estão levando diversos governos a impedir a exportação de sua produção como é o caso da Rússia, Argentina, Filipinas, China, entre outros, o que deve contribuir ainda mais para a elevação do preço destes produtos no mercado internacional. Os produtos siderúrgicos devem ser outro destaque negativo da inflação em 2008: no início deste ano muitos produtos tiveram um reajuste de aproximadamente 10% e a expectativa é que outro ajuste de 10% ocorra em maio.

No caso do comportamento dos preços no atacado, embora a pressão de 2004 tenha sido maior que a de 2008, ela foi de curta duração e seguida de uma forte reversão. O fenômeno atual é bem mais longo, de quase 18 meses, com poucas chances de desaceleração a frente, pelo menos na magnitude da observada em 2004. O motivo já foi discutido aqui: a queda de demanda mundial por commodities com o atual cenário de desaceleração não é grande o suficiente para compensar restrições de oferta existentes em várias commodities. Em relação ao câmbio, 2004 registrou uma apreciação maior – e contribuição maior para o preço dos bens comercializáveis – do que em 2007 (ver figura 4).

Este aumento da inflação em escala global afetou a decisão de diversos bancos centrais ao redor do mundo. A redução de juros realizada pelos EUA a partir de set/07 foi uma exceção: há muitos casos de aumento de juros ao redor do mundo e poucos casos de redução. Na América Latina, México, Chile, Colômbia e Peru aumentaram os juros em 2007 e/ou 2008. Outros casos recentes de aumento de juros são Rússia, Austrália, China, Índia e África do Sul. Os poucos casos de redução de juros combinam um cenário econômico de redução do crescimento econômico e taxas de juros em patamares historicamente altos, como é o caso dos EUA e Reino Unido. Claramente, este não é o cenário vivido pelo Brasil: a taxa de juros está no nível mais baixo do Plano Real e o crescimento econômico é um dos mais altos como mencionado anteriormente.

Além dos preços das commodities, a inflação mundial está afetando outros preços, como os produtos industrializados. A inflação dos preços industriais no atacado, excluindo derivados de petróleo e alimentos, subiu de aproximadamente 3,5% no final de 2007 para aproximadamente 5,5% em março deste ano. Há um ano atrás a inflação destes produtos encontrava-se em torno de 2,5%. O preço dos produtos importados também aumentou nos últimos meses, o que é mais um fator de risco para a inflação. O aumento das importações tem contribuído para aumentar a oferta de produtos no mercado doméstico e com isso diminuir as pressões inflacionárias do crescimento da demanda interna. Contudo, nos últimos meses o preço destes produtos aumentou acentuadamente (figura 6), com relatos de que até os produtos importados da China estão aumentando de preço, enfraquecendo o poder “deflacionário” das importações.

Figura 6



Uma importante evidência do ciclo de alta de juros em 2004, o primeiro do modelo atual de metas inflacionária, é que claramente em 2004 a autoridade monetária se atrasou na elevação das taxas, uma vez que não só a inflação continuou se elevando até meados de 2005, como não se atingiu a meta de inflação e as expectativas ficaram muito pressionadas por bastante tempo (figura 4).

Essa falta de anterioridade, por experiência, precisa ser evitada, porque um erro como esses só aumenta o custo econômico do ajuste da política monetária. A razão principal do Banco Central para não se atrasar está na arte de se fazer política monetária quando estamos tratando de uma inflação de demanda: o aumento dos juros primeiro atinge a atividade para depois atingir a inflação num prazo de quase um ano, e é lógico que num processo incerto desses a magnitude do aumento dos juros é imprecisa e dependente de evolução de todas as variáveis que determinam o equilíbrio entre demanda e oferta, além da evolução das taxas de inflação daqui em diante. O aumento máximo de juros seria 2 pontos percentuais de acordo com nosso modelo, mas mesmo esse modelo é apenas parte das avaliações que precisam ser feitas.

Após o fim do ciclo de redução de juros em setembro de 2007, o banco central está sendo forçado a reverter a situação e aumentar os juros em 2008. A intenção de aumentar os juros já foi sinalizada varias vezes este ano, como na ata da reunião do Copom de março de 2008, no relatório de inflação do 1T08 e em entrevistas do diretor de política econômica do Banco Central.

Após reduzir os juros de 19,75% para 11,25% entre setembro de 2005 e setembro de 2007, o crescimento econômico se acelerou bastante, a ponto de superar o chamado "crescimento potencial" por vários trimestres consecutivos. Além da redução dos juros, vários outros fatores contribuíram para a recuperação do crescimento a partir de 2007, como a expansão fiscal, a recuperação da renda do setor agrícola e a expansão do crédito<sup>4</sup>. Além da renda agrícola, a concessão de crédito foi outro fator propulsor do crescimento econômico. A elevação das concessões de crédito nos últimos anos refletem não apenas a redução dos juros pelo Banco Central, mas também a estabilidade econômica e política do Brasil, que contribuiu para aumentar a previsibilidade dos agentes econômicos e com isso estimular tanto a concessão quanto a demanda por crédito: isto significa que para uma mesma taxa de juros, tanto a demanda quanto a oferta de crédito são maiores. Todos estes fatores somados estimularam o crescimento do PIB e está colocando pressões sobre a utilização dos fatores de produção no Brasil, o que pode acabar levando a um aumento significativo da inflação ainda em 2008 e também em 2009.

