

ABN AMRO Asset Management

Relatório Econômico e Estratégico

Dezembro 2004

Brasil

Indicadores Novembro

Ibovespa (fechamento)

25.128

+ 9,0 % no mês

+ 10,3% no ano

IBX (fechamento)

7.240

+ 5,5% no mês

+ 21,3% no ano

S&P 500

1.130

+ 3,9% no mês

+ 7,0% no ano

CDI

+ 1,25% no mês

+ 14,48% no ano

Dólar

- 4,4% no mês

- 5,5% no ano

Paulo Werneck

Chief Investment Officer

Hugo Penteado

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

ECOECONOMIA (ECONOMIA SOCIOAMBIENTAL)

Os resultados socioambientais das exportações

A discussão sobre a expansão das exportações vem desconsiderando qualquer aspecto social (efeito sempre considerado benigno) ou ambiental, e o mesmo vale para nossa análise sobre crescimento econômico – uma de nossas maiores obsessões. A economia tem três mitos: 1) o sistema econômico é neutro para o meio ambiente (o motivo é epistemológico, relacionado à origem da ciência há 200 anos); 2) o meio ambiente é inesgotável (não tem embasamento científico, é uma hipótese ad hoc ligada à variável tecnológica, exógena aos modelos); e 3) todas as benesses sociais resultam da expansão econômica (também não resiste a uma simples avaliação empírica). Esses três mitos marcam a forma como ignoramos reiteradamente os impactos socioambientais do crescimento econômico e da expansão das exportações.

Segundo Washington Novaes em um de seus artigos, o nível de emprego do México caiu depois do Nafta e a devastação ambiental foi sem precedentes. Do mundo, já destruímos 75% das florestas temperadas e 67% das florestas tropicais; no Brasil, 57% do Cerrado, 95% da Mata Atlântica e 15% da Amazônia; os Estados Unidos e a Europa destruíram 99% das suas florestas naturais, o que, entre outras coisas, pôs a vida na Terra no maior processo de extinção dos últimos 65 milhões de anos. A devastação é contínua e a cada dia amanhecemos com menos natureza e mais poluição na Terra. Nem Kyoto reverterá esse processo, ainda que seguido por todos. Embora Kyoto seja um passo importantíssimo para uma economia socioambientalmente mais viável, seus efeitos serão neutralizados enquanto os três mitos da economia seguirem ditando as tendências das políticas governamentais, mesmo que todas elas sejam 100% ecoeficientes.

Os efeitos sociais das exportações precisam ser reavaliados, pois seu resultado sobre o meio ambiente é uma degradação irreversível, pela qual nenhum custo é cobrado. A ausência desse questionamento mais sério deve-se à assunção explícita ou implícita pelos economistas dos dois primeiros pressupostos acima – o de que o sistema econômico é neutro e o meio ambiente, inesgotável. Essa perspectiva convém a países que precisam suprir desequilíbrios ambientais através do comércio internacional, como China, Estados Unidos e demais países ricos. Exportam sua degradação ambiental para nossas fronteiras sem pagar nada por isso, pois, de acordo com o primeiro mito da economia, as exportações não podem gerar degradação ambiental, assim como a transformação do Cerrado e da Amazônia em monoculturas tem resultado ambiental nulo. Enfim, nosso sistema de preços não pode refletir algo que não acontece, pois, “na teoria”, o sistema econômico não provoca mudanças qualitativas definitivas no sistema natural...

Todas as recessões norte-americanas no pós-guerra foram precedidas por um choque de petróleo, exceto a dos anos 1960, causada por um choque de aço. É difícil entender por que eventos econômicos tão importantes ligados a choques de recursos naturais continuam sendo ignorados. A expressão “recursos naturais” – ou natureza – não ocorre nos livros-texto de economia e, quando ocorrem, é

com absoluto menosprezo. Pois bem, se não são relevantes, fechem-se os portos da China e dos Estados Unidos para todos os recursos naturais que eles recebem e recalculam-se seus PIB. Tudo à nossa volta é produzido com recursos naturais – o produtor primário é a natureza, e nosso maior capital é aquilo que já encontramos pronto. Somos meros transformadores de recursos, mas arrogamos o direito de dilapidar contínua e crescentemente o principal capital sem o qual nada existiria, incluindo nós mesmos e toda forma de vida.

Mais dia, menos dia, os economistas serão forçados a reavaliar os resultados sociais e ambientais do crescimento econômico e das exportações que recomendam, incluindo custos que no momento estão sendo empurrados para os governos e para as futuras gerações, socializados através dos impostos. Precisamos de uma ciência econômica mais social, que questione a falsa certeza pela qual as benesses sociais são decorrências automáticas do crescimento econômico. Essa falácia explica a pobreza das análises sociais da teoria econômica e nos mantém exclusivamente ocupados de nossa única obsessão: o crescimento econômico que tanto agrada aos nossos interlocutores.

ECONOMIA

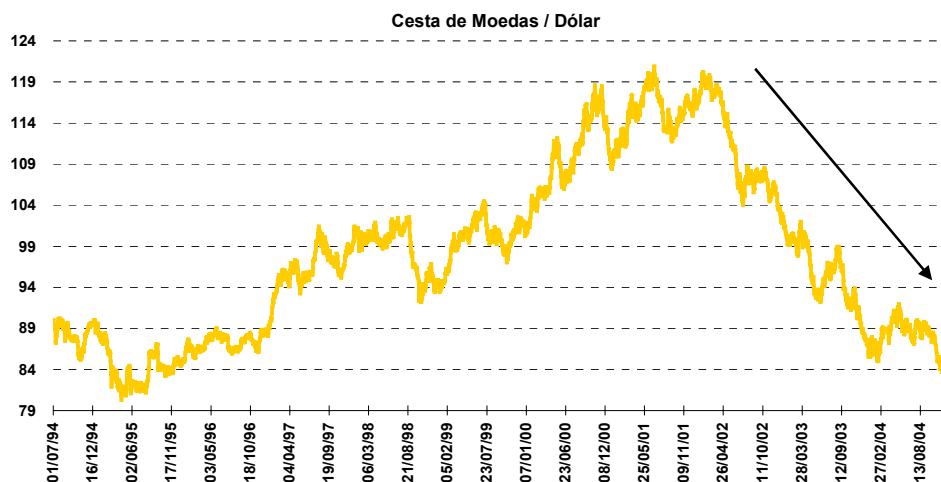
Perspectivas para a economia em 2005

Este texto tem duas partes. Na primeira, discute-se o mais importante evento do final de 2004 – a queda do dólar norte-americano. Na segunda, analisa-se o cenário doméstico. Para 2005, consideramos que a maior fonte de preocupação e risco é o cenário externo, pois o doméstico está bastante favorável.

Cenário mundial e queda do dólar: causas e efeitos

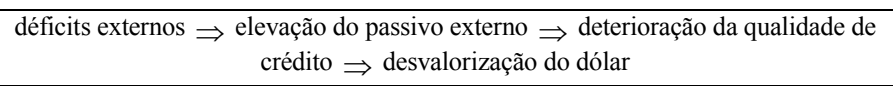
A *desvalorização do dólar norte-americano* vem acontecendo desde o final de 2001, mas, depois da reeleição de George W. Bush, intensificaram-se as preocupações (Figura 1). Um dos principais elos causais desse processo é a *política fiscal*, e a vitória de Bush tornou mais sombrio o prognóstico do déficit. Todos os textos sobre isso têm sido muito úteis para descrever o fenômeno, mas aqui procuraremos estabelecer relações causais que expliquem a queda do dólar norte-americano e, acima de tudo, se o movimento será gradual ou abrupto. Essa distinção é importantíssima para o cenário e para o processo de investimentos, posto que a variável mais importante para os mercados financeiros é o *crescimento econômico mundial*, e é provável que um movimento súbito de moedas internacionais ocasione uma *recessão mundial*. Esses temas serão melhor discutidos a seguir.

Figura 1 – Desvalorização do dólar norte-americano frente às seis maiores moedas mundiais



1) As causas da desvalorização do dólar norte-americano

A razão primeira, mas não única, para a queda do dólar tem sido o maior *déficit em transações correntes* da história dos Estados Unidos (Figura 2). Tendo em vista que o *passivo externo líquido* de qualquer país cresce na exata proporção do resultado da conta corrente, quando o resultado é positivo, a dívida cai e, quando é negativo, como no caso dos Estados Unidos, ela sobe. Os crescentes *déficits em conta corrente* têm elevado de forma insustentável o *passivo externo americano*, que também está num recorde histórico (Figura 2a). Então, há aí uma clara relação causal:



Os déficits externos em conta corrente provocam elevação do passivo externo e deterioração da qualidade de crédito, que acarreta um menor volume de financiamento e a exigência de um prêmio de risco maior – em outras palavras, uma elevação das taxas de juros dos títulos públicos (*treasuries*). De fato, os passivos externos norte-americanos atingiram 23% do PIB, a taxa mais elevada desde 1894, com 26% do PIB. A menor atratividade dos Estados Unidos como credor exerce também uma pressão sobre sua moeda, e isso é agravado pelas atuais condições de seu financiamento externo. Até o final de 1999, grande parte do financiamento dos Estados Unidos era privado e ligado a ações de companhias abertas e a um alto volume de investimentos diretos. Esses dois fluxos de financiamento entraram em colapso e foram substituídos por investimentos privados nos mercados de títulos, até que também esse fluxo minguou, sendo substituído pelo financiamento oficial de bancos centrais asiáticos. Entre fim de 2003 e início de 2004, a compra de reservas pelos bancos centrais praticamente se igualou ao déficit em conta corrente.

O problema agora reside no fato de o acúmulo de reservas internacionais por bancos centrais asiáticos ter ultrapassado muito o volume necessário para atender aos motivos de precaução. Essa compra excessiva de dólares reinvestidos em

treasuries foi muito mais para evitar o choque de moedas ou uma revalorização em relação ao dólar, o que acabaria comprometendo o desempenho de seus respectivos setores exportadores. A exportação ainda é crucial para o desenvolvimento econômico e para criação de empregos nessas economias. Isso é particularmente verdadeiro na China, cuja corrente de comércio responde por aproximadamente 75% do PIB e o país precisa criar 20 milhões de empregos ao ano. Por isso, é perfeitamente compreensível a relutância do governo chinês em abandonar o atual regime de câmbio fixo, e o mesmo vale para outras economias asiáticas. Uma possível menor demanda pelos títulos públicos americanos por parte dos bancos centrais reduziria o financiamento aos Estados Unidos e pressionaria o dólar para baixo, e o risco de uma ação não coordenada nesse mercado, além de tentativa de evitar perdas financeiras significativas nas posições acumuladas em dólar, poderia deflagrar um movimento abrupto da moeda, com conseqüências nefastas para toda a economia mundial. Quanto aos demais investidores, o financiamento pode até melhorar, mas, num ambiente de incertezas e de desaceleração econômica, o estímulo é baixo. Mais ainda, os investidores privados não pedirão um prêmio de risco adicional só pela deterioração da qualidade do crédito, mas também pelo risco inflacionário, pois, como se trata de um movimento ligado à depreciação cambial, o impacto sobre a inflação tende a ser negativo. De qualquer forma, se os investidores e os bancos centrais vão ou não perseguir uma ação coordenada depende das causas do déficit externo e das possíveis ações no sentido de minorá-lo no futuro. E disso dependerá a intensidade da queda do dólar, se gradual e abrupta.

Figura 2 – Déficit externo dos Estados Unidos

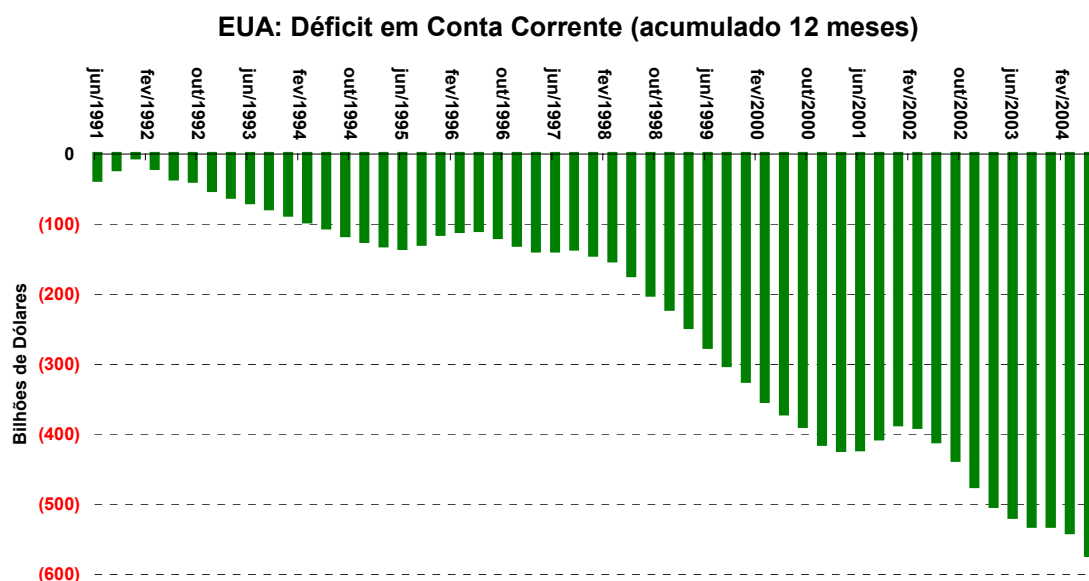
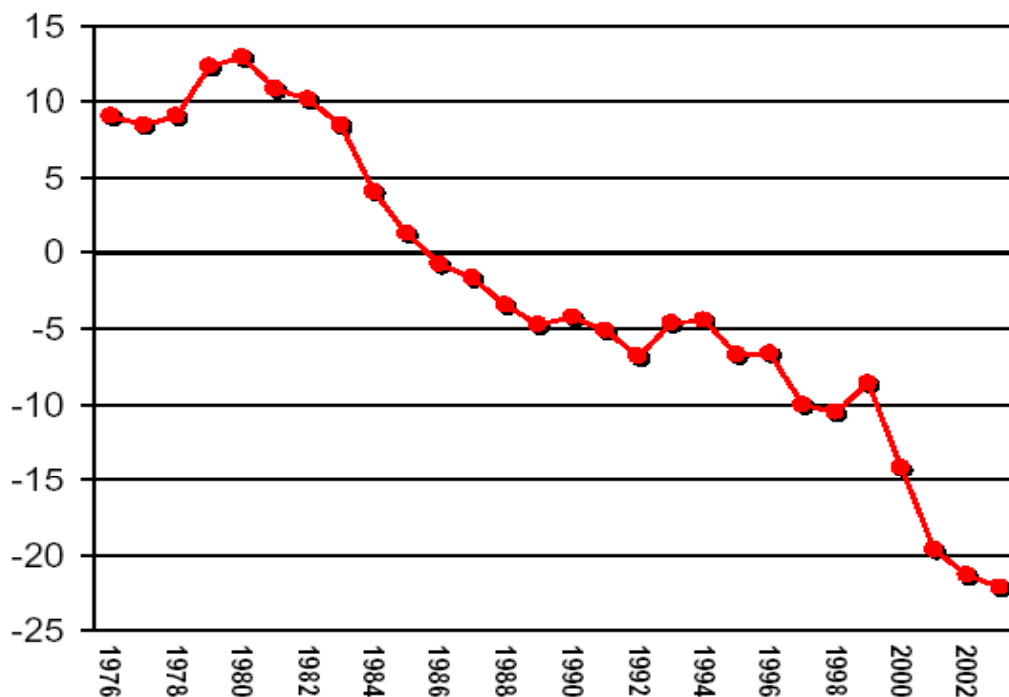


Figura 2a – Passivo externo líquido dos Estados Unidos (engloba setores público e privado), em percentual do PIB



2) As causas dos déficits externos

Voltando à relação causal apresentada no item 1:

déficits externos \Rightarrow elevação do passivo externo \Rightarrow deterioração da qualidade de crédito \Rightarrow desvalorização do dólar

Note-se que ela não pára aí, pois os déficits externos se igualam às poupanças líquida dos setores privado e público:

despoupança nacional (setores público e privado) = déficits externos

Assim, a queda vertiginosa da poupança do setor privado de 8% da renda pessoal disponível da década de 1980 para virtualmente 0% (0,2% é o último dado, de outubro de 2004) e a geração de déficits fiscais ineditamente altos durante o primeiro mandato de Bush são os fatores que explicam o déficit externo (Figuras 3 e 4). Em outras palavras, há um excesso de demanda (consumo, investimentos mais gastos de governo), bem acima da capacidade produtiva do país, que demanda hoje um financiamento diário de US\$ 1,6 bilhão de dólares (sem considerar a amortização da dívida norte-americana). Nesse ambiente, uma mudança no padrão de poupança e consumo dos Estados Unidos e do resto do mundo implica inevitavelmente a queda do dólar. Na verdade, nesse aspecto, essa queda é efeito – e não causa – do processo. Trata-se de um subproduto de mudanças na poupança e na produtividade, os reais fatores explicativos do desenrolar do processo daqui por diante.

Figura 3 – Poupança interna privada

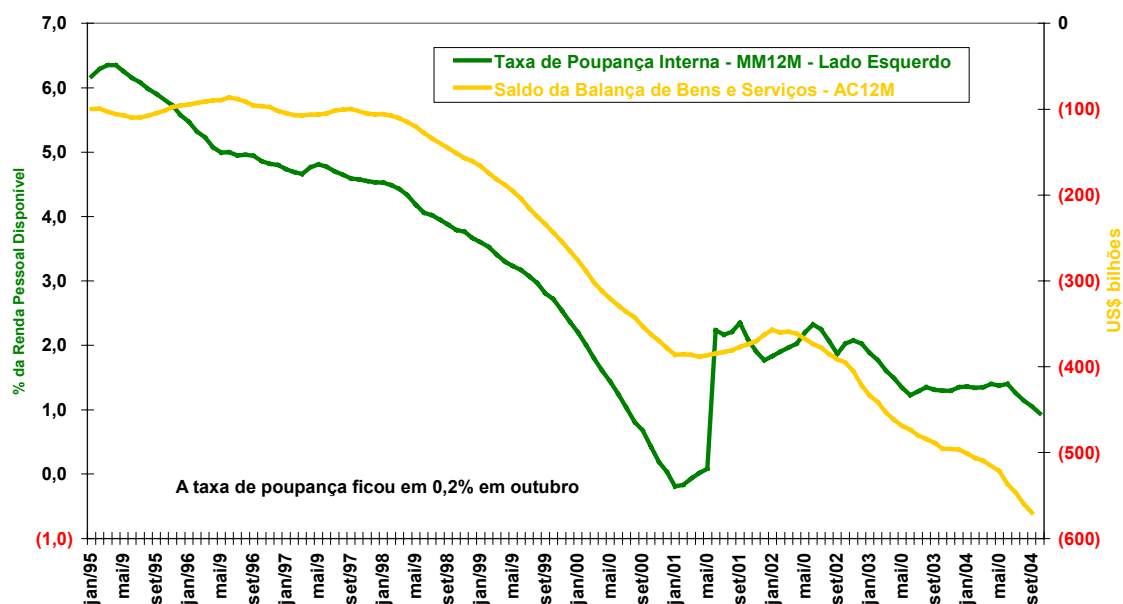
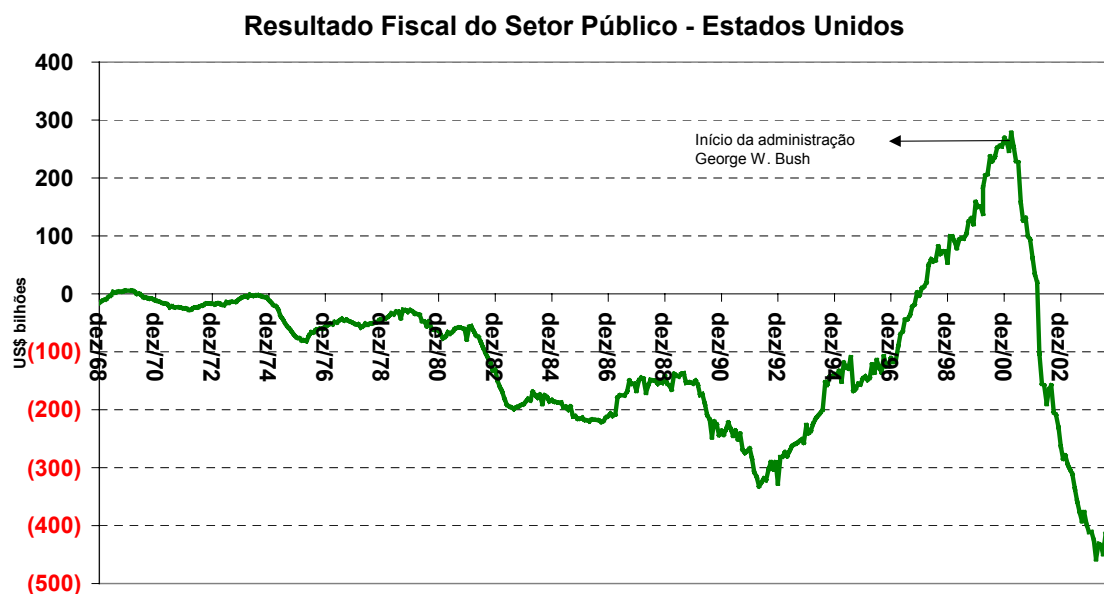


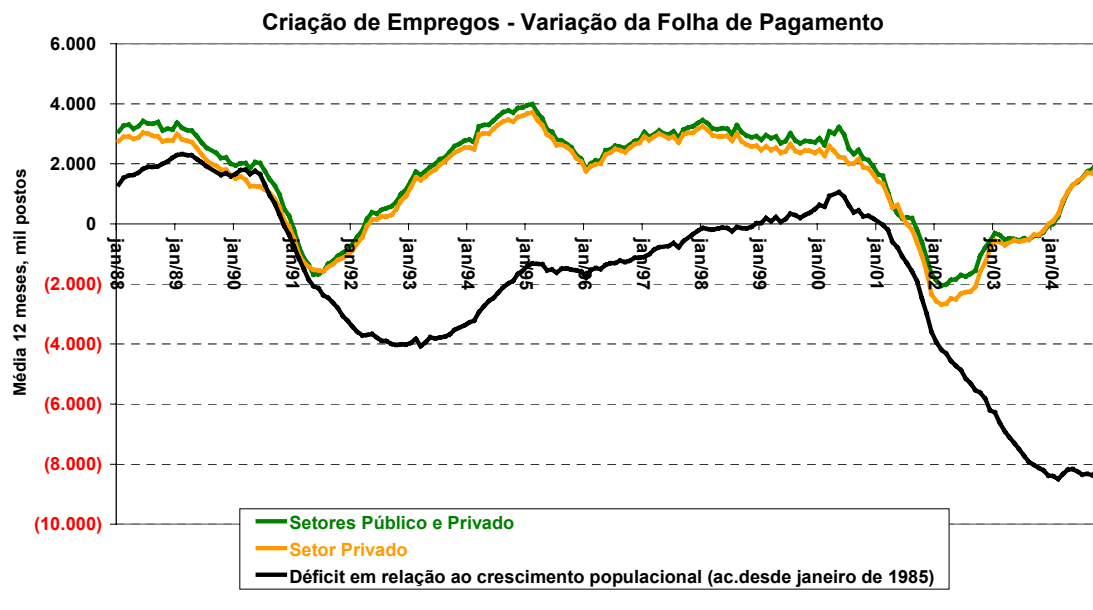
Figura 4 – Poupança do setor público



3) Os efeitos ligados à deterioração da qualidade do crédito

A deterioração da qualidade de crédito pode ser vista no endividamento maior das instituições norte-americanas. Tanto o setor público quanto as famílias estão particularmente endividados. As empresas fizeram um forte ajuste nos custos – via redução de mão-de-obra – e estão com os balanços bem saudáveis, embora, sem estímulo de demanda e ainda com uma capacidade ociosa maior que a da recessão de 1991, o estímulo para contratar pessoal e para investir seja um dos menos intensos num processo de recuperação cíclica como o dos Estados Unidos desde final de 2002 (Figura 5).

Figura 5 – Contratação nos Estados Unidos menor que o crescimento da força de trabalho



Assim, o consumo norte-americano vem se mantendo em patamares elevados, num processo em que a recuperação da renda e do trabalho foi uma das mais lentas dentro de uma recuperação cíclica econômica desde a II Guerra Mundial (Figura 6). No caso das famílias norte-americanas, já se pode antecipar o efeito de uma *possível* desvalorização descontrolada da moeda, com queda forte dos *treasuries*: devido ao alto endividamento (Figura 7), haveria um forte ajuste para baixo no consumo privado, atualmente 71% do PIB. Além do fraco mercado de trabalho e da baixa utilização da capacidade instalada, essa é uma das razões que explicam a lenta elevação de juros pelo FED. Nessas condições, não há inflação de demanda, e a elevação dos juros é muito mais para reduzir esses desequilíbrios do que para reduzir a inflação.

Num ambiente de crescimento da renda menor que o dos gastos, o consumo privado vem se mantendo alto devido ao estímulo dado pelos juros reais excepcionalmente baixos, barateando o crédito, expandindo o endividamento e paralelamente permitindo ganhos de riqueza financeira em operações ligadas ao setor imobiliário. Portanto, o nível elevadíssimo de gastos, a forte redução da poupança, os juros reais negativos (Figura 8) e a bolha nos preços do setor imobiliário, fenômenos não exclusivos dos Estados Unidos, mas observáveis em várias economias, são uma série de distorções que tendem a magnificar qualquer mudança abrupta do dólar, embora por si sós não possam ser consideradas deflagradoras ou causas desse movimento. A distinção entre variáveis-causa e variáveis-efeito é importantíssima para se avaliarem os potenciais riscos do cenário externo.

Figura 6 – Renda versus Consumo

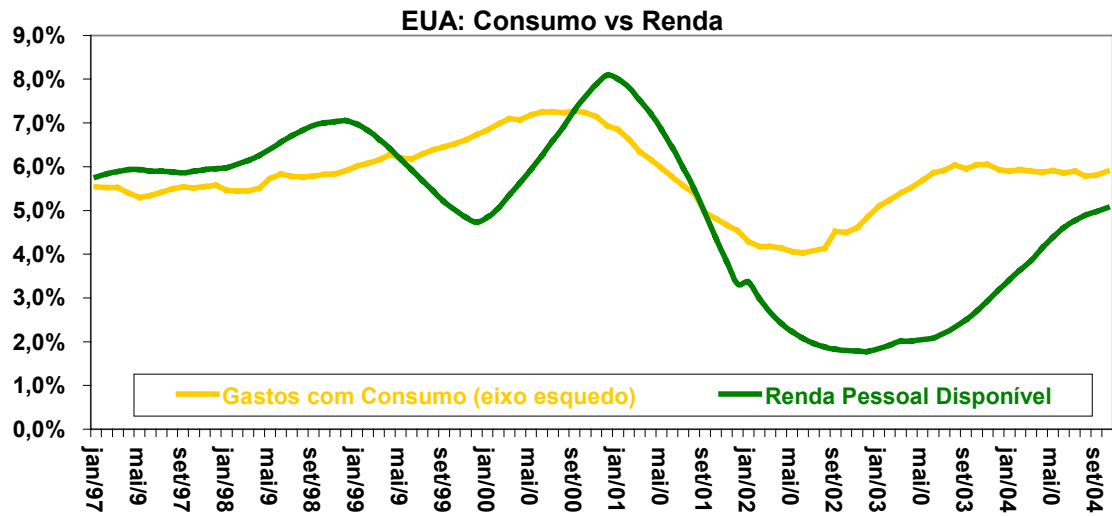


Figura 7 – Endividamento das famílias americanas

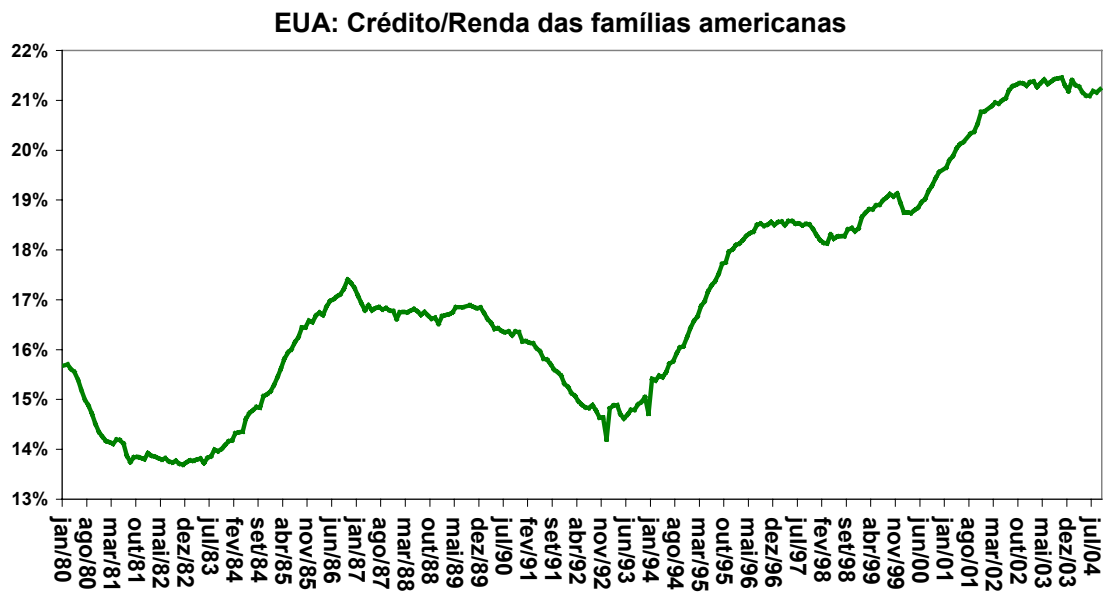
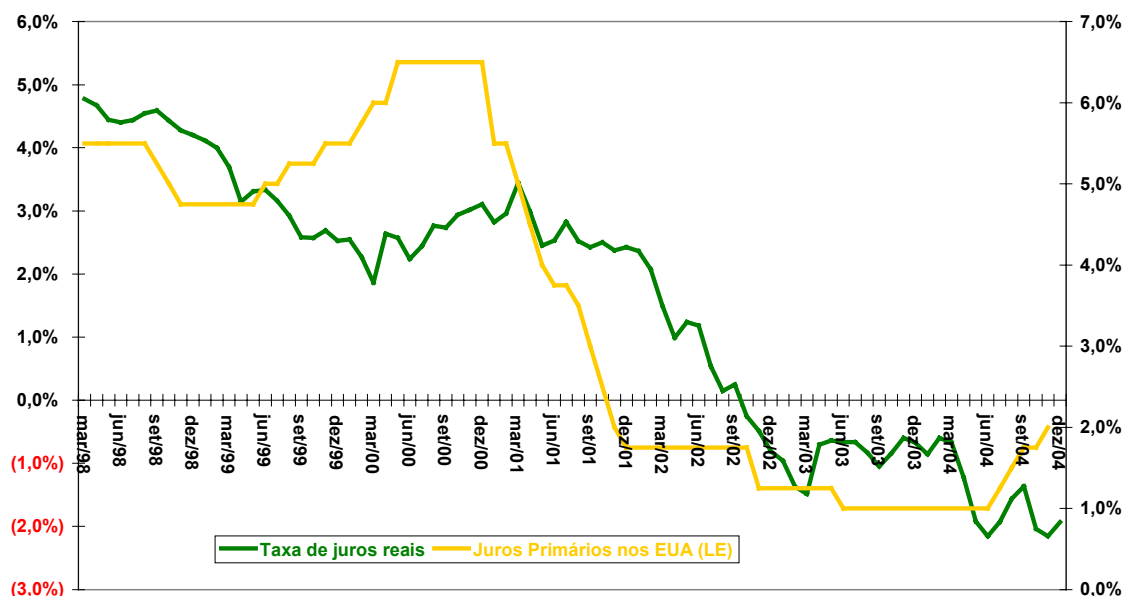


Figura 8 – Juros reais negativos



4) Desvalorização do dólar será abrupta ou gradual?

Essa é a pergunta que queremos responder, uma vez que um movimento abrupto de moedas – deflagrado pela decisão de se reverter parte das reservas em dólar para outras moedas e por uma grave diminuição do fluxo de financiamento em face de um déficit externo crescente – acabaria provocando uma recessão mundial, por uma série de motivos: consumidores norte-americanos muito alavancados, bolha do setor imobiliário em várias economias importantes – e não só nos Estados Unidos – e, por falta de tempo, ausência de compensação global dos setores de bens não comercializáveis no resto do mundo.

Essa mudança no padrão de financiamento norte-americano não ocorrerá isoladamente – será preciso observar a relação de causalidade apresentada acima para responder quando e como isso pode acontecer e, no final, se irá realmente acontecer:

$$\text{despoupança nacional} \Rightarrow \text{déficit externo} \Rightarrow \text{queda do dólar}$$

Com essa equação bastante simples e ignorando todos os outros aspectos fartamente explorados na mídia e mesmo em textos acadêmicos – em que parâmetros de endividamento e condições de financiamento nefastas são extensamente estudados –, é fácil concluir que, se a maior contribuição para a despoupança nacional deriva atualmente do setor público, o futuro da política fiscal norte-americana determinará as expectativas favoráveis ou não em relação aos déficits externos e o efeito disso – se a queda do dólar será gradual ou abrupta.

Não podemos ignorar também que, se não puder ser feito pelo setor público, parte do ajuste terá que ser coberta por uma mudança no nível de poupança interna no setor privado, visto que, dos atuais (0,2%) para os patamares históricos médios (8%), há um longo caminho a ser percorrido, com uma repercussão inequívoca e positiva sobre o comportamento dos déficits externos. Dada sua representatividade na economia global, a elevação da poupança dos Estados Unidos deve ser acompanhada de uma redução de poupança no resto do

mundo ou, em outras palavras, de uma elevação de demanda por bens não comercializáveis fora dos Estados Unidos.

Essas duas variáveis – juntas ou separadas – determinarão o nível de gradualismo do movimento do dólar: *o crescimento do setor não comercializável no resto do mundo mais rápido que o da economia norte-americana e a política fiscal do segundo mandato de Bush*. Ambas as variáveis estão indefinidas, posto que a Eurolândia e a Ásia ainda mantêm uma política monetária e cambial voltada para preservar o estímulo da demanda externa, em detrimento de uma recuperação centrada nos mercados domésticos de bens não comercializáveis. Sobre a política fiscal norte-americana, há uma boa notícia, que mostra que o novo governo está preocupado com os déficits fiscais: aprovou-se uma lei que determina o aumento de apenas 1% dos gastos nos próximos anos (exceto a defesa). Uma elevação tão pequena mostra que, ao contrário do que se pensava, o governo Bush deve estar ciente do risco da continuidade de déficits fiscais crescentes para as economias norte-americana e global. Assim, o atual cenário-base aponta para um movimento gradual do dólar, através de uma ação coordenada, fundado na expectativa de redução dos déficits fiscais. Isso é positivo para mercados emergentes e para o Brasil, pois, apesar de poder significar um menor crescimento mundial, a queda do dólar exige dos investidores a busca de mercados para compensação. Um bom candidato, até pelo bom momento da sua economia, é o Brasil.

5) Riscos e efeitos da desvalorização do dólar

O primeiro risco é o comportamento dos mercados frente a uma possível revisão para baixo nas projeções de crescimento do PIB mundial. A OCDE baseou suas projeções numa pequena elevação das taxas de juros dos *treasuries* para 4,7% em 2004 e para 5,3% em 2005. Outras premissas adotadas foram a estabilidade do dólar norte-americano – surpreendente – e um preço médio para o petróleo em 2005 bem abaixo dos atuais patamares (o FMI trabalha com 37 dólares WTI Texas). Tendo em vista essas hipóteses, o risco é o de uma revisão para baixo nas projeções de crescimento mundial, em razão de uma queda mais intensa do dólar norte-americano.

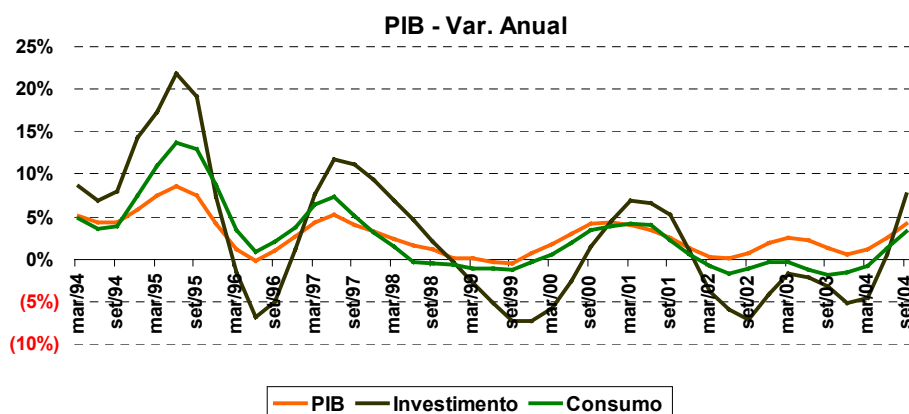
Além desse risco, uma queda na demanda interna norte-americana – principalmente no consumo privado, por conta de uma fraca criação de trabalho – não acompanhada por uma elevação da demanda no resto do mundo em setores não comercializáveis pode deprimir muito a situação econômica mundial. O efeito dessa desaceleração econômica maior tende a ser negativo para a alocação em ações no Brasil. No universo de países emergentes, tende a ser mais desfavorável para a Ásia e o México do que para a América Latina e o Brasil.

Cenário doméstico: rumo ao crescimento sustentado

O crescimento real do PIB no terceiro trimestre de 1,04% em comparação com o segundo trimestre e de 6,25% em relação ao mesmo período de 2003 trouxe boas perspectivas para o crescimento deste ano, que deverá ficar em 5,2%. Apesar desses números fortes, o principal é a confirmação de que o investimento está crescendo de forma sustentada. A formação bruta de capital fixo cresceu nada menos do que 20,61% (variação trimestre sobre mesmo trimestre do ano passado), bem acima dos demais agregados da economia, em especial o consumo e o gasto do governo (Figura 9). Com esse bom resultado, reduziram-se as preocupações para 2005 com o hiato do produto e a possibilidade de inflação de

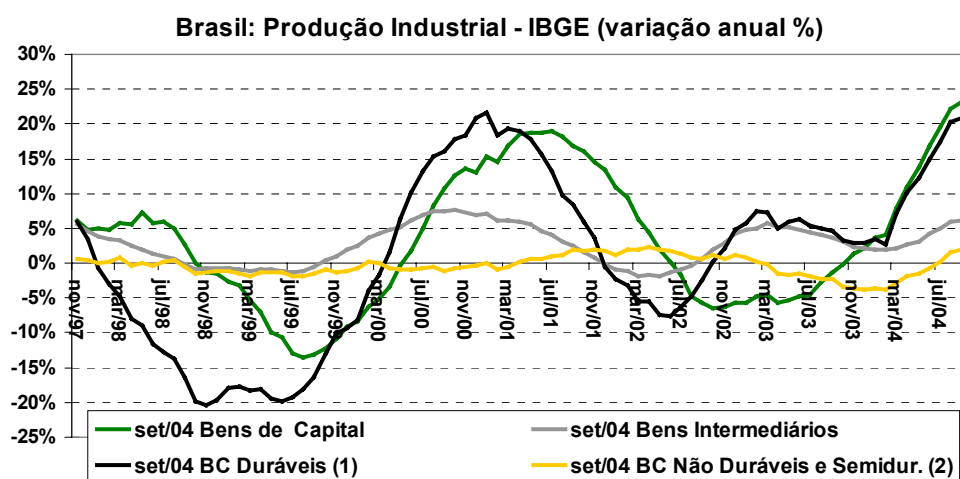
demanda, embora esses riscos ainda estejam presentes – não se podem esquecer os elevados patamar dos núcleos de inflação e nível de utilização da capacidade instalada.

Figura 9 – Taxa de Crescimento Real do PIB



As condições do mercado de trabalho continuaram melhorando no mês passado, com aumento da criação de empregos e queda da taxa de desemprego. Diante desse cenário favorável, a expansão da massa salarial tem apresentado crescimentos significativos, o que tem gerado picos históricos no índice de confiança do consumidor, beneficiando o setor de bens de consumo semi e não duráveis desde o primeiro semestre deste ano (Figura 10). Esse comportamento da economia mostra que, no próximo ano, os setores líderes deverão estar mais ligados aos mercados domésticos e à demanda interna do que ao comércio exterior.

Figura 10 – Produção industrial

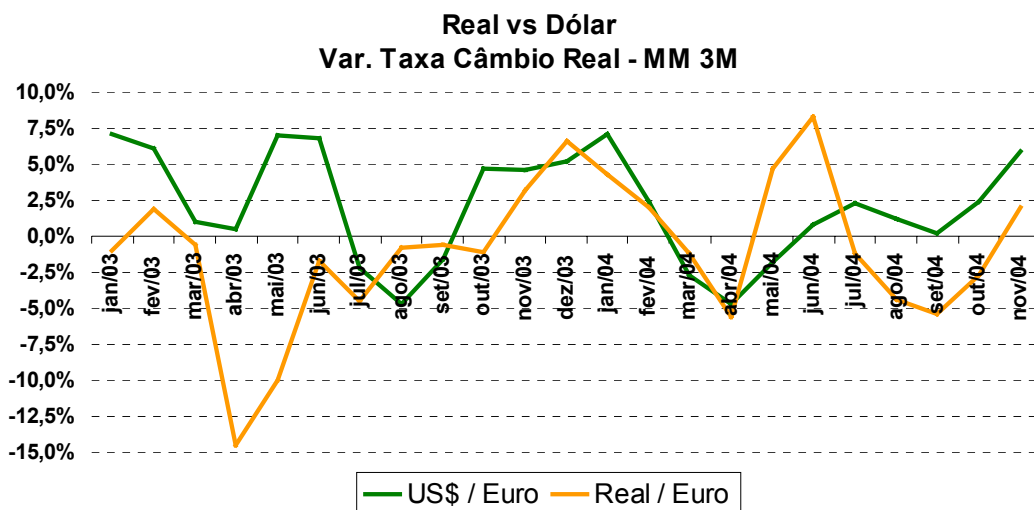


No segundo semestre de 2003, teve início a retomada da atividade econômica a partir do estímulo monetário (queda dos juros de 26% a.a. para 16% a.a.), expandindo os setores ligados ao crédito e aos investimentos, além de uma excepcional contribuição do setor exportador. Neste segundo semestre, a expansão começou a estimular setores ligados à demanda doméstica a partir da recuperação da massa salarial e do mercado de trabalho. No final do ano, esse ciclo de recuperação gerou uma rápida ocupação da capacidade instalada da economia, tornando o ambiente favorável para o repasse das pressões dos preços do atacado aos índices de preços ao consumidor. Assim, o Banco Central (BC)

tem elevado a taxa Selic para evitar que se concretize esse processo de inércia inflacionária. Por estarmos na segunda fase da expansão – ligada ao mercado de trabalho e não caracterizada pela expansão do setor ligado ao crédito e aos investimentos –, o impacto do aumento dos juros sobre a economia tende a ser reduzido.

A boa notícia é que, a partir dos últimos aumentos da taxa Selic e da sinalização do BC de que perseguirá a meta ajustada de 5,1%, vêm caindo as expectativas de inflação do mercado, tendência que deve continuar, principalmente se perdurar o fenômeno mundial da desvalorização do dólar (conforme texto de cenário externo). No entanto, nesse processo de ajuste das contas norte-americanas, acreditamos que o real deverá apresentar menor valorização que o euro, como já vem ocorrendo (Figura 11), em função da maior importância da Europa para a pauta comercial dos EUA do que o Brasil. Nesse cenário, podemos esboçar algumas perspectivas sobre o impacto da desvalorização do dólar sobre o Brasil.

Figura 11



Considerando que parte do ajuste norte-americano deverá vir por meio da desvalorização do dólar, isso deve gerar pressões inflacionárias e a necessidade de um maior aperto monetário pelo FED. Com a melhora dos termos de troca e os juros mais altos, a demanda doméstica deverá se reduzir e a atividade econômica do país deverá voltar-se para as exportações. A China, que tem e deve manter a taxa de câmbio relativamente fixa, também conseguirá um aumento da competitividade através da desvalorização de sua moeda contra as demais moedas do mundo (exceto o dólar). Assim, esses dois países devem aumentar suas exportações líquidas e, conseqüentemente, precisarão de maior quantidade de insumos primários, favorecendo países exportadores de *commodities* como o Brasil.

Por outro lado, com a piora dos termos de troca da Europa e do Japão (valorização do euro e do iene), o poder de compra desses países deve aumentar, elevando a demanda por bens de consumo finais. Aceitar a hipótese de maior valorização do euro do que do real implica que, em relação ao euro, o dólar tende a se desvalorizar mais que o real. Isso leva a crer que o Brasil deverá perder mercado de bens finais na Europa e no Japão para os EUA e a China, mas a queda das exportações para a Europa e para o Japão deve ser compensada pelo possível ganho com os EUA e a China.

Em suma, a tendência de valorização do real frente ao dólar deve ter três efeitos diretos sobre a economia doméstica:

- 1) Redução da inflação esperada para 2005 e, conseqüentemente, a possibilidade de se afrouxar o aperto monetário (nosso modelo de projeção de inflação mostra que, com uma taxa de câmbio em R\$ 2,75/US\$ e a Selic em 17,25% a.a. até o final do próximo ano, o IPCA esperado para 2005 converge para próximo a meta de 5,1%);
- 2) A projeção de balança comercial não deve apresentar mudanças significativas para o próximo ano (atualmente, nossa projeção está em US\$ 26 bilhões para 2005, e a queda projetada em relação a 2004 deve-se quase exclusivamente à desaceleração econômica mundial);
- 3) A estabilidade de preços, com crescimento econômico e expectativa de valorização cambial, deve atrair capital externo.

Assim, mantemos nossa visão de que o cenário doméstico deverá continuar favorável em 2005, tanto pela continuidade da forte atividade, quanto pela redução das expectativas de inflação. O principal risco é um ajuste norte-americano maior e mais rápido, que poderá comprometer o crescimento mundial do próximo ano, afetando as condições financeiras dos países emergentes, entre eles, o Brasil.

POLÍTICA

Apesar de as atividades estarem paradas em relação ao andamento das reformas microeconômicas no Congresso, 2004 deve terminar muito bem para o presidente e seu governo. Em seu segundo ano de mandato, o presidente Lula está com a popularidade alta e é o candidato mais provável para ganhar as eleições presidenciais de 2006. No tocante às reformas, podem ser aprovadas a Lei das Falências e das parcerias público privadas (PPP) antes do final do ano.

De negativo, há a possibilidade de o PMDB deixar a coalizão governamental, decisão que está sendo aguardada com ansiedade. Para evitar isso, o governo já sinalizou uma reforma ministerial através da qual dará mais espaço à oposição em detrimento de seu próprio partido, o PT. Caso o comitê executivo do PMDB decida pela não realização da convenção do partido, aumenta a probabilidade do PMDB continuar na base aliada do governo – 20 de 23 senadores e 49 de 76 deputados são favoráveis a que o partido fique na base.

Apesar de um começo de ano repleto de dúvidas quanto ao crescimento da economia, do escândalo de fevereiro e de quedas de popularidade, esse quadro negativo foi revertido e o ano termina bem para o governo. As reformas pendentes não têm a mesma urgência das reformas tributária e da Previdência do ano passado. O atraso ou a não aprovação dessas reformas tende a ter efeito nulo sobre o sentimento dos mercados.

MERCADO DE AÇÕES

Em novembro, o Ibovespa médio apresentou uma alta de 8,64 % e IBX50 médio uma alta de 5,59% acumulando no ano +12,46 % e + 17,29 %, respectivamente. A boa performance do Bolsa foi fruto de uma conjunção de fatores domésticos positivos (queda do preço do petróleo, valorização cambial, resultados de empresas, entre outros), além do forte fluxo de recursos de estrangeiros, que após meses de fluxos negativos voltaram às compras. Os setores com destaque

positivo de performance no mês foram siderurgia, mineração e telecomunicações.

Um evento específico que ocorreu no início de dezembro foi o leilão de energia velha. O preço da energia saiu abaixo das expectativas do mercado, afetando negativamente as ações do setor elétrico que tem um peso relevante no índice. O fato positivo desse evento é que as estimativas de inflação para 2005 podem ser revisadas para baixo. No curto prazo os indicadores macroeconômicos domésticos e resultados positivos das empresas, somadas à visão de um ajuste gradual da economia americana dão um tom mais otimista em termos de desempenho do mercado.

MERCADO DE RENDA FIXA

Continuando a trajetória de aumentos, o Copom elevou a taxa Selic de 16,75% a.a. para 17,25% a.a. em novembro. Na ata do Copom divulgada no dia 25 do mês passado o Banco Central fortaleceu seu objetivo de alcançar a meta ajustada de 5,10% para o IPCA em 2005. Após três rodadas de altas na taxa Selic (setembro, outubro e novembro), alguns fatores começaram a contribuir para a queda da expectativa de inflação para 2005, que hoje está em 5,80% (segundo pesquisa do Banco Central), são eles; a valorização do Real, a queda do preço do petróleo, a queda dos preços internacionais das principais commodities agrícolas e a elevação da taxa de investimento. Porém, o impacto desses fatores na economia é demorado e de difícil previsibilidade. Assim, acreditamos que na reunião de dezembro, o Copom preventivamente ainda elevará a taxa Selic para 17,75% a.a..

A expectativa de desvalorização do dólar no mercado internacional deve contribuir para a entrada de recursos externos para o mercado doméstico e, conseqüentemente, ajudar na apreciação do Real. No entanto, as compras programadas do Tesouro Nacional e as intervenções do Banco Central no mercado de câmbio deve apenas amenizar a velocidade da apreciação cambial, que tende a ocorrer mais lentamente do que as outras moedas.

Indicadores Macroeconômicos e Projeções (*)

Última atualização 13/12/04	Projeções			
	2002	2003	2004	2005
PIB Crescimento Real (%)	1,9	0,5	5,2	3,0
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	12,5	9,3	7,4	5,2
Inflação (IGPM/FGV) (%)	25,3	8,7	12,7	4,5
Taxa de Câmbio Média (R\$/US\$)	2,93	3,07	2,92	2,90
Taxa de Câmbio Final (R\$/US\$)	3,53	2,89	2,80	2,95
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	(7,7)	2,0	12,7	2,0
Saldo Comercial (US\$ bi)	13,1	24,8	33,2	26,0
Taxa de Juro Nominal Final do ano (Selic)	25,0	16,5	17,8	16,5
Taxa de Juro Nominal Média	19,2	23,2	16,2	17,9
Taxa de Juro Real (deflacionado pelo IPCA)	5,9	12,8	8,2	12,1
Dívida Pública (% do PIB)	55,5	58,2	54,7	55,9
Resultado Nominal do Setor Público (% do PIB)	10,3	3,7	2,3	3,0
Resultado Primário do Setor Público (% do PIB)	(3,9)	(4,37)	(4,50)	(4,50)

(*) 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.