

Indicadores Novembro

Ibovespa médio

41.809

+ 7,00% no mês

+ 25,70% no ano

IBX médio

13.602

+ 7,66% no mês

+ 27,28% no ano

S&P 500

1.400,63

+ 1,65% no mês

+ 12,20% no ano

CDI

+ 1,02% no mês

+ 13,91% no ano

Dólar = \$ 2,1668

+ 1,11% no mês

- 7,43% no ano

Eduardo Castro
Chefe de Investimentos

Hugo Pentead
João Mamede
Economia e Estratégia

Pedro Villani
Eugênia Buosi
Investimentos Socialmente Responsáveis

Gilberto Nagai
Cláudia Komamura
Cláudio Delbrueck
Daniel Pasquali
Eduardo Mendonça
Michela Aimar
Mônica Mardo
Sandra Petrovsky
Paschoal Paione
Gestão Renda Variável

Cal Constantino
Jose Malavasi
Ricardo Rossi
Sidney Uejima
Gestão Renda Fixa

Sylvio de Castro
Gabriela Arashiro
Gustavo Taouil
Nathalie Ricconi
Renato Santaniello
Alocação de Ativos

Área de vendas
55 11 3174 6166

Ecoeconomia

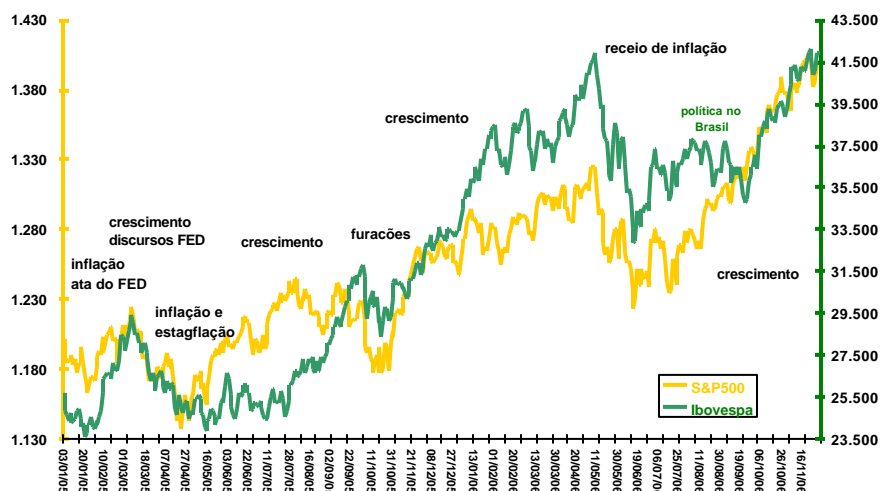
Este mês, excepcionalmente, deixaremos de publicar a nota sobre Economia socioambiental.

Economia externa

Desaceleração suave versus risco de queda das ações nos EUA (S&P) e do dólar norte-americano

A elevada correlação do S&P, um dos principais índices de ações dos Estados Unidos, com o Ibovespa deve continuar sem salto qualitativo na política fiscal, na inflação, nos juros ou no crescimento do Brasil. Em outras palavras, o mercado acionário brasileiro pode ser afetado por uma realização das ações nos Estados Unidos e a recente forte elevação do S&P aumenta o receio de haver uma reversão, com reflexo negativo sobre o Ibovespa (Figura 1). A festa pode acabar?

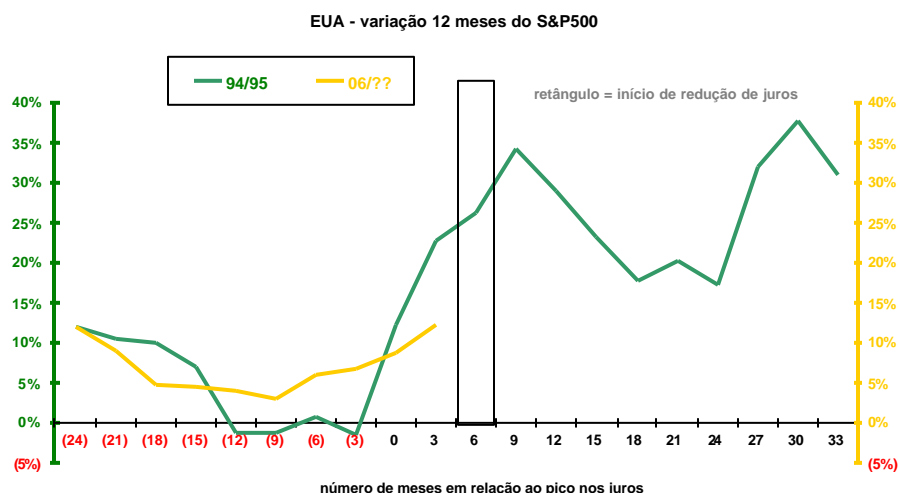
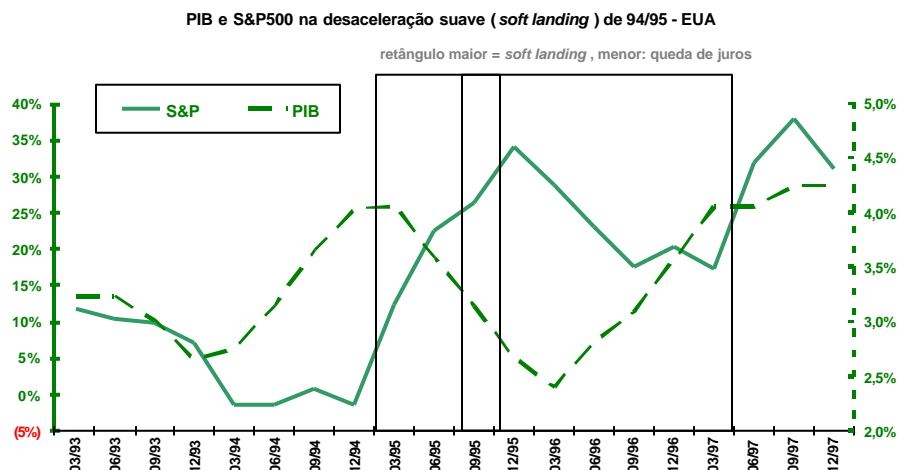
Figura 1



Alguns argumentos antecipam uma provável queda do S&P. Um deles é a possibilidade de a desaceleração ora em curso na atividade dos EUA não ser refletida por esse mercado, embora esteja sendo prevista com precisão pelos mercados de renda fixa. A comparação de diferentes períodos históricos é um método amplamente utilizado, e o último período de desaceleração suave da economia norte-americana (1994/95) ajuda a entender o que está acontecendo e o que pode acontecer num futuro próximo. A comparação do comportamento dos mercados de ações e renda fixa com a atividade, durante a desaceleração suave de 1994/95, mostra incrível similaridade entre eles. As ações continuaram subindo durante o soft landing, mesmo antes da segunda fase do

processo, em que se observa aceleração do crescimento depois de todo processo de queda (Figuras 2a e 2b).

Figura 2a e 2b



O segundo argumento que antecipa uma queda do S&P é expectativa excessivamente otimista de lucros. A relação preço/lucro estimado do S&P pode dar uma boa idéia a esse respeito, a o S&P está relativamente barato e ligeiramente abaixo do vigente em 1994/95 (Figura 3).

Outra alegada razão para a queda dos mercados acionários é a possibilidade de uma desaceleração da atividade maior do que a esperada, ou uma recessão iminente. Um dado que fomentou essa crença foi a divulgação do sentimento dos empresários do setor manufatureiro (ISM), cujo índice, inferior a 50, significa que ele parou de crescer, mas que a economia continua crescendo. Uma análise da metodologia das pesquisas de sentimento evitaria interpretações equivocadas, pois a comparação entre o comportamento do ISM de 1994/95 e do atual revela que sua queda para menos de 50 condiz perfeitamente com a desaceleração suave. Na verdade, naquele período, o ISM ficou bem abaixo de 50, deteriorou-se e assim permaneceu mais de um semestre. O que não é compatível com o cenário de desaceleração suave é o recuo do ISM para abaixo de 42, onde tanto o setor manufatureiro quanto a economia poderiam estar a caminho de uma recessão. A divulgação desse mesmo índice para o setor não

manufatureiro, que engloba 80% da economia (portanto mais importante), bem acima do esperado e muito superior a 50 contrabalançou as análises precipitadas sobre uma situação mais fraca da economia (Figura 5).

Figura 3



Figura 4

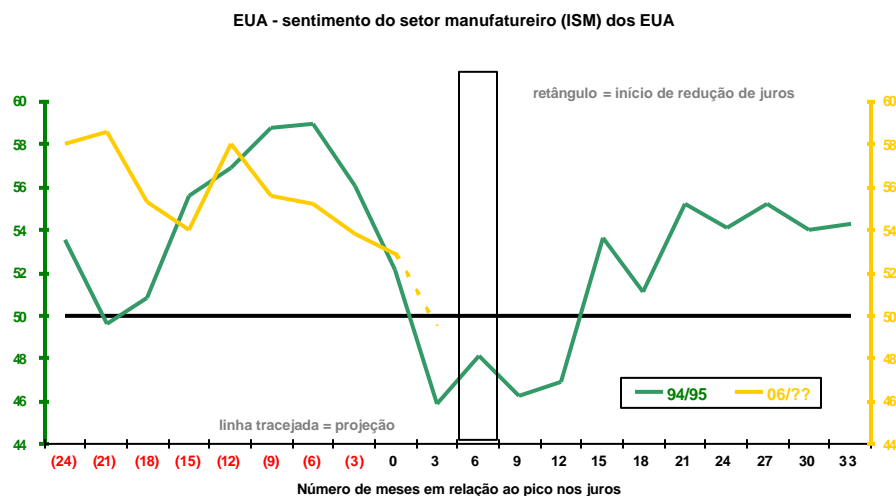
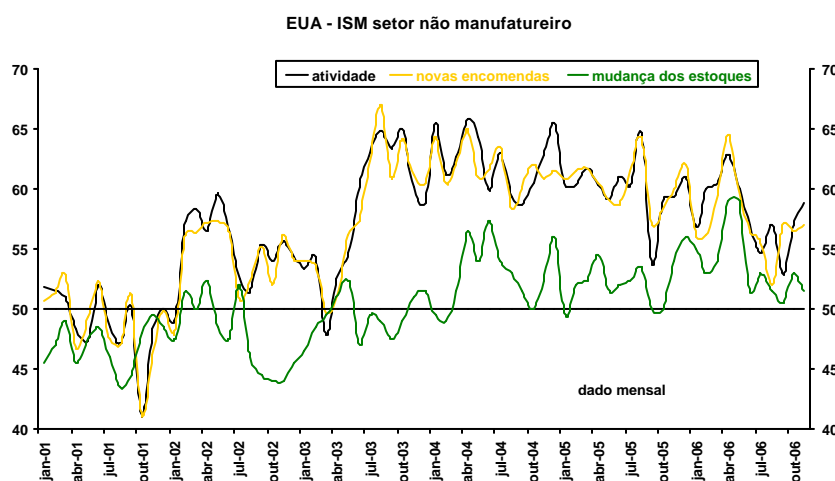


Figura 5

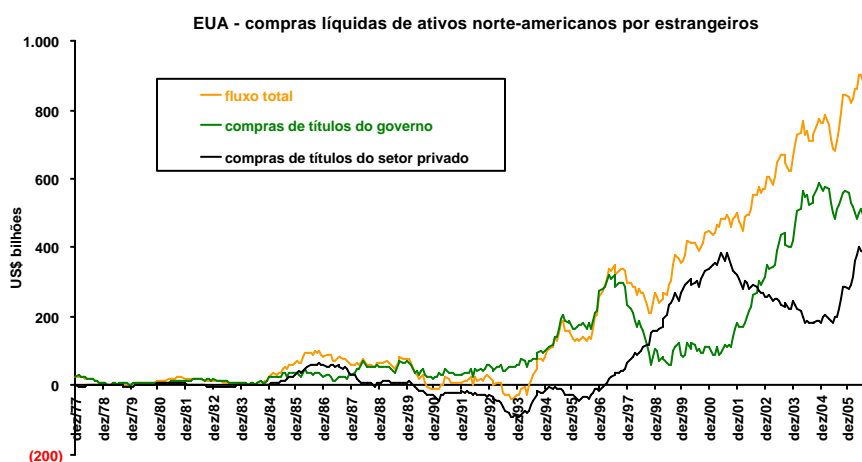


Risco de queda do dólar norte-americano

A crise de maio, que provocou uma queda de 21,7% no Ibovespa (de 41.979 em 9 de maio para 32.847 em 13 de junho) decorreu do medo de recessão com inflação acelerando e elevadas expectativas inflacionárias, ao lado de pressões de custos como alta de commodities, petróleo e salários, intensa utilização da capacidade e queda do dólar norte-americano, que encarece as importações. A situação atual é muito diferente: o medo de recessão e inflação é menor, a inflação e as expectativas inflacionárias estão em queda, há claros sinais de reversão dos custos salariais, a partir do último relatório de renda e consumo, e o petróleo está acomodado em níveis mais baixos. Os fatores que continuam pressionando negativamente são as commodities e a grande utilização da capacidade produtiva.

As necessidades de financiamento externo dos Estados Unidos (igual ao déficit externo mais a amortização da dívida externa) continuam aumentando, mas suas fontes não se esgotaram, tendo havido recentemente elevação da compra de papéis de empresas em detrimento de títulos públicos por estrangeiros (Figura 6).

Figura 6



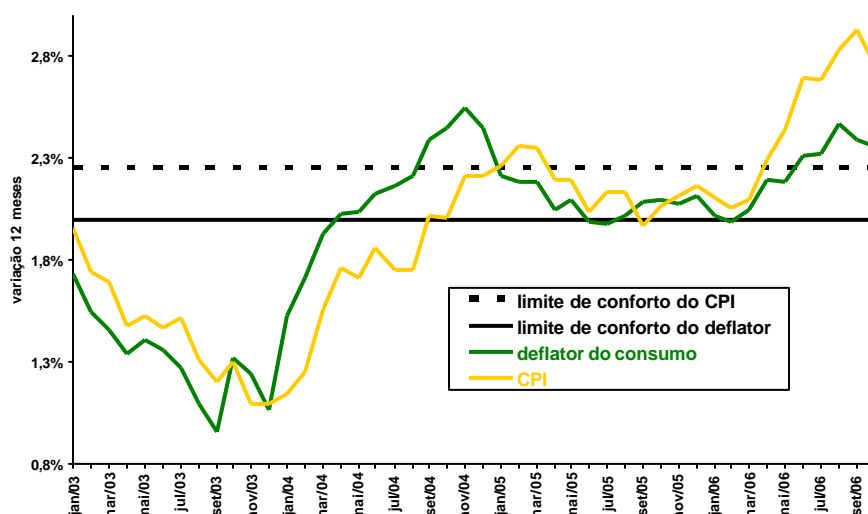
O aprofundamento do processo de queda de dólar parece ser gradual, e seu efeito negativo nos mercados não deve prevalecer com a atual confirmação do cenário de desaceleração suave. Além disso, é muito cedo para os financiadores externos saírem do esquema global batizado de Bretton Wood II, pois uma mudança descoordenada e rápida seria muito arriscada, com resultados econômicos desfavoráveis para todos. O resto do mundo e sobretudo a China não têm desenvolvimento do mercado interno suficiente para abrir mão da demanda norte-americana ou da atual arquitetura global. O sistema não muda voluntariamente, mas só mediante um choque exógeno (guerra, ataque terrorista ou outro evento imprevisível), uma das principais razões por trás de crises econômicas e recessões do passado.

Até o momento, a economia norte-americana vem se comportando dentro do padrão de uma desaceleração suave, ou soft landing, tomando-se como base de comparação o biênio 1994/95. Alguns setores vêm se comportando pior – o imobiliário, por exemplo, já está em ajuste mais severo, fora do padrão de queda moderada. A elevação dos empréstimos hipotecários e do sentimento dos construtores (NAHB) não indica estabilização do setor imobiliário,

que deve piorar nos próximos meses. Todo o processo só estará concluído no final de 2007, mas, antes disso, a economia deverá ter começado uma recuperação.

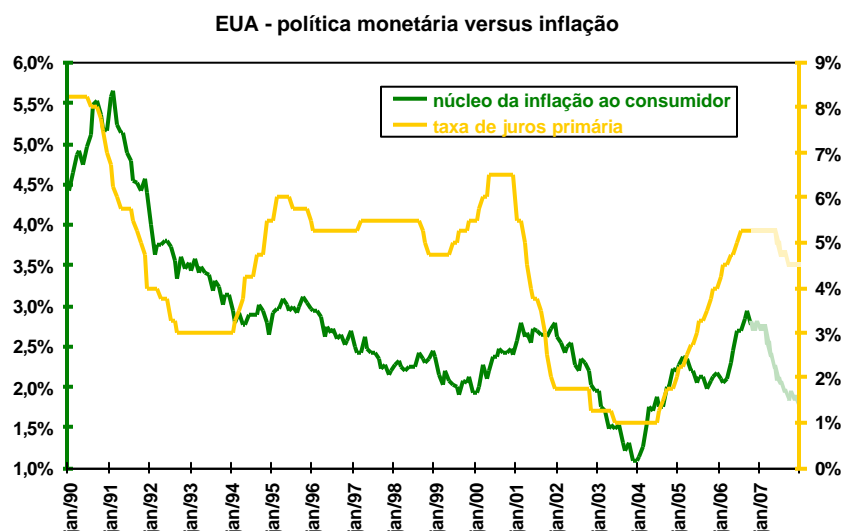
Apesar do discurso conservador esperado do FED, os riscos da atividade ainda superam os da inflação, e a pausa dos juros deve continuar até 9 de maio 2007, quando deve acontecer um ciclo de redução de juros, que pressupõe que os núcleos de inflação terão que ceder. O conservadorismo do FED coordena as expectativas e logra arrefecer as expectativas inflacionárias, ao mesmo tempo em que a economia cresce ligeiramente abaixo do potencial. Já se notam os resultados, pela queda nas expectativas de inflação por três meses consecutivos e pelo pico da variação anual observado em setembro e outubro nos dois principais índices de inflação: núcleo do índice de preços ao consumidor (CPI) e núcleo do deflator dos gastos pessoais de consumo (PCE, Figura 7). A inflação mais alta já ficou atrás, mas, nos próximos meses, observaremos elevação da inflação cheia, por conta do fim da contribuição negativa da queda do preço de petróleo e da gasolina, e as variações mensais dos núcleos do CPI e do PCE deverá manter a variação anual acima do limite de conforto do FED até o final do ano. O núcleo só deve recuar em 2007, com os efeitos da desaceleração da atividade para abaixo do potencial e quando isso acontecer, um novo ciclo de redução de juros deve iniciar em maio de 2007 (Figura 8).

Figura 7



Embora o FED afirme repetidamente que, sem recuo das taxas de inflação, não se podem descartar altas de juros, o cenário mais provável é o da melhora do quadro da inflação no início de 2007, com redução da utilização da capacidade. Adicionalmente, a ausência de pressões significativas como a do preço de petróleo, o arrefecimento dos custos de aluguéis e a relação defasada entre IPA e IPC devem contribuir para a queda do núcleo de 2,8% em 2006 para 1,8% em 2007.

Figura 8



Soft landing à vista

O cenário de desaceleração suave vem se confirmando, porque os investimentos vêm amortecendo a queda mais forte do consumo e do setor imobiliário, com comportamento bem superior ao do biênio 1994/95. Parte disso se explica pelo fato de o mercado de trabalho ser defasado em relação ao ciclo, em que até mesmo a produtividade é pró-cíclica, não sendo indicadores do ciclo corrente. Na atual desaceleração, a resistência desses indicadores é um amortecedor natural fundamental da renda e do consumo e explica por que é mais difícil que fatores internos à economia causem crises.

Após um forte ciclo de investimentos e de acúmulo de estoques, o ajuste dos investimentos e do emprego em 1994/95 foi pronunciado. Em 2006, não houve fluxo de investimentos fortes e nem acúmulo brutal de estoques e, assim, tanto emprego quanto investimentos estão amortecendo a queda do consumo causada pelo setor imobiliário. Além desses, outros fatores amortecem durante a desaceleração: queda de juros de longo prazo, queda do preço de petróleo, contração do emprego do setor de serviços, construção residencial compensada pelo setor de saúde (430 mil novos postos em um ano) e construção não residencial, renda e emprego sustentando o consumo e compensando a queda de riqueza imobiliária, queda de inflação, perspectiva de redução de juros e melhora dos resultados fiscais.

Conclusão

O que pode fazer o mercado cair decisivamente e até causar pressão maior no dólar é a antecipação de que não vai haver a segunda fase de recuperação em V do soft landing nos Estados Unidos. O mercado determina os preços, e não nossa visão pessoal, e, se há a percepção desde dessa possibilidade, por algum motivo ligado às diferenças entre hoje e o período de 1994/95, então temos que descobri-lo o quanto antes. A ausência de salto qualitativo na política fiscal do Brasil e conseqüentemente do crescimento do país deixa o Bovespa refém de sua enorme correlação com o S&P. O fracasso da segunda fase do soft landing, se ocorrer, irá revelar falha do atual paradigma econômico e incapacidade de se evitar uma crise econômica ao se combaterem

pressões inflacionárias e se controlar o equilíbrio entre a demanda e a oferta. Essa quebra de paradigma já aconteceu durante os anos 2001/2002, quando, após fortes estímulos monetários e fiscais, a economia norte-americana patinava. O efeito disso sobre a economia mundial foi contundente, pois, naquela época, a economia mundial era muito dependente do ciclo econômico dos Estados Unidos. A menor dependência da economia mundial hoje alegada tem sentido, mas não elimina a possibilidade de um revés, se sobrevier uma crise nos Estados Unidos, que ainda é o principal comprador de bens finais no mercado internacional.

Como se vê, há duas diferenças econômicas entre o período atual e o biênio 1994/95: o consumo cai mais que os investimentos e o déficit externo é significativamente maior. Não há nenhuma outra diferença que justifique o pessimismo. Os padrões servem para analisar as semelhanças, reconhecer os fatos estilizados e as diferenças, para enfim extrair conclusões sobre o comportamento esperado das variáveis examinadas. Nos episódios recentes da economia norte-americana, as semelhanças são enormes, pois tudo começou com um repique inflacionário combatido com aperto monetário, que resultou numa desaceleração econômica abaixo do potencial, para evitar descontrole dos preços. Os fatos estilizados são: trata-se de um processo em V, com queda seguida de recuperação nas taxas de crescimento da economia. O processo todo dura no máximo dois anos e meio e, mesmo antes de se atingir o fosso da economia, começa a redução de juros. Dentro desse padrão típico, algumas medidas temporais podem variar, assim como a magnitude do aperto e da queda dos juros e também a queda ou aceleração da atividade, mas sem mudar o pano de fundo principal, que é o êxito da política em debelar a inflação e permitir recuperação da atividade.

Quanto à primeira diferença, o consumo caindo mais que os investimentos, fatores dentro e fora do setor de consumo equilibram efeitos negativos com efeitos positivos, a maior parte deles endógenos, como o comportamento dos investimentos, da renda e do emprego, o que impede que a economia entre numa desaceleração mais acentuada. Quanto ao alto déficit externo, trata-se de uma questão de longo prazo - sua ruptura através da mudança no padrão de financiamento externo para os Estados Unidos tem sido evitada a qualquer custo, e um evento crítico como esse pode ser descartado, a menos de um fator exógeno como uma guerra ou um novo ataque terrorista, que são, por definição, imprevisíveis e não servem para tomada de decisões de investimentos.

O padrão típico e os fatos estilizados permitem explicar e prever mais claramente o comportamento cíclico natural dos juros, da inflação e do crescimento, além de verificar se há algo extraordinário que ameace a desaceleração suave. Há vários meses, vem-se fazendo esse exercício para a economia dos Estados Unidos e, até agora, tem havido tamanha coincidência de comportamento das variáveis, que, salvo se ocorrer um choque exógeno (e imprevisível) e se a premissa de não haver bolha de preços no setor imobiliário estiver equivocada, é muito provável que tanto economia quanto mercados se comportem favoravelmente. Vale observar que, em 1994/95, o mercado acionário, com as ações ligeiramente mais caras que as atuais, manteve-se em alta durante todo o período de desaceleração, o

que reforça a continuidade da alta do S&P dentro do cenário de soft landing previsto.

Os riscos para esse cenário são um recrudescimento inflacionário por questões pontuais impedindo a redução de juros. Esse é o primeiro teste da tese de soft landing: a inflação tem que cair para haver redução de juros no começo de 2007. O segundo risco é a não recuperação da economia no segundo semestre de 2007 ou uma falha na segunda etapa do soft landing. Esses dois riscos são muito remotos, de modo que, por ora, deve prevalecer o otimismo nos mercados.

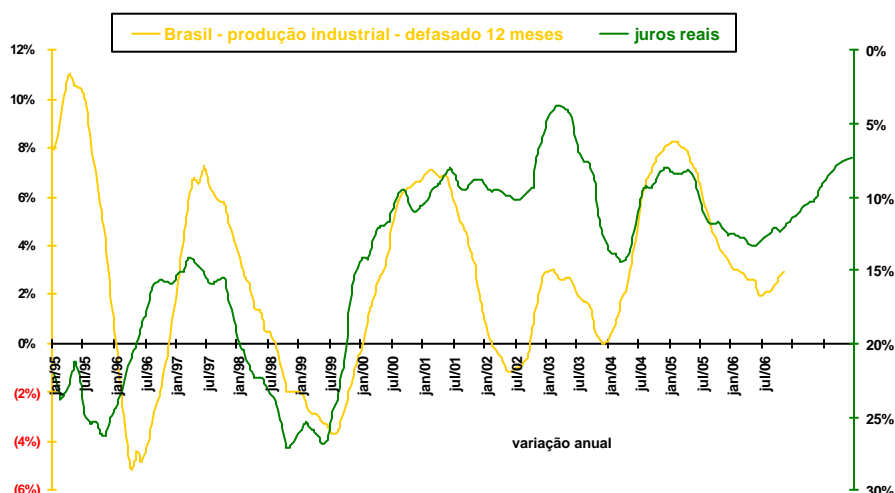
Economia Doméstica

Rotação do crescimento para a demanda interna

Dados da produção industrial de outubro e vendas de veículos de novembro mostram que a demanda interna deve ser o principal motor do crescimento econômico no último trimestre do ano, fenômeno que deve se repetir em 2007. A produção industrial cresceu 0,8% em outubro, em comparação com setembro de 2006, e isso se deve exclusivamente ao crescimento da produção de bens de consumo (+1,4%), uma vez que a produção de bens de capital e bens intermediários apresentaram queda de 1,6% e 0,2%, respectivamente. Em comparação com outubro de 2005, a produção industrial cresceu 4,8%. Parte da queda da produção de bens de capital é compensada pelo aumento da importação desses itens, não servindo, portanto, para ficarmos pessimistas com o atual processo de investimentos, cuja expansão leva em conta a importação líquida de bens de capital. Assim, em relação à utilização da capacidade instalada, continua havendo indícios de ampliação da capacidade produtiva, por conta dos dados da produção de bens de capital. Isso está ocorrendo em parte porque as taxas anuais estão se acelerando, apesar da contração dos últimos dois meses, e em parte porque ela pode estar sendo compensada pela importação de bens de capital. Até agora, o principal sinal é que a economia continua crescendo abaixo do potencial, ao lado da expansão de investimentos, indicando menor pressão inflacionária e reforçando a continuidade das reduções de juros.

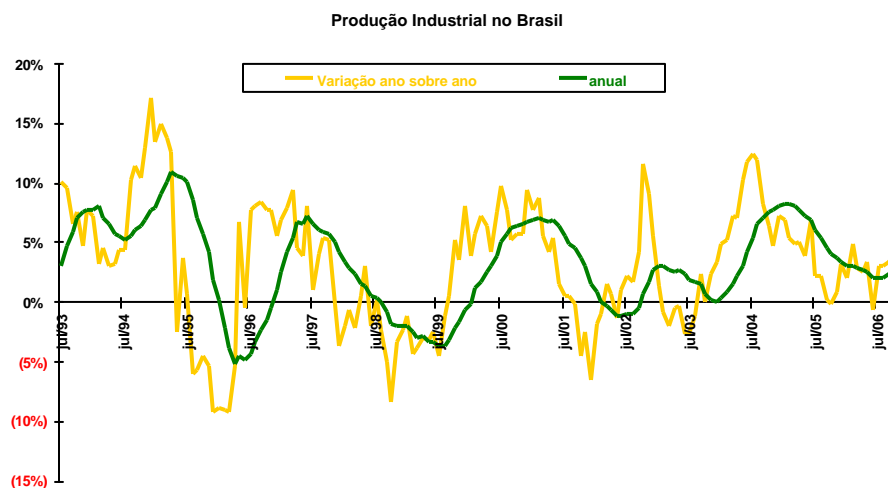
Pelos indicadores antecedentes da produção industrial disponíveis para o mês de novembro, como a produção de veículos e o consumo de energia elétrica, já se pode prever um número bastante tímido para os dados de produção industrial. Com isso, nossa projeção de crescimento da economia recua de 1,1% no quarto trimestre para 0,9%, e a variação anual, de 2,7% para 2,64%. Com base nos motores de crescimento esperados para 2007, sendo o principal deles o estímulo monetário do ciclo mais longo de redução de juros desde a adoção do modelo de metas, em 1999, acreditamos que a economia mostre uma aceleração para 3,6%. Empiricamente, a resposta da economia à redução de juros sempre é muito positiva, e não há nada que indique a quebra desse padrão, seja por conta da elevação da inflação, que deve corroer parte dos ganhos de salário real, seja pela menor expansão do crédito, posto que essas duas variáveis não podem ser consideradas exógenas e estarão inseridas num ambiente de maior estímulo monetário e conseqüentemente, de maior demanda agregada (Figura B1).

Figura B1



A variação anual da produção industrial mostra uma aceleração modesta até outubro, por causa do descompasso entre a demanda interna (consumo, investimento e gastos do governo) e a produção total, fato explicado pela contribuição negativa das exportações líquidas (exportações menos importações) para o crescimento da produção (Figura B2). Em 2004, quando a economia cresceu 5%, a contribuição da demanda interna¹ para o PIB foi de 4 pontos percentuais e a das exportações líquidas, de 1 ponto percentual. Em 2006, o crescimento menor que 3% obteve-se por uma contribuição igual da demanda interna, em torno de 4 pontos percentuais, com as exportações extraíndo do PIB mais de um ponto percentual. Esse fenômeno, relacionado com a desaceleração econômica mundial, pode ser parcialmente revertido em 2007, quando se espera observar uma recuperação do ciclo mundial no início do segundo semestre. Isso revela que a melhora dos saldos comerciais, em dólares, decorreu apenas da alta dos preços dos produtos exportados, e não da quantidade, sendo esse o único fato capturado pelo PIB. Por ora, a tendência de estreitamento entre a produção e a demanda interna está totalmente dependente do comportamento das exportações líquidas em termos reais.

Figura B2

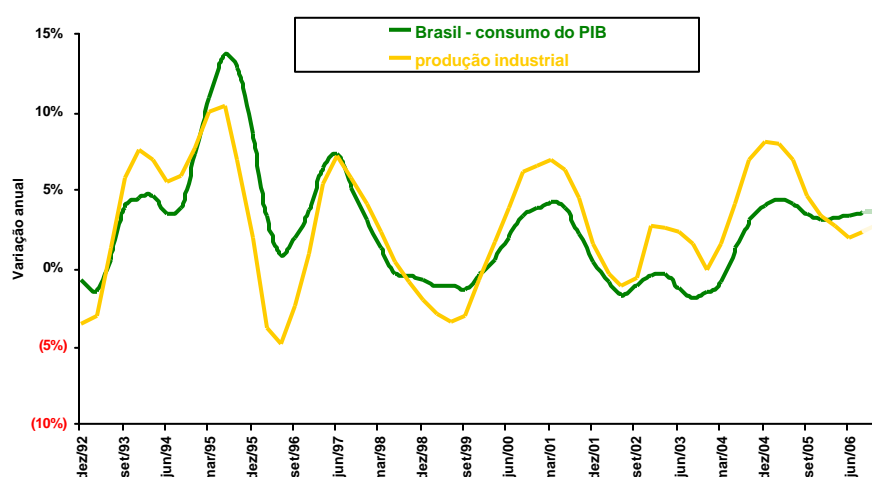


¹ Demanda interna igual a consumo, investimento e gastos do governo. Excetuando os gastos do governo, o restante é a única parte da demanda interna capaz de ser influenciada pela política monetária.

Rotação para a demanda interna

O argumento de que a fraca produção, ao lado de demanda interna forte, indica que esta não atinge aquela porque o câmbio está muito apreciado não é correto (Figura B3). A demanda interna sempre atinge a produção, mas, como parte dela é dirigida para as importações, sem contribuição maior da demanda externa, é inevitável que o crescimento de demanda interna seja maior que o da produção². Quando o crescimento é maior que o da produção, significa que as exportações foram um fator de crescimento neutro ou negativo. Em relação ao argumento do câmbio apreciado, se há superávit em conta corrente, o câmbio precisaria se depreciar para anular o superávit, e a melhor forma de medir o nível do câmbio real não é analisando a série em si mesma, mas observando a evolução das contas da balança de pagamentos.

Figura B3



A menor utilização da capacidade produtiva existente pelo setor exportador abre capacidade ociosa para redução não inflacionária de juros. Além disso, a expansão de investimentos ampliando-se a capacidade produtiva futura e, apesar da alta das importações, o baixo risco