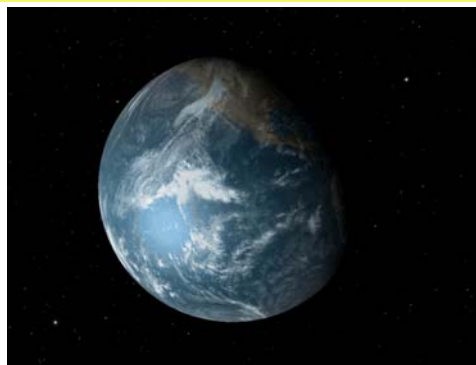


Agosto 2004
Brasil
Indicadores Julho
Ibovespa médio
22.325
+ 6,77% no mês
+ 0,41% no ano
IBX médio
6.102
+ 6,31% no mês
+ 1,33% no ano
S&P 500
1.063,97
- 3,43% no mês
- 0,92% no ano
CDI
+ 1,28% no mês
+ 8,94% no ano
Dólar
- 1,21% no mês
+ 6,26% no ano
Paulo Werneck
Chief Investment Officer
Hugo Penteadó
Eduardo Yuki
Economics and Strategy
Pedro Villani
Bruno Erbiste
Socially Resp. Investment
Gilberto Nagai
Noriko Yokota
Eduardo Mendonça
Sandra Petrovsky
Equity Portfolio Manager
Gláucia Quinto
Cláudia Abate
Danilo Pereira
Ricardo Maeji
Equity Research
Eduardo Castro
Damont Carvalho
Gustavo Coelho
Jose Malavasi
Ricardo Rossi
Sidney Uejima
Fixed Income P. Manager
Sales Team
55 11 3174 9444
Third Parties
55 11 3174 7898

Homenagem a Nicholas Georgescu-Roegen (1906-1994)

ECOECONOMIA (ECONOMIA SOCIOAMBIENTAL)

Há três questões da teoria econômica que precisam ser melhor discutidas, e elas se comunicam entre si: são elas a teórica, a prática e a ideológica. A primeira vem sendo discutida há mais de 30 anos, mas Nicholas Georgescu-Roegen (1906-1994) foi o primeiro economista de renome a dar uma formulação imbatível a algumas perguntas sem resposta. A capacidade intelectual de Roegen é impressionante: ele recebeu o título de doutor pela Sorbonne aos 24 anos, foi muito apreciado por Schumpeter e contribuiu para a função de consumo de Samuelson. Deixou marcas profundas na teoria e fez uma avaliação epistemológica (ciência que estuda o desenvolvimento das ciências) da Economia, colocando em xeque a monomania por crescimento quantitativo infinito como solução de todos os males. Segundo Roegen, até hoje adotamos as leis da Mecânica clássica – de 200 anos atrás – para explicar os processos econômicos, de tal forma que o mecanicismo está impresso nas páginas de todos os livros-textos de Economia. Por essas leis, os processos econômicos são considerados *reversíveis*, *previsíveis* e *incapazes de produzir mudanças qualitativas definitivas* e, assim, não há problema algum em destruir *continuamente* as florestas tropicais do mundo (67% do total), as temperadas (75% do total) e, no Brasil, a Mata Atlântica (92% do total), o cerrado (57% do total) e a Amazônia (17% do total), e interferir com os rios da Terra (75% do total).

Com o mecanicismo ainda em voga, o corpo teórico tradicional da Economia não pode explicar os desastres socioambientais à nossa volta – o principal deles, o maior processo de extinção em massa dos últimos 65 milhões de anos. Acima de tudo, embora a taxa máxima de destruição dos ecossistemas seja 100% e ela não possa ser revertida, continuamos seguindo nessa mesma trilha. Tudo isso sob o mito mecanicista.

Ainda segundo Roegen, os avanços da Física deveriam ter sido incorporados à teoria tradicional, principalmente a *lei da entropia*, pela qual perceberíamos que os fenômenos físico-econômicos são na verdade *imprevisíveis*, *irreversíveis* e *geram mudanças qualitativas definitivas*. Enquanto os avanços da Física – ciência da qual a Economia tomou emprestada as suas leis – não forem incorporados aos modelos econômicos, qualquer tentativa de evitar o desastre ambiental é nula. Mais importante, é nula qualquer tentativa de se obterem *resultados socioeconômicos permanentes e que não se sustentem apenas no curto prazo*.

Temos um sistema econômico linear, sujeito a um crescimento exponencial, que depende de um sistema natural circular, finito e regenerativo. O ser humano é um produtor secundário, e o mais importante para o ciclo de produção e consumo é tudo aquilo que nós já encontramos pronto na natureza. Não devemos continuar tratando esse insumo natural como se fosse renda, pois é na verdade *capital* – e nenhum empresário consideraria viável um negócio que lhe dilapidasse o capital. Apesar disso, o mecanicismo permite acreditar que a natureza é renda e que não há qualquer limite para o crescimento.

Outra crença forte é que as tecnologias e os ganhos de eficiência permitiriam banir esses limites. Nem a evidente finitude do espaço territorial da Terra é levada em conta: com um única máquina, podemos produzir milhões de produtos, mas, para que eles não ocupem espaço, terão que soterrar nossas cabeças ou ser colocados sobre copas de árvores. Só assim o crescimento infinito e eco-tecno-eficiente dos produtos não vai ocupar a Terra inteira e quiçá outros planetas. Com os avanços da Física Moderna, que deveriam ser absorvidos pelos modelos econômicos antigos, essas contradições poderiam ser evitadas, sustentando os resultados socioeconômicos futuros.

Para a Economia baseada no mecanicismo, não há limites para o crescimento, e a consequência concreta dessa visão é o uso exclusivo das políticas de demanda (monetária e fiscal). A produção mecanicista brota do nada. Conseguimos a proeza de ter feito a economia mundial aumentar sete vezes desde a II Guerra e, num único ano, produzimos mais bens e serviços do que desde os primórdios da humanidade até 1945. Os Estados Unidos, quando crescem dentro do potencial (4% do seu PIB), adicionam quase um Brasil a seu território, e um dia alguém ainda vai ganhar um prêmio Nobel ao lembrar que o território norte-americano terá sempre o mesmo tamanho. É impossível acrescentar milhões de produtos e milhões de pessoas a um espaço finito. Para complicar, essa obsessão por crescimento não tem produzido igualdade social nem paz ou redução de desigualdade entre as nações. A visão prática de um mundo mecanicista, no qual só importam as políticas de demanda, com destaque para as políticas monetárias dos bancos centrais, elimina a possibilidade de políticas setoriais e microeconômicas voltadas para as necessidades regionais e para a exploração de setores que potencializam os benefícios sociais das populações locais.

As questões teórica e prática vinculam-se à questão ideológica. As teorias de livre mercado são vendidas como o passe livre para o máximo bem-estar social, mas essa apologia se esquece de mencionar sua condição básica: todos devem ter condições e informações iguais. Não há como manter o progresso sem uma sociedade mais justa e igualitária e sem preservar o meio ambiente. Agora é possível entender o fomento das guerras e o risco de inacreditáveis colapsos para todos, principalmente pela falta de recursos naturais básicos como solo fértil e água potável, sem falar no clima. Os mercados financeiros entram nessa equação da seguinte forma: já foi precificado em todos os ativos financeiros o crescimento eterno das economias, como se a Terra fosse o próprio Jardim do Éden, inesgotável em recursos e em espaço. Quando essa falácia cair por terra, levará consigo os preços de todos os ativos e os sistemas a eles relacionados. É nosso desafio hoje evitar isso – não só um desafio, mas sobretudo uma necessidade.

Indicadores Macroeconômicos e Projeções (*)

Última atualização 6/08/04	2000	2001	2002	2003	Melhor cenário 2004
PIB Crescimento Real (%)	4,3	1,3	1,9	(0,2)	4,0
Agropecuária (%)	2,2	5,7	5,8	5,0	3,7
Indústria (%)	4,8	(0,3)	1,5	(1,0)	5,4
Serviços (%)	3,8	1,9	1,5	(0,2)	3,2
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	6,0	7,7	12,5	9,3	6,7
Inflação (IGPM/FGV) (%)	10,0	10,4	25,3	8,7	10,3
Taxa de Câmbio Média (R\$/US\$)	1,83	2,35	2,93	3,07	3,01
Taxa de Câmbio Final (R\$/US\$)	1,96	2,32	3,53	2,89	3,10
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	(24,70)	(23,2)	(7,7)	2,0	6,3
Saldo Comercial (US\$ bi)	(0,73)	2,6	13,1	24,8	28,8
Taxa de Juro Nominal Final do ano (Selic)	15,8	19,0	25,0	16,5	16,0
Taxa de Juro Nominal Média	17,3	17,3	19,2	23,2	15,9
Taxa de Juro Real (deflacionado pelo IPCA)	10,7	8,9	5,9	12,8	8,6
Dívida Pública (% do PIB)	49,5	53,3	55,5	58,2	56,1
Resultado Nominal do Setor Público (% do PIB)	4,5	5,2	10,3	3,7	2,2
Resultado Primário do Setor Público (% do PIB)	(3,5)	(3,6)	(3,9)	(4,37)	(4,37)

(*) As áreas sombreadas são projeções.

ECONOMIA

O mês de julho registrou uma notória deterioração do cenário externo. A principal delas, relacionada à reversão na queda do preço do petróleo observada em junho. Além disso, os mercados norte-americanos caíram com a dúvida em relação à sustentabilidade de seu crescimento associada a várias indicações feitas pelas empresas de quedas futuras nas vendas e na elevação dos estoques. Apesar desse fenômeno negativo, nossos mercados retomaram a tendência de alta no final do mês, registrando variações positivas na Bovespa, queda do valor do real e do risco país (Figura 1). A única exceção ficou por conta do ajuste nos juros futuros, deflagrado pela preocupação com a inflação a partir da divulgação do IPCA-15 e da última ata do COPOM do final do mês. Cada um desses temas será detalhado a seguir, além de se discutirem os prognósticos futuros.

Figura 1

MERCADOS		Bovespa	Juros Futuros (Bneiro05)	Real	Risco Brasil	Petróleo	Euro (*)	EUA título público 10 anos	SEMP00
BVL	Variação em agosto 4 (U Y03)	(4,5%)	1,1%	1,1%	4,1%	1,4%	0,3%	(1,7%)	(1,9%)
	Variação em julho 4 (3 Y4)	5,6%	0,5%	(1,6%)	(3,5%)	12,2%	(1,5%)	(2,3%)	(3,4%)
	Variação em 2004	(4,1%)	6,3%	6,1%	32,3%	36,6%	(4,3%)	3,6%	(2,3%)
	Variação em 2003	37,3%	(47,0%)	(18,0%)	(67,3%)	4,2%	20,0%	11,3%	26,4%

(*) Variações positivas indicam apreciação do Euro

Economia e mercado de trabalho norte-americanos

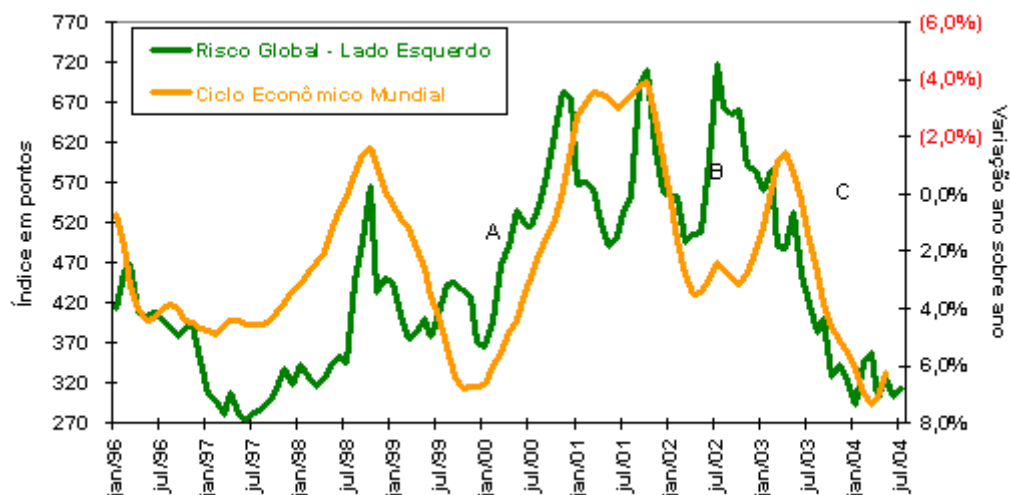
Dados mais fracos da economia norte-americana sinalizaram que a recuperação atualmente em curso não é tão sólida quanto se imaginava. A princípio, esse fenômeno tende a favorecer o Brasil, pois reduz a perspectiva de elevação de juros nos Estados Unidos. Nos mercados financeiros, o fenômeno acaba se traduzindo na melhora dos *treasuries* norte-americanos, que começam a precificar um aperto menor nos juros pelo FED e na alta das Bolsas dos países emergentes, entre os quais, o Brasil. À pergunta sobre se essa relação de causa e efeito entre as perspectivas de política monetária norte-americana e o Brasil pode parar aí a resposta é “não”.

Em primeiro lugar, não há na dinâmica inflacionária dos Estados Unidos nada que indique uma pressão de demanda que justificasse uma alta forte de juros. Em abril deste ano, depois de números decepcionantes, divulgou-se um relatório de emprego mais forte. Essa robustez na criação de empregos continuou até junho, mas em julho e agosto registraram-se dados de criação de trabalho bem abaixo das expectativas. Assim, a tendência da política monetária é determinada pela recuperação dos custos salariais, e estes são impulsionados por um mercado de trabalho forte. A simples recuperação da atividade econômica só se traduz numa dinâmica inflacionária perversa quando esgota os recursos ociosos da economia, entre eles o trabalho e o capital. Enquanto uma atividade mais robusta não se traduzir em alta dos custos salariais a ponto de poder comprometer a trajetória de inflação, não há justificativa para um aperto nos juros. Isso é válido também para o Brasil. Portanto, o crescimento da atividade pode ser neutro, do ponto de vista de inflação, mas, em relação aos Estados Unidos, o que chama atenção é a fragilidade do mercado de trabalho, a despeito dos números fortes observados neste ano. A fragilidade não pode ser medida pela criação absoluta de postos de trabalho, mas deve ser relativa ao crescimento da força de trabalho, que depende de uma dinâmica populacional, que hoje nos Estados Unidos adiciona três milhões de pessoas por ano. Dessa forma, se a criação de trabalhos for menor que a expansão da força de trabalho, o mercado de trabalho continuará frouxo, e a elevação dos custos salariais e seus efeitos sobre a inflação tendem a ser pequenos. O mercado de trabalho dos Estados Unidos acumulou um déficit de oito milhões de empregos desde 2001 e, desse modo, as preocupações com pressões salariais também tendem a ser pequenas. Isso explica por que os dados de inflação mostram sinais positivos, a despeito do forte crescimento da economia e da recuperação do mercado de trabalho, aparentemente interrompida nos dois últimos meses. A principal pressão inflacionária de 2004 está ligada ao petróleo e essa, a nosso ver, é a única razão pela qual pode haver um aperto monetário mais forte nos Estados Unidos.

Antes de discutir esse segundo tema do cenário externo – o petróleo –, vamos apenas mencionar uma relação entre ciclo econômico global, risco global e risco de países emergentes (Figura 2). Num primeiro momento, a economia brasileira é afetada positivamente pela fraqueza da economia norte-americana, que sinaliza elevação de juros mais lenta. Isso acontece porque o Brasil, apesar do enorme ajuste na suas contas externas, ainda precisa de financiamento externo – novos empréstimos voluntários muito altos – e o financiamento é mais fácil com juros mais baixos. No entanto, o ciclo econômico mundial afeta decisivamente as medidas de risco global, que medem o apetite por países emergentes. Entre 2000 e 2002, os mercados acionários globais registraram forte realização contínua, fenômeno que não se via desde a II Guerra Mundial. Essa queda dos mercados acionários globais e da Bovespa relacionava-se diretamente com a elevação do risco global e este, por sua vez, subiu por causa das incertezas em relação ao

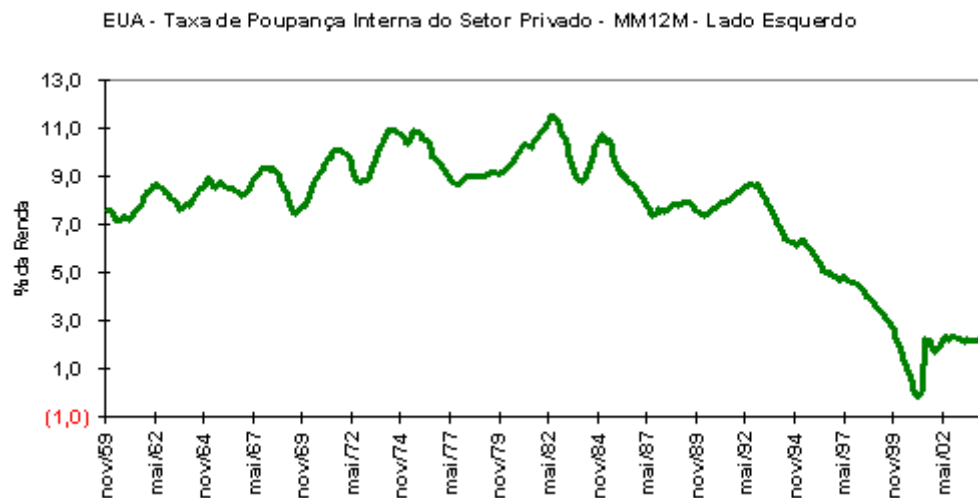
ciclo econômico mundial. Em 2000, a economia mundial entrou na maior desaceleração dos últimos 30 anos e de forma ineditamente sincronizada - em todos os países e regiões.

Figura 2



Há, portanto, uma poderosa relação de causalidade – ou de dependência – entre o comportamento econômico dos países ricos e os países emergentes e, por mais contraditória seja essa relação, ela existe e é um importante determinante do comportamento dos principais ativos de risco do Brasil, a saber, câmbio, juros futuros, bolsa de valores e risco país. A elevação do risco global, portanto, pode estar relacionada com o enfraquecimento da economia norte-americana, que, neste exato momento, anima nossos mercados por sinalizar menores elevações das taxas de juros. A desaceleração da economia norte-americana é um fenômeno inevitável: não só o aperto monetário funcionará como uma retenção do crescimento, seja ele qual for, como também o fim dos alívios fiscais – o fim da pujança do setor imobiliário, a elevação do preço do petróleo (reduzindo a renda disponível do consumidor) e, finalmente, uma inevitável recomposição da poupança das famílias, cujos níveis são os mais baixos da história desse país (Figura 3). Assim, a inevitável desaceleração econômica norte-americana envolve riscos de difícil mensuração, à luz dos desequilíbrios financeiros das famílias, ainda muito endividadas, da pressão do petróleo, da enorme alavancagem dos mercados financeiros e, por fim, da bolha do setor imobiliário. A ausência de bons números no mercado de trabalho acaba sendo um risco adicional preocupante, uma vez que os estímulos fiscais e monetários deixaram de ser positivos nessa parte do ciclo. O cenário de médio prazo da economia brasileira depende de uma suave desaceleração econômica nos Estados Unidos e esta, por sua vez, de um mercado de trabalho que mostre robustez e não os números decepcionantes dos últimos dois meses.

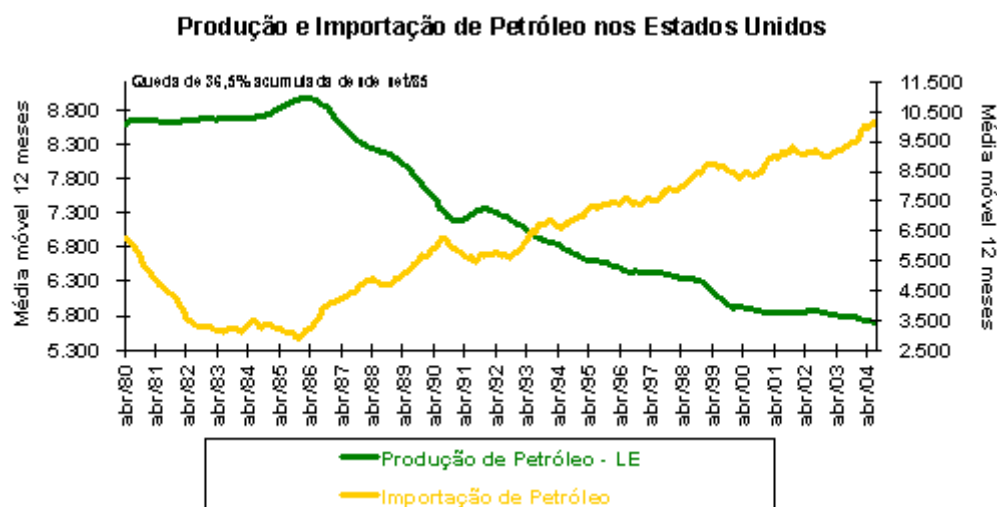
Figura 3



Petróleo

Há duas razões para o preço de petróleo ter atingido seu maior nível histórico em termos nominais. A primeira está ligada às condições de oferta e demanda. O forte crescimento mundial dos últimos 18 meses aumentou bastante a demanda e, nesse processo, a contribuição da China e da Índia – tanto para o crescimento mundial quanto para o da demanda por petróleo – foi excessiva, dado que seus processos de expansão foram intensivos em energia, em função da industrialização. Ao lado disso, os consumidores desses dois países também aumentaram dramaticamente sua demanda por energia, que a oferta não acompanhou. A demanda pode mudar rapidamente, mas a oferta demora anos para se ajustar. Além disso, áreas antigas de produção de petróleo estão em queda, como é o caso dos Estados Unidos (Figura 4) e da OPEP, com a produção mais ou menos estável desde 1998. Tanto a produção quanto a capacidade de produção leva anos para ser incrementada, e não consegue fazer frente a uma expansão de demanda tão forte como a observada recentemente. Há duas teorias sobre a impossibilidade de aumentar a produção: uma diz que não houve investimentos na exploração, e outra afirma que chegamos ao fim da era do petróleo. Independentemente disso, o fato é que a produção não está crescendo no mesmo ritmo da demanda, e a capacidade ociosa é hoje bastante limitada, aumentando a pressão sobre os preços. Essa dificuldade de fazer crescer a oferta, ao lado de uma demanda excessiva, aumenta acentuadamente com os riscos de ataques terroristas, uma vez que, nessa situação, uma eventual ruptura na oferta teria efeitos devastadores sobre os preços. Nesse contexto, o prêmio de risco nos preços tende a continuar elevado, e aproxima-se o inverno no hemisfério norte, com elevação de demanda sazonal por derivados. A pressão e a alta dos preços tendem a continuar, mas, segundo estudos econométricos, o efeito dessa alta sobre o ciclo econômico mundial é considerado pequeno. Não obstante isso, afirma o economista do nosso centro em Amsterdam, Han de Jong, que esses estudos falharam em antecipar a desaceleração econômica causada por uma alta de petróleo em quase todas as observações do passado.

Figura 4



Conclusão sobre o cenário externo

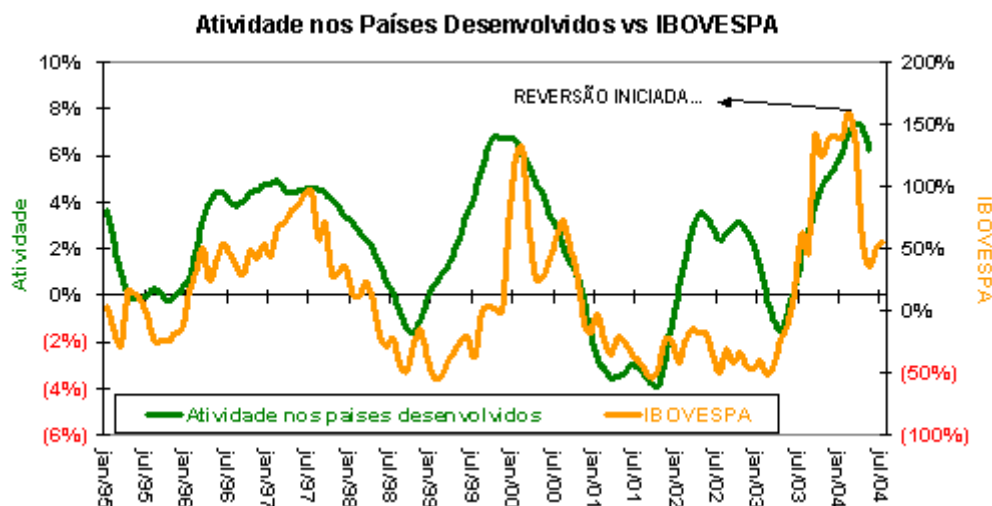
A desaceleração econômica mundial em curso por causa do aperto monetário dos Estados Unidos, da Inglaterra e da desaceleração também da China e dos países asiáticos, reduz as perspectivas de alta da Bovespa para este ano. É um fato estilizado no mercado financeiro internacional – sempre que o ciclo econômico se reverte, há uma realocação nos portfólios globais dos mercados emergentes para os mercados desenvolvidos. Não são novidade a redução das posições em emergentes e o aumento em mercados desenvolvidos, em função de uma reversão no ciclo econômico mundial, já observado nos dados da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), que engloba 30 países (Figura 5). Num ambiente de incertezas ligadas ao funcionamento da economia norte-americana e à alta do petróleo, a desaceleração econômica mundial tende a aumentar os riscos para os nossos mercados.

Economia brasileira

Passemos à discussão do cenário interno. Apesar da tônica negativa, ainda não trabalhamos com uma contaminação do lado real da economia em razão do cenário externo mais negativo desde julho, pois não é a primeira vez que isso acontece neste ano. Desde o início do ano, o mercado viveu deteriorações causadas por vários fatores: ainda em janeiro, o Banco Central (BC), preocupado com a inflação, surpreendeu-nos a todos interrompendo a redução de juros; em fevereiro, houve uma crise política; em março, o ataque a Madrid; em abril, o relatório de emprego robusto dos Estados Unidos, antecipando o início da alta dos juros pelo FED para junho, como de fato já aconteceu; em maio, surgiram as preocupações com a China e com o petróleo. Essa deterioração dos mercados – expressiva na queda da Bolsa e do risco país e na elevação das taxas de juros reais futuras – levou-nos a reduzir a projeção de crescimento para 2004. No entanto, dados recentes da economia mostraram uma expansão mais forte do que antes imaginada – apesar da interrupção na redução de juros, a economia continuou se expandindo e num dos melhores ritmos desde 1975. Isso reanimou os mercados e reverteu grande parte do pessimismo, melhorando todos os indicadores financeiros. Essa melhora, associada aos bons números da economia,

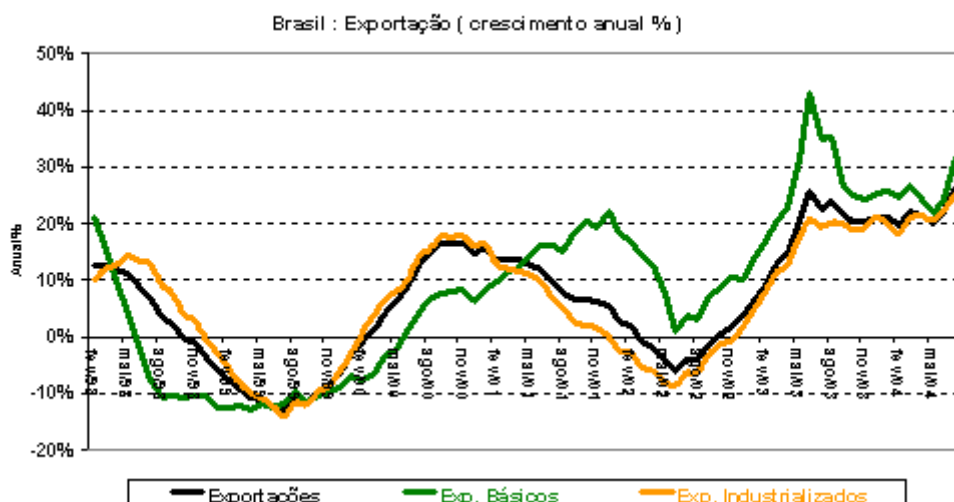
produziu uma elevação nas projeções do crescimento deste ano: agora projetamos 4%, com viés de alta.

Figura 5



Apesar de um cenário econômico surpreendentemente bom, há que avaliar os riscos futuros com a expansão das exportações batendo recordes sucessivos e os demais indicadores da economia acompanhando. A atual expansão está se disseminando por todos os setores, evidenciando que não se trata mais de um processo ligado à demanda externa, com um claro indicio de reativação dos mercados domésticos ligada¹ a uma expansão maior do emprego e da renda. Pela primeira vez nos últimos dois meses, a criação de empregos foi maior que a expansão da demanda ou da população economicamente ativa (Figura 6). As exportações, por seu turno, tiveram um incremento significativo, impulsionado principalmente pelos bens primários (agrícolas) e manufaturados. Esse incremento decorre em parte de um câmbio ainda competitivo, mas com um peso muito maior no aumento da demanda externa, este, sim, fator essencial para grande parte desse notável crescimento do nosso saldo comercial. No começo do ano, as expectativas médias do mercado eram de um saldo comercial de 19 bilhões de dólares; hoje, são de 29 bilhões. A queda esperada da demanda externa, principalmente no ano que vem, deve reduzir esse superávit para 25 bilhões. Isso mostra a importância da reativação dos mercados domésticos, pois a contribuição do saldo comercial para o PIB em 2005 será menor, aumentando a importância dos setores domésticos para manter o crescimento num patamar elevado.

Figura 6



Inflação e juros: alta pela frente?

Em 2004, os principais fatores de pressão da inflação têm sido os preços de *commodities* e os preços administrados. Apesar do baixo repasse do atacado para o varejo, a dinâmica da inflação atual ainda é vista como um entrave para a redução de juros, porque tanto as expectativas inflacionárias quanto os núcleos estão acima das metas inflacionárias.

Para a dinâmica da inflação, a elevação das *commodities* se assemelha à da desvalorização do câmbio. Nesse sentido, a estabilidade cambial tem funcionado como um amortecedor das oscilações dos preços das *commodities*. Mas é claro que esse efeito inflacionário vem sendo dissipado pela maior concorrência nos setores e pela existência de capacidade ociosa. Apesar disso, a compressão das margens de lucros nas empresas pode impedir uma queda maior da taxa de inflação, como sugere a meta de 4,5% para 2005: a inflação teria que recuar de 7,1% para 4,5% em um ano.

Apesar de a tendência de curto prazo ser de desaceleração das taxas de inflação, os diversos choques no período recente e sua propagação sobre os preços relativos e sobre os preços administrados com uma certa defasagem impedem que a inflação se reduza aos níveis desejados pelo BC, o que impede reduções de juros num considerável período de tempo.

A mudança do modelo endógeno do BC, que registra uma projeção de 6% para os preços administrados em 2005 para um cálculo feito por produto no final do ano, deverá alterar esse número para cima. O cenário-base do mercado para a inflação dos preços administrados é de 6,6%. A alta mais forte do petróleo também pode gerar pressão, se parte dos reajustes ficar para o ano que vem. Comparando as variações do câmbio e do IGP-M – que regem a maioria dos contratos dos preços administrados, com um ano de defasagem –, observa-se que, quando a variação cambial é inferior à do IGP-M, os preços administrados também ficam abaixo do IGP-M e vice-versa. De qualquer forma, não acreditamos que a pressão dos preços administrados seja motivo para a elevação de juros, a não ser que venha acompanhada de um cenário externo negativo e de

depreciação cambial. É mais provável que o BC reconheça que a meta é irreal e volte a adotar uma meta ajustada.

Basicamente, há quatro macrotendências que podem determinar uma alta de juros: 1) câmbio; 2) preços de *commodities*; 3) custos salariais ligados à forte expansão da atividade; e 4) hiato de produto. Quanto ao câmbio, as projeções apontam para a continuidade de bons números da balança de pagamentos, de bons fluxos, de uma política monetária norte-americana gradualista e de efeitos menores sobre o ciclo econômico mundial e sobre o risco global. As projeções de câmbio de hoje ao final de 2005 não embutem pressões significativas a ponto de deflagrar uma elevação de juros. A menos que surja um evento inesperado muito negativo no cenário externo, não vemos o risco de uma elevação inflacionária a partir do câmbio.

Em relação aos preços de *commodities*, excetuando os do petróleo, devem continuar recuando com a desaceleração da economia mundial. Os custos salariais seguem aumentando, mas ainda numa marcha insuficiente para determinar uma maior pressão inflacionária. Só há dois meses o mercado de trabalho encetou um processo mais rápido de criação de empregos, e a elevação da renda salarial ainda é tímida, não havendo portanto um mercado de trabalho suficientemente apertado para deflagrar alta de custos salariais que comprometam a trajetória da inflação. De todo modo, persistindo a recuperação econômica, esse fenômeno não pode ser descartado e é a forma clássica pela qual os bancos centrais elevam os juros no final de um ciclo de expansão, para prevenir um eventual descontrole inflacionário.

Finalmente, o hiato de produto devido à maturação de investimentos, que provavelmente se intensifica pela absorção líquida de bens de capital (produção + importações – exportações), demanda uma difícil definição ou antecipação da fronteira da capacidade produtiva, elemento indispensável para a estimativa da capacidade ociosa da economia ou de seu hiato de produto, ainda que não gere pressões inflacionárias. Das quatro macrotendências de inflação, as mais arriscadas são o hiato de produto, que pode limitar o crescimento da economia, e o preço do petróleo. Apesar disso, os riscos de uma elevação de juros em 2004 continuam baixos, mas, notadamente, não se discute mais a continuidade na redução de juros.

POLÍTICA

No âmbito político, há denúncias contra membros do BC e as ações do STF. Em relação àquelas, uma das conseqüências foi a exoneração do diretor de política monetária, mas, mesmo assim, uma oposição não identificável continua ventilando acusações contra Henrique Meirelles, presidente do BC. Apesar da volatilidade nos mercados gerada por esse tipo de notícia, acreditamos que o mais provável é que acabe caindo no esquecimento.

Modelo do setor elétrico

- a) ADINs propostas pelos partidos de oposição do PSDB e PFL, argumentando que o novo modelo não poderia ter sido proposto por uma MP.

- b) A MP foi convertida em lei pelo Congresso Nacional. Mesmo assim, ontem, por 9 votos contra 2, o Supremo acatou as ADINs, com o argumento de que o artigo 246 da Constituição veda a edição de MPs para regulamentar assuntos tratados em emendas constitucionais a partir de 1995. Existe uma EC sobre o uso do potencial hidráulico e, portanto, a MP não poderia ter sido feita. A lei do setor elétrico está “contaminada”.
- c) O Supremo vai agora discutir a validade da lei “contaminada” do novo modelo do setor elétrico.
- d) O advogado geral da União alegou que os problemas causados pelo “apagão” em 2001 justificaram a necessidade de uma MP.
- e) Gilmar Mendes votou contra o governo, e Eros Grau pediu vistas ao processo e tem 30 dias para apresentar seu voto. Resultado: 1 X 0 contra o governo, e falta 10 juízes votarem.
- f) Se o STF seguir o voto já dado de Gilmar Mendes, o governo será derrotado e o modelo será inviabilizado. Gilmar Mendes defende a retirada de todos os dispositivos da Lei 10.848 do modelo do setor elétrico para fins de produção de energia.
- g) A situação é bem desconfortável para o governo, e o pedido de vistas de Eros Grau é oportuno.
- h) O governo esperava a não aceitação das ADINs, mas elas foram aceitas por 9 votos contra 2. O arquivamento do processo não aconteceu conforme o governo esperava.
- i) O efeito desse não arquivamento, pela violação do artigo 246 da Constituição, foi muito negativo para as ações do setor elétrico.
- j) Consultores políticos acham que o governo sairá vitorioso. Pelas manifestações preliminares dos ministros, é pouco provável que o entendimento de Mendes prevaleça, o que anularia todo o esforço de regulamentação do setor elétrico.

Atividade no legislativo

- a) Lei das Falências volta à Câmara (finalização até setembro).
- b) Agências Reguladoras pode sair da Câmara até setembro.
- c) Para a reforma do Judiciário, já aprovada em primeiro turno no Senado, falta a apreciação dos destaques, mas espera-se dificuldades com o *quorum*, que se reduz com as eleições municipais.
- d) Parceria Público-Privada tem baixa probabilidade de aprovação em agosto ou setembro.
- e) Pec paralela da Previdência não é uma prioridade do Executivo, mas da maioria do Congresso.

MERCADO DE AÇÕES

Em julho, a Bolsa subiu pelo segundo mês consecutivo – Ibovespa médio + 6,77% e IBX50 médio + 6,08% - zerando a performance negativa acumulado no primeiro semestre. Conforme comentado no relatório do mês anterior, com a falta notícias muito negativas que pudessem afetar o humor do mercado, as notícias positivas de retomada do nível de atividade econômica e os ótimos resultados semestrais publicados pelas empresas brasileiras acabou prevalecendo e impulsionando o desempenho da Bolsa. Vale destacar a ótima performance das ações de empresas dos setores de siderurgia e elétrico causadas, respectivamente, pelo anúncio dos resultados das empresas acima das expectativas do mercado e pela assinatura da Regulamentação do Setor Elétrico.

Apesar dos fundamentos domésticos positivos, alguns fatores trazem preocupação no curto prazo – preço ascendente do petróleo, riscos de ataques terroristas de grandes proporções com a proximidade das eleições americanas, ruídos na área política com acusações envolvendo presidentes do Banco Central e Banco do Brasil e a volta da votação do julgamento da constitucionalidade da contribuição dos inativos no STF o que deverá gerar volatilidade no mercado acionário.

MERCADO DE RENDA FIXA

O mês de julho foi marcado pela melhora no cenário externo, o que acabou influenciando no risco país, que veio de 646 bp no início do mês, para 591 bp no final do mês. Essa melhora no risco país teve impacto também na taxa de câmbio, com uma queda de 1,55% no mês de julho.

Já no mercado de renda fixa, os contratos de DI futuro para janeiro de 2005 apresentaram uma leve alta de 16,53%a.a. para 16,65%a.a. no final de julho, influenciado principalmente pela alta do petróleo no mercado internacional e pela ata do Copom, ata esta que mostrou uma certa preocupação do Banco Central com a inflação futura, e que praticamente descarta um corte de juros para este ano.

O mercado de títulos públicos também foi afetado pelo aumento nas taxas futuras de juros, com os deságios dos papéis aumentando tanto no mercado primário como no secundário no mês de julho.

Para o mês de agosto, no cenário local, o mercado deve focar as atenções na votação do STF quanto a taxa dos inativos, nos índices de inflação a serem divulgados e no cenário externo (especialmente na atitude do Fed em relação aos juros americanos).

Este material foi preparado pela ABN AMRO ASSET MANAGEMENT S.A., uma empresa do grupo ABN AMRO, em caráter meramente informativo, não constituindo oferta de venda ou solicitação para compra de qualquer título, valor mobiliário ou outro instrumento financeiro. Embora tenha sido elaborado com base em informações julgadas confiáveis, o mesmo não representa qualquer garantia por parte do ABN AMRO de que tais informações sejam exatas ou completas. Embora o objetivo deste trabalho seja apresentar as informações e opiniões de forma apropriada, podem existir razões alheias ao conhecimento do ABN AMRO que o impeça de assim proceder. As opiniões, projeções, suposições, estimativas, avaliações e preços apresentados neste material referem-se à data nele indicada e estão sujeitos a alterações a qualquer momento, sem o aviso prévio por parte do ABN AMRO. Por atuar de forma absolutamente segregada das demais empresas do grupo, as opiniões, projeções, análises ou estimativas demonstradas pela ABN AMRO ASSET MANAGEMENT S.A. neste material podem apresentar divergências em relação àquelas eventualmente apresentadas pelas demais empresas do grupo. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído ou copiado, total ou parcialmente, sem a prévia e expressa autorização do ABN AMRO.