<sup>4</sup> O setor agrícola foi prejudicado por preços ruins em 2005 e 2006, o que levou a um crescimento econômico baixo em regiões onde este setor da economia é importante, como o Centro-Oeste (relatório de inflação do 1T08 faz uma análise mais detalhada deste ponto).

Diante do cenário adverso, o Banco Central parece estar pronto para assumir uma postura cautelosa e aumentar os juros já na reunião de abril. Os últimos dados de atividade econômica sugerem alguma moderação a partir dos últimos meses de 2007, o que poderia permitir esperar mais dados para fazer uma avaliação mais apurada do cenário prospectivo para a inflação. Contudo, esta não deve ser a postura adotada, as informações contidas nas últimas atas e no Relatório de Inflação mostram que o Copom já está convencido de que o ritmo atual de crescimento econômico deverá continuar pressionando a inflação nos próximos meses e que os dados mais fracos de crescimento econômico e inflação observados nos últimos dias são temporários.

Acreditamos que o Banco Central irá iniciar um ciclo de aumento de juros já em abril, elevando a taxa de juros primária (Selic) para 11,50% ao ano<sup>5</sup>. Para o final do ano nossa projeção é de Selic em 13,25%, representando um aumento total de 200 pontos. Ao agir antes do cenário de inflação apresentar uma deterioração mais acentuada e principalmente antes das projeções de inflação se distanciarem de maneira significativa da meta, o Banco Central pode conseguir fazer com que o crescimento do PIB volte para taxas mais próximas ao potencial (em torno de 4,5%) mantendo a inflação próxima à meta. Com essa ação mais rápida, o risco para este cenário é do ajuste na taxa de juros ser menor do que estamos projetando. Caso o Banco Central esperasse muito para aumentar os juros em um cenário de aumento claro da inflação, como foi o caso de 2004, o Banco Central teria que aumentar mais fortemente os juros, para obter um crescimento do PIB abaixo do potencial por tempo suficiente para trazer a inflação e as previsões de volta aos níveis da meta.

---

<sup>5</sup> O fato de ser a primeira vez que um ciclo se inicia no atual regime de 8 reuniões por ano, aumentam as chances de vir 0,50 ponto percentual na primeira elevação das taxas. Uma alta de 0,25 se justificaria pela anterioridade que o banco central está adotando.

## Renda Fixa

As curvas de juros já precificaram um ciclo de alta de juros significativo em 2008, com continuidade em 2009, em função dos alertas dados pelo Banco Central e pelos dados novos de atividade e inflação. Com a alta de juros iniciada já em abril, os mercados irão acompanhar atentamente a evolução dos dados para estimar o tamanho total da alta de juros nesse ciclo. Estimamos uma alta total de 2 pontos percentuais, mas a evolução dos investimentos e do cenário externo serão fundamentais para definir até onde os juros irão subir. Mesmo assim, dado que o mercado já coloca uma elevação próxima do máximo possível, mesmo com alta dos juros iniciada em abril, podemos observar uma melhora na curva.

Apesar das medidas para conter a apreciação da nossa moeda, a depreciação deveu-se basicamente por causa da queda dos preços de commodities e do receio dessa queda continuar e estar associada com uma crise econômica mundial maior do que a prevista. Não são as medidas administrativas de apreciação cambial que irão determinar o câmbio, mas o comportamento das commodities e sua dependência em relação ao cenário externo. Se se configura um cenário de descolamento parcial, a tendência do câmbio é de apreciação, no entanto, tudo indica que a dúvida sobre qual cenário irá prevalecer deve continuar conosco em abril.

## Renda Variável

A bolsa acompanhou as quedas do cenário externo e sofreu muito com a realização dos preços de commodities, zerando toda a alta observada desde janeiro. As perspectivas da economia mundial irão determinar a tendência do preço das commodities, que influenciam bastante o comportamento das nossas bolsas. No entanto, não está claro ainda qual cenário irá prevalecer e novas notícias ruins podem trazer problemas para o comportamento das commodities e das nossas bolsas.

---

As informações contidas neste documento são publicadas apenas para auxiliar os usuários, podem não ser adequadas aos objetivos de investimentos específicos, situação financeira ou necessidades individuais dos receptores e não devem ser considerados em substituição a um julgamento próprio e independente do investidor. Por ter sido baseado em informações tidas como confiáveis e de boa fé, não há nenhuma garantia de serem precisas, completas, imparciais ou corretas. As opiniões, projeções, suposições, estimativas, avaliações e eventuais preço (s) alvo(s) contidos no presente material referem-se a data indicada e estão sujeitos a alterações a qualquer tempo sem aviso prévio. 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. Nem o ABN AMRO e nem qualquer sociedade por ele controlada ou a ele coligada podem estar sujeitos a qualquer dano direto, indireto, especial, secundário, significativo, punitivo ou exemplar, incluindo prejuízos provenientes de qualquer maneira, da informação contida neste material. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem a expressa autorização prévia do ABN AMRO.

Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação de performance de fundos de investimentos é recomendada uma análise de 12 meses, no mínimo. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor antes de aplicar seus recursos.

Este material foi elaborado em nome do ABN AMRO ASSET MANAGEMENT, e de suas sociedades controlada no Brasil, para uso exclusivo no Mercado Brasileiro, sendo destinado a pessoas físicas e jurídicas residentes no País, e está sujeito às regras e supervisão da Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil.