

Agosto 2006

Indicadores Julho

Ibovespa médio

37.170

+ 1,37% no mês

+ 11,75% no ano

IBX médio

12.046

+ 1,89% no mês

+ 12,72% no ano

S&P 500

1.276,66

+ 0,51% no mês

+ 2,27% no ano

CDI

+ 1,17% no mês

+ 9,02% no ano

Dólar = \$ 2,1762

+ 0,55% no mês

- 7,03% no ano

Paulo Werneck

Chief Investment Officer

Hugo Penteado

Economics and Strategy

Pedro Villani

Bruno Erbiste

Socially Resp. Investment

Gilberto Nagai

Claudio Delbrueck

Daniel Pasquali

Eduardo Mendonça

Sandra Petrovsky

Cesar Dominguez

Paschoal Paione

Equity

Eduardo Castro

Cal Constantino

Henrique Ozeas

Jose Malavasi

Ricardo Rossi

Sidney Uejima

Fixed Income Portfolio

Sylvio de Castro

Gustavo Taouil

Nathalie Riccomi

Renato Santaniello

Asset Allocation

Sales Team

55 11 3174 6166

Ecoeconomia

Perda de biodiversidade: principal evidência do problema socioambiental

Nós precisamos da natureza? A pergunta pode parecer estranha, pois dela dependemos para viver, respirar e extrair os bens para nossa sobrevivência. Entretanto, tal pergunta é extremamente oportuna, pois vimos agindo como se a natureza não fizesse parte do nosso sistema de produção e consumo. O modelo econômico adotado tem produzido sérios problemas na natureza e a sociedade. Observam-se mudanças climáticas que já ameaçam a saúde financeira das economias e uma rápida extinção em massa das espécies animais e vegetais. Nosso desafio atual não é aprender a controlar as forças da natureza, mas tentar reverter um processo que está alterando o equilíbrio ambiental, sem o qual a vida humana e outras formas de vida complexas serão extintas. Ao invés disso, mantemos as principais premissas do atual modelo de desenvolvimento econômico, que pode resultar na perda de grande parte da floresta Amazônica, como já aconteceu com a quase totalidade das florestas naturais dos Estados Unidos e da Europa, juntamente com sua biodiversidade. Sem a Amazônia, o cenário climático global é imprevisível e a região sudeste – a mais desenvolvida do país – se tornará árida. Até o aquífero Guarani, o maior do mundo na região centro-oeste, desaparecerá, se prosseguir a destruição do cerrado, um ecossistema de bilhões de anos, que já perdeu 57% da sua cobertura original.

Em discussão com economistas, o paleontólogo Stephen Jay Gould revelou o dano ambiental inquestionável e diretamente relacionado com nosso modelo econômico: estamos promovendo a maior extinção da vida na Terra dos últimos 65 milhões de anos, através da destruição, contaminação e alteração dos habitats naturais. Com base em estudos desse autor, os economistas argumentaram que, se toda a vida na Terra está fadada à extinção, o fato de o sistema econômico causar alguma extinção da vida estaria prestando um favor à natureza. Gould respondeu: é verdade, só 1% da vida já surgida neste planeta de 4,5 bilhões de anos existe hoje, no entanto, tal processo ocorre durante eras geológicas de milhões de anos, não em décadas, nem de modo antropogênico.

Encerrou-se a discussão, mas argumentos disparatados como esses não só vicejam no mundo moderno como se multiplicam com uma velocidade assustadora, embora rechaçados pela comunidade científica. A maior extinção da vida na Terra causada por nós é a uma evidência clara de que estamos impondo grandes perdas às gerações futuras, reduzindo a manutenção dos serviços ecológicos sem os quais não sobreviveremos.

Por que fazemos isso? A resposta a essa pergunta está no campo das idéias e na visão das teorias econômicas, que permanece firme como uma rocha e rege as principais políticas de curto prazo à nossa volta, supostamente garantindo, para segurança de todos, que, no longo prazo, como espécie animal, jamais estaremos todos mortos, posto que a tecnologia nos salvará. Como indivíduos, sim, estaremos todos mortos no longo prazo, como disse Keynes. Enquanto as atenções de todos não se voltarem do curto para o longo prazo e a sustentabilidade que perseguimos não for acompanhada de um sentimento de responsabilização, levaremos ainda muito tempo para encontrar um modelo econômico que realmente incorpore os serviços de natureza que até aqui foram considerados ilimitados, inalteráveis e gratuitos.

Economia externa

Fim do aperto monetário nos Estados Unidos não significa fim das dúvidas

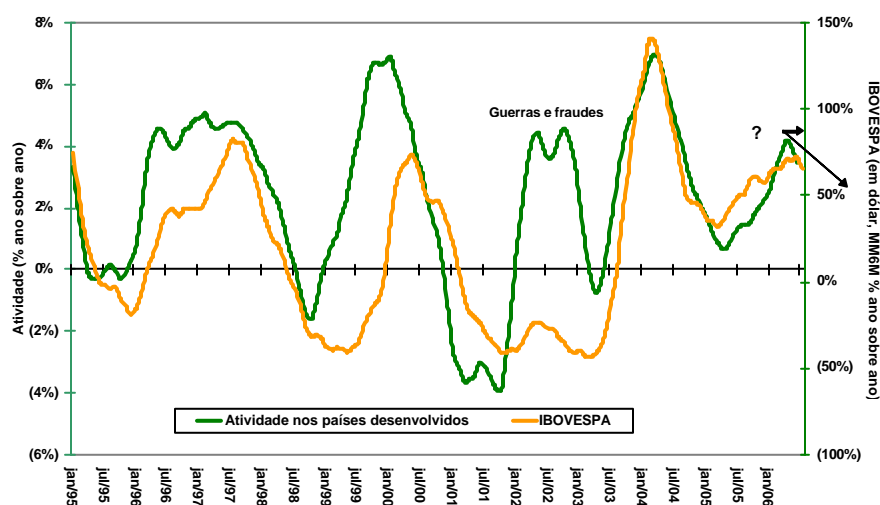
No final de um ciclo econômico e de juros, é natural que haja muitas dúvidas. Atualmente, analistas de diversos países construíram quatro cenários possíveis para a economia norte-americana, em função dos quais as economias global e brasileira passarão por diferentes situações. São eles:

- 1) queda brusca do setor imobiliário no segundo semestre de 2006, provocando recessão profunda no consumo privado (70,4% do PIB) e na economia, obrigando o FED (banco central norte-americano) a socorrer a economia com rápida redução de juros, cuja eficácia é questionável;
- 2) forte queda do preço de petróleo, seguida de uma forte reaceleração do crescimento, que forçaria uma nova alta de juros no início de 2007;
- 3) forte elevação do preço de petróleo, provocando um pronunciado choque estagflacionário e obrigando o FED a elevar os juros no início de 2007;
- 4) manutenção do preço de petróleo nos patamares atuais (70-75 dólares o barril) e desaceleração moderada da economia, graças ao amortecedor da retomada dos investimentos que, uma vez impulsionando a renda e o emprego, atenuaria também o impacto negativo da perda de riqueza sobre o consumo causada pelo desaquecimento do setor imobiliário.

A profusão de cenários possíveis nos remete a uma regra importante do funcionamento idiossincrático dos mercados e explica nosso otimismo cauteloso com a tendência dos preços dos ativos: o que determina o movimento dos preços não é a nossa visão individual, e sim a tese de mercado. Embora o cenário mais provável, na nossa opinião, seja o descrito no item 4 acima, a visão não uniforme indica que, conforme forem sendo divulgados dados de inflação e atividade e dependendo do comportamento dos preços do petróleo e das commodities, os mercados responderão de forma volátil, sem uma tendência evidente de alta. Uma razão adicional para se ter dúvidas é o início da desaceleração do ciclo econômico mundial mensurado pelos indicadores anteriores da OCDE (organização que engloba 30 países). A partir desse ponto, resta saber se será uma desaceleração contínua ou se a economia

global continuará girando perto do pico por tempo suficiente para manter atrativo o investimento em Bolsa no Brasil, que é bastante correlacionado com o ciclo econômico global (Figura E1).

Figura E1



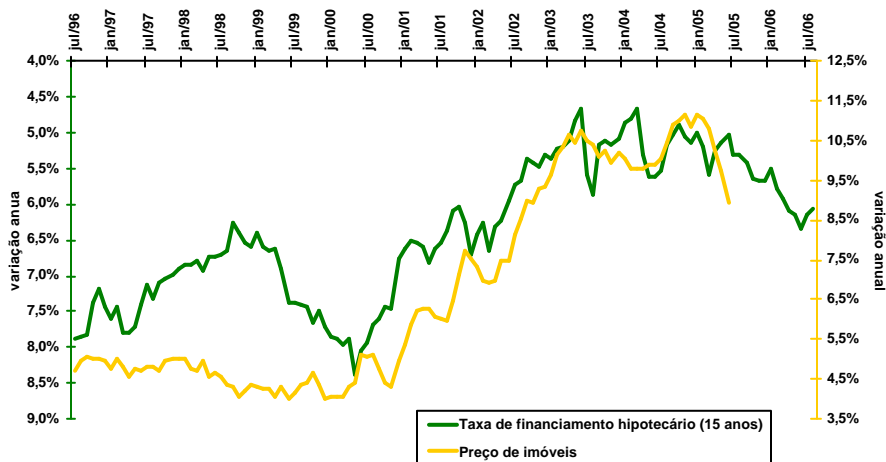
Com exceção dos EUA, as economias vêm crescendo acima do esperado, o que, combinado com a pressão da alta do petróleo, exige um aperto monetário aparentemente gradual, o bastante para não comprometer o ritmo da atividade (Japão, Reino Unido e Eurolândia). O gradualismo da alta de juros nesses países permite apostar no prolongamento do bom momento da economia mundial pelo menos até o final do ano, o que justifica nosso otimismo com o ciclo mundial (Figura E1).

Resta analisar cada um dos quatro cenários possíveis. O primeiro aventa a hipótese de uma recessão causada pelo setor imobiliário. Um crash no setor imobiliário passa pela clara e inequívoca formação de uma bolha nos preços, fenômeno que não parece ter acontecido nos EUA. Quando houve estouro da bolha, em diferentes episódios, não precisou de uma causa, os preços despencaram porque antes tinham subido muito, sem estar justificados pelos fundamentos. O movimento de desaceleração dos preços do setor de imóveis mostra uma clara correlação com a alta de juros e, portanto, foi causado pelo aperto monetário que o FED vem executando desde junho de 2004. Se existe uma causa para esse fenômeno, é difícil acreditar que seja um estouro de bolha (Figura E2). Na discussão dos amortecedores da economia norte-americana neste momento de desaceleração (cenário 4 a seguir), atribuiremos probabilidade muito baixa ao cenário 1, de recessão, e um dos motivos é que a desaceleração do setor imobiliário não deverá ser abrupta.

O cenário 2 supõe uma queda forte no preço de petróleo, o que é muito improvável. Entre os fatores que comandam a alta e a baixa diária do preço do petróleo, é importante destacar o que é transitório e pode se reverter no dia seguinte do que é mais duradouro. Todos os fatores transitórios causam oscilação no preço do petróleo, mas não logram uma mudança definitiva de seu patamar. São eles: estoques semanalmente divulgados de petróleo e derivados, conflitos militares, ameaças terroristas, danos inesperados na estrutura de produção e refino, problemas políticos em países produtores etc. Alguns desses eventos podem causar um dano mais grave e prolongado da estrutura de refino e produção,

mas a probabilidade de isso ser percebido rapidamente ou de realmente acontecer é baixa. Portanto, as notícias diárias sobre o movimento dos preços mascaram uma realidade estrutural mais permanente do setor petrolífero, que é a principal razão da alta dos preços e não mudará por um bom tempo.

Figura E2



Uma prova de que a alta dos preços de petróleo é mais estrutural é a forma como os preços à vista influenciam as expectativas de longo prazo, fenômeno não observado entre 1980 e 2003 e que se tornou verdadeiro a partir daí. São fatores estruturais: uma persistente elevada demanda, falta de capacidade ociosa, risco de ruptura na produção, dúvidas sobre a credibilidade das reservas declaradas, descompasso entre refino de óleo leve com uma tendência de produção de óleo pesado. Se o preço de petróleo cair por conta de uma menor demanda, essa queda será brutal e isso, por sua vez, só acontecerá no caso de uma recessão, o que descartamos como um cenário provável.

O cenário 3 pressupõe um choque de oferta negativo a partir de uma alta significativa do preço do petróleo. Esse cenário nos remete a mais um comportamento idiossincrático do mercado e a Charles Kindleberger, o pai da teoria das crises econômicas. Os mercados jamais precificam incertezas, apenas riscos, que, de acordo com a conceituação de J. M. Keynes, são eventos aos quais se podem atribuir probabilidades. Um exemplo de incerteza foi o ataque terrorista contra Nova Iorque, que jamais teria sido previsto. Portanto, um choque de oferta tem uma natureza imprevisível, e não se pode nem descartar a possibilidade de um perigoso recrudescimento dos preços de petróleo, assim como não se pode prevê-lo. Desse modo, o cenário 3 não é útil para a tomada de decisões nos investimentos. Lembrando que a temporada de furacões deste ano será amena (figura E3), o mais provável é que os preços do petróleo se mantenham no atual patamar de 70 a 75 dólares o barril, salvo algum fato inesperado.

Finalmente, o cenário 4. A desaceleração da economia norte-americana não é mais uma perspectiva, mas um fato já verificado nos dados do segundo trimestre do PIB e nos dados mais recentes de atividade. O motivo da desaceleração liga-se à queda do consumo privado, que responde por 70,4% do PIB. Essa queda, por sua vez, está relacionada com a desaceleração do setor imobiliário, cujos preços foram reduzidos pela alta de juros,

provocando um arrefecimento de todos os indicadores do setor e diminuindo a enorme formação de riqueza que vinha alimentando os gastos de consumo. Já vimos que a atual desaceleração do setor imobiliário não dá indícios de ser abrupta, afastando, portanto, o cenário de recessão. Há mais um motivo para concluir que existem razões para esperar uma queda gradual da economia nos EUA: a retomada dos investimentos, que está amortecendo o processo de queda do consumo. Num primeiro momento, a retomada dos investimentos (Figura E4) já contrabalança diretamente os componentes do PIB, mas depois, o impulso produzido no emprego e na renda dos trabalhadores deverá atenuar o impacto negativo da menor formação de riqueza, permitindo uma desaceleração suave da economia. Um último amortecedor da economia, não tão importante, é o crescimento mais forte do resto do mundo, cujo impacto positivo sobre as exportações líquidas, reduzindo o déficit comercial, acaba sendo também uma força contrária. A formação de estoques, por sua vez, tem sido feita num ritmo compatível com as vendas, não havendo acúmulo indesejável, que acabaria forçando uma queda na produção. Assim, tudo indica que a atividade nos EUA está em queda com amortecedores, evitando que degrida para uma recessão maior.

Figura E3

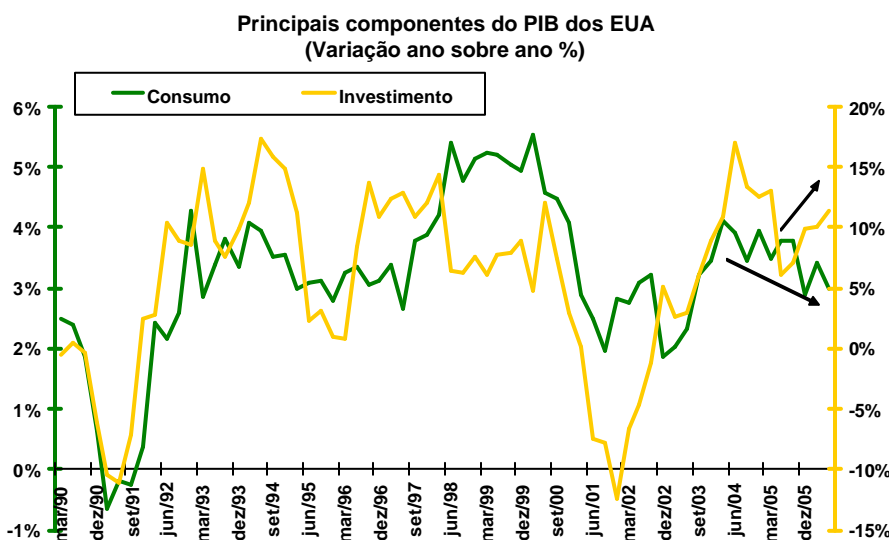
	estação normal	2005	2006			
			previsão em maio		previsão em agosto	
			mínimo	máximo	mínimo	máximo
# de tempestades	11	28	13	16	11	14
# de furacões	6	15	8	10	6	8
# de furacões categoria 3 ou maior	2	7	4	6	2	4
# de furacões cat.3 ou maior atingindo EUA		4				

Os dois últimos assuntos deste relatório são os desdobramentos do cenário norte-americano na economia global e os investimentos em face da profusão de teses divergentes sobre os erros e acertos dos juros e sobre as perspectivas futuras de atividade. Quanto ao primeiro, uma famosa frase de Lawrence Summers indicava a dependência do mundo em relação aos EUA: “a economia mundial é um avião voando com uma só turbina.” Essa turbina única – a maior economia do mundo – sustentava todos, levava a vôos mais baixos ou mais altos, e, se ela se quebrasse, o avião se espatifaria no chão. No entanto, indicadores econômicos do resto do mundo e principalmente dos países emergentes da Ásia, do Japão, do Reino Unido e da Eurolândia mostraram que, se os EUA fizerem um vôo mais baixo e não rasante, a turbina que estava desligada começa a funcionar e a sustentar o vôo num patamar mais alto. Em outras palavras, o mundo está se tornando menos dependente dos EUA como único fornecedor de demanda por bens finais e mais dependente, pelo menos gradualmente, das vendas internas e não das exportações. Apesar dessa boa notícia, a segunda turbina ainda depende de que a primeira, bem mais potente, continue bem, evitando panes e mesmo vôos rasantes; do contrário, o avião desce mesmo. O resto do mundo ajuda a sustentar a economia global se, e somente se, os EUA não caminharem para um cenário de inflação, estagflação ou recessão.

Posto isto, precisamos, antes de tudo, da confirmação de que os cenários norte-americano e global são favoráveis. Uma outra regra de funcionamento dos mercados é que os preços não são definidos

por nossas crenças individuais, mas por suas próprias teses. Portanto, se as atuais teses de mercado indicam dúvidas sérias em relação ao cenário base, apoiadas em dados econômicos que são continuamente divulgados, significa que os mercados tendem a ficar voláteis e com maior potencial de realização. No entanto, a constelação de dados deve se alinhar ao ponto de mostrar que nosso cenário base é o mais provável, o que será motivo de grande comemoração, mas não devemos esperar essa constelação ficar evidente para todos para decidir investir, pois, se isso acontecer, essa visão mais favorável já estará embutida nos preços.

Figura E4



Uma breve nota sobre economia como ciência e análise das teses reinantes

Apesar de os economistas acreditarem nisso, a economia não é uma ciência exata. Uma das variáveis mais importantes para indicar a tendência da Bolsa tem sido o ciclo econômico mundial (Figura E1), que, embora em menor grau e dependendo das condições de cada economia, acaba sempre influenciando os riscos e o futuro da nossa economia.

Já o ciclo econômico mundial depende crucialmente do comportamento de várias economias, de que a principal ainda é a dos EUA, que responde por um terço da economia mundial e é praticamente o único fornecedor de demanda por bens finais. A China continua sendo vendedora no comércio internacional e os EUA, o gerador de demanda, cujas compras são financiadas pelos vendedores chineses e por outros países (exportadores de petróleo) com enormes sobras de dólar.

Passamos a descrever e discutir duas teses que vêm sendo difundidas:

- 1) a economia mundial não é mais dependente dos EUA;
- 2) pela melhora dos fundamentos do Brasil na área fiscal, dívida, inflação e balança de pagamentos, o Brasil não depende mais da economia mundial.

A hipótese pela qual a economia mundial não é mais dependente dos EUA é contrária às evidências da ainda pesada relevância das exportações para as economias da Ásia e da Europa. Na Ásia,

inclusive o Japão, 50% do PIB são exportações. Há um deslocamento da demanda externa para a interna, mas ele é gradual e ainda pequeno, de modo que, se os EUA enfrentarem um cenário adverso, o mundo soçobrará junto. Dado que essa dependência é só um pouco menor do que antes, o mundo só se manterá num ritmo bom se os EUA enfrentarem uma desaceleração tão suave que mantenha seu crescimento perto do potencial. Assim, a primeira tese não é verdadeira, caso sobrevenha um cenário grave nos EUA.

O bom cenário brasileiro traçado a seguir depende do bom cenário mundial, embora essa dependência nem sempre seja explicitada pela maior parte dos analistas. O cenário brasileiro sempre pressupõe o externo, via câmbio e comportamento da balança de pagamentos, por onde entram todas as percepções dos investidores estrangeiros, seja na compra de ativos financeiros ou via investimentos diretos na economia, seja através do impacto da demanda externa sobre nossa balança comercial.

Para discutir a segunda tese, partiremos do princípio de que a economia mundial não irá bem, no caso de um malogro nos EUA, pois isso facilitará nossa análise. A economia padece do mal de não ter qualquer garantia de permanência dos resultados econômicos passados, mas, mesmo sendo apavorante, isso é enfrentado pelos economistas com inexplicável calma em relação às suas previsões sobre o futuro. Embora a crença dominante seja a de que os fundamentos da economia brasileira criaram imunidade em relação a crises globais, isso também só é verdadeiro dependendo do tamanho da crise. Numa crise severa, em que as economias norteamericana e mundial entrassem em recessão, todos os ganhos passados da nossa balança comercial cairiam para um patamar bem mais baixo, pela queda tanto das compras quanto dos preços das commodities. Do lado de fluxo de capitais, a aversão ao risco escassearia nossos financiamentos externos. Esses eventos afetariam a economia brasileira definitivamente, embora talvez num grau menor, por termos hoje menos dívida externa privada e por não termos mais dívida externa pública liquidamente. Menor também porque saneamos as contas públicas e preservamos a inflação, mas certamente sofreríamos um impulso negativo e a Bolsa cairia. Inevitavelmente e ao contrário da China, nós não temos folga fiscal para estimular, por meio da política fiscal, uma maior demanda no momento da crise. A China está preparada para usar sua folga fiscal, que é grande, para estimular os gastos, caso a economia mundial soçobre. O Brasil não tem essa salvaguarda e, se a balança de pagamentos contaminar o câmbio, tampouco será possível reduzir os juros, dado o impacto sobre a inflação. Quanto às políticas macroeconômicas (fiscal e monetária), há pouco a fazer, além de esperar passar o efeito da crise.

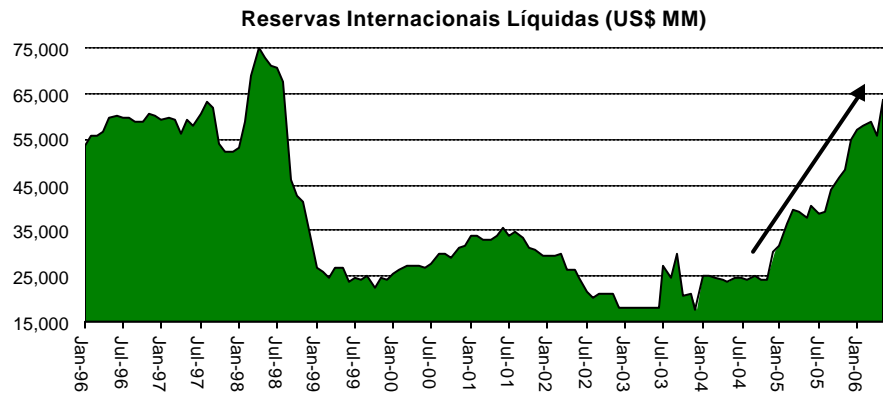
Neste momento, a hipótese de uma crise nos EUA e no mundo é muito improvável e, para o investidor, os mercados têm viés de curto prazo; qualquer preocupação que persista num prazo superior a seis meses não é embutida nos preços. Basta ver que, antes da crise energética de 2001, a Bolsa brasileira tinha subido 30%, mesmo a produção industrial tendo recuado naquele ano 7%. Assim, estamos otimistas com o cenário externo e, portanto, com o cenário doméstico também.

Economia Doméstica

Inflação? Quem falou em inflação?

Temos três temas correlatos interessantes para analisar este mês: o iminente fim do ciclo de redução de juros, a diferença entre 2004 e 2006, dois anos em que encerrou um ciclo desses, e a robustez da atividade.

Figura D1



Por trás da melhora do comportamento dos nossos mercados, quando comparados a outros países emergentes, está a forte redução da vulnerabilidade externa do Brasil. O país apresenta superávit em conta corrente, elevados superávits comerciais, diminuição significativa da dívida externa, tanto do setor público quanto do privado, acúmulo de reservas internacionais (Figura D1), melhora das expectativas de inflação, queda de juros, melhora do perfil da dívida interna e crescimento mais acelerado. Parte dessa melhora deve-se ao bom momento da economia internacional, que vem crescendo num ritmo forte por quase quatro anos consecutivos, sem grandes sinais de reversão à vista. A demanda oriunda da industrialização da China e da Índia alavancaram um setor no qual o Brasil tem vantagem comparativa: o de matérias-primas e commodities. Por isso, a relação de causalidade entre câmbio e balança comercial inverteu-se. Até 2002, o câmbio explicava com uma certa defasagem a balança comercial, e a apreciação da moeda em geral produzia uma queda do saldo. A partir de então, a apreciação cambial significativa foi acompanhada do inverso: uma elevação consistente e alta do superávit comercial.

Agora, é o excedente comercial que explica o câmbio, melhora a percepção de solvência externa e fiscal e atrai mais investimentos na balança de capitais, o que magnifica o processo de fortalecimento da moeda, garantindo-se, é claro, que haja um ambiente externo favorável, com baixa aversão ao risco e elevada liquidez internacional. Portanto, essa inversão de causalidade deixa bem claro que qualquer preocupação com a taxa de câmbio tem que estar relacionada à demanda externa dos países asiáticos como a China. Esses, por sua vez, não podem sofrer um choque econômico muito negativo dos Estados Unidos ou, se sofrerem choque, devem ser capazes de compensá-lo com políticas monetárias e fiscais ativas, mas dificilmente passariam ilesos por uma crise mundial. Como não é esse nosso cenário base, ao

contrário, não deve haver grandes mudanças na balança comercial ou de capitais que justifiquem uma revisão da nossa projeção de 2,15 reais por dólar no final do ano.

Se o cenário continuar benigno, deve haver razões para apreciações adicionais, no entanto, a elevação das importações com a robustez da demanda interna e a queda forte no fluxo de dólares na conta financeira, esperada para a segunda metade do ano, de acordo com dados do Banco Central, indicam que há pouco espaço para isso acontecer (Figura D2). Para os anos seguintes, também a melhor hipótese para o câmbio é de uma pequena variação, próxima à da taxa de inflação, considerando a perspectiva de preservação das boas condições de demanda internacional por nossos produtos e a fluidez na balança de capitais. Contribuem significativamente fatores ligados a estabilidade inflacionária obtida por uma boa política monetária e a melhora do perfil da dívida pública líquida total (Figura D3), cuja participação de papéis com componente prefixado supera 50% do total, e a dívida externa ou ligada à variação cambial foi mais do que zerada. Esse perfil da dívida melhora significativamente a eficácia da política monetária.

Figura D2

balanço de pagamentos - mercado atualizado com quadro 3 da nota para imprensa setor externo - notimp1						
balanço de pagamentos mercado (US\$ bi)	2005	jan-jun 2006	média até agora	média resto do ano	projeção	
					BC	aaam
					2006	2006
transações correntes	16,5	1,7	0,3	0,8	6,2	9,2
conta financeira (líquido)	6,2	13,7	2,3	0,2	14,8	14,8
hiato financeiro	22,7	15,4	2,6	0,9	21,0	24,0

Figura D3

Dívida Pública Líquida, Interna e Externa Composição por indexador (*)					
tipo	pré	TR	ind.preços	over Selic	câmbio
dez/02	8,41	1,38	8,45	30,62	51,15
dez/03	14,88	1,33	10,01	36,36	37,41
dez/04	20,93	2,20	12,03	42,15	22,69
dez/05	28,06	1,99	14,44	49,56	5,95
jun/06	35,90	1,88	20,34	43,49	(1,61)

(*) Ajustada ao swap

A menor ou nenhuma apreciação do câmbio no segundo semestre de 2006 revela que a queda maior que a esperada das taxas de inflação deveu-se a choques positivos e transitórios ligados ao câmbio, à boa safra agrícola e, no primeiro trimestre, à queda dos preços de commodities agrícolas. Os investimentos e o aumento da capacidade produtiva são a principal justificativa da redução de juros que vem sendo feita desde 17 de agosto de 2005, há praticamente um ano. O equilíbrio entre demanda e oferta determinado pela atividade é o indicador antecedente de inflação e, nesse sentido, após uma forte expansão de crédito, gastos governamentais, estímulo monetário, investimentos, todos

expandindo emprego, renda, massa salarial (Figura D4) e vendas, a economia brasileira acabou atingindo um ponto em que cresce ligeiramente acima do potencial (Figura D5), criando uma tendência de elevação da utilização da capacidade instalada. Nesse contexto, justifica-se uma cautela maior do BC e, dada a defasagem da política monetária sobre a atividade, que se estende por vários meses e continua positivamente empurrando a demanda para cima, e a necessidade de acompanhar a evolução dos investimentos e da ampliação da capacidade, é mais do que justificada uma pausa nos juros após a reunião de 30 de agosto. Assim, as taxas devem terminar 2006 em 14,5%.

Figura D4

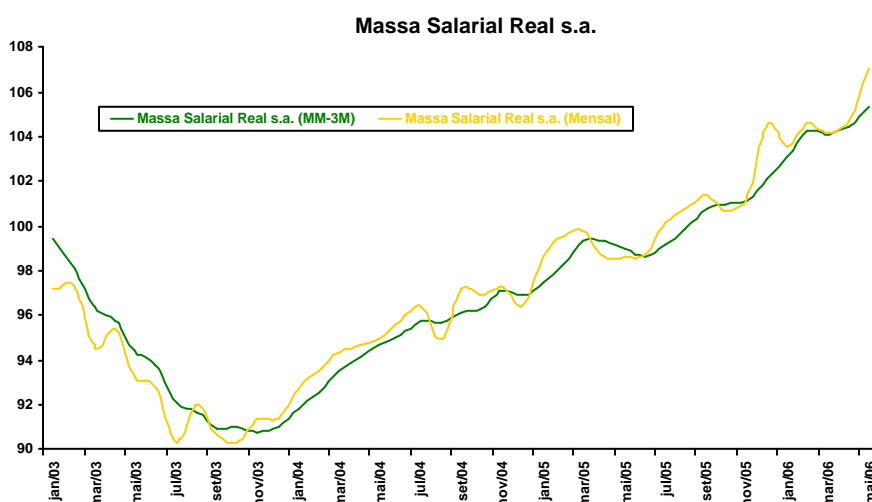
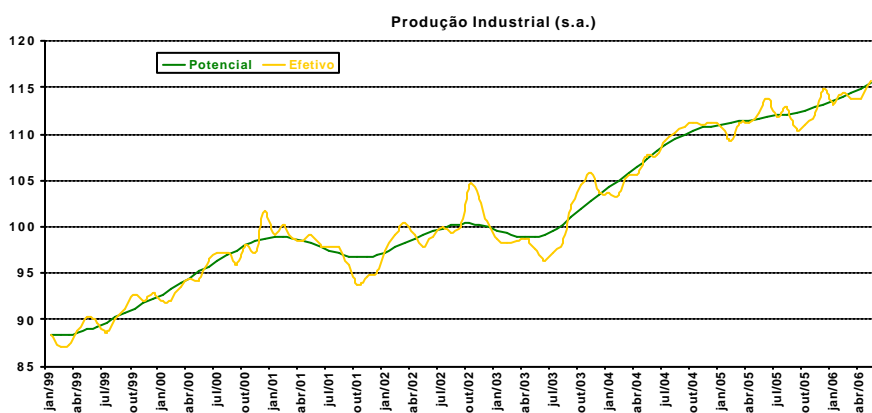


Figura D5



A diferença entre 2004 e 2006

Em 2003, houve alta de juros e, em 2004, queda. Em 2005, houve alta de juros e, em 2006, queda. Será que em 2007 a alternância praticamente anual entre alta e queda de juros irá se repetir, como um destino inescapável? A resposta a essa pergunta depende da situação de investimentos na economia. Em 2004, o boom estupendo das exportações, somado a outras forças de aceleração da demanda, pôs vários setores importantes praticamente acima de sua capacidade, esgotando a capacidade de atender qualquer volume adicional de compras. Em 2004, faltavam investimentos, ao passo que em 2006 a economia fortaleceu esse setor, como se vê

pela produção de bens de capital, pela importação de bens de capital e pelo crescimento da participação dos investimentos em percentual do PIB. Portanto, desta vez, muito provavelmente veremos um ciclo de redução seguido de outro, com as taxas recuando após uma pausa necessária de 14,5% para 12,5% já na primeira metade de 2007. As projeções de mercado apontam para 12%, o que permite otimismo também com o prognóstico da economia em 2007.

Mercado de Ações

Como esperado, durante o mês de julho, houve uma diminuição da volatilidade do mercado de ações, com uma valorização do Ibovespa de 1,37% no mês, acumulando uma alta de 11,75% em 2006. Para agosto, continuamos acreditando no retorno gradual do fluxo do investidor estrangeiro, na medida em que os dados da economia norte-americana reflitam um desaquecimento gradual, contrariando o temor dos investidores de uma estagflação.

Mercado de Renda Fixa

Julho foi marcado pela redução da volatilidade dos mercados e pela considerável recuperação do mercado de juros local, que voltou a precificar novos cortes na taxa Selic nas próximas reuniões do Comitê de Política Monetária. O contrato de DI mais negociado, o de janeiro de 2008, encerrou o mês cotado a 14,58%, contra um fechamento de 15,10% em junho. Esperamos que as taxas de juros continuem recuando em agosto, devido aos bons fundamentos da economia brasileira, embora ainda se devam acompanhar os indicadores econômicos norte-americanos que serão divulgados.

A balança comercial, que voltou a apresentar resultados expressivos em julho, concorreu positivamente para o mercado cambial, mas os leilões de compra de dólares feitos pelo BC evitaram a valorização da moeda brasileira. Assim, o dólar comercial encerrou o mês em alta de 0,55%, cotado a aproximadamente R\$ 2,18. Acreditamos que o fluxo de dólares continuará positivo em agosto, forçando o BC a novas atuações no mercado, a fim de evitar uma maior valorização do real frente ao dólar.

Projeções

INDICADORES MACROECONÔMICOS E PROJEÇÕES (*)

Última atualização 4/08/06	Projeções					
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIB Crescimento Real (%)	1,9	0,6	4,9	2,3	4,2	4,0
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	12,5	9,3	7,6	5,7	3,9	4,5
Inflação (IGPM/FGV) (%)	25,3	8,7	12,4	1,2	3,8	4,5
Taxa de Câmbio Média (R\$/US\$)	2,93	3,07	2,92	2,43	2,19	2,19
Taxa de Câmbio Final (R\$/US\$)	3,53	2,89	2,65	2,34	2,15	2,24
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	(7,6)	6,7	11,8	14,3	12,2	12,2
Saldo Comercial (US\$ bi)	13,2	24,8	33,7	44,8	41,8	41,8
Taxa de Juro Nominal Final do ano (Selic)	25,0	16,5	17,8	18,0	14,50	12,50
Taxa de Juro Nominal Média	19,2	23,2	16,2	19,0	15,3	13,5
Taxa de Juro Real (deflacionado pelo IPCA)	5,9	12,8	8,0	12,6	11,0	8,6
Dívida Pública (% do PIB)	55,5	58,2	51,7	51,6	50,7	50,8
Resultado Nominal do Setor Público (% do PIB)	10,3	3,6	2,5	3,1	1,2	(0,0)
Resultado Primário do Setor Público (% do PIB)	(3,9)	(4,25)	(4,59)	(4,84)	(4,25)	(4,25)

(*) As áreas sombreadas são projeções.

As informações contidas neste documento são publicadas apenas para auxiliar os usuários, não devendo ser utilizadas de forma autoritária ou em substituição ao exercício do julgamento próprio do usuário. Essas informações e opiniões foram compiladas ou obtidas junto a fontes consideradas confiáveis e em boa-fé, mas nenhuma representação ou garantia é dada acerca de sua exatidão, integralidade ou precisão. Este documento não é, e não deve ser interpretado como, uma oferta de venda ou solicitação de uma oferta de compra de qualquer título ou valor mobiliário. Todas as opiniões e estimativas nele contidas constituem nosso julgamento relevante nesta data e estão sujeitas a alteração sem aviso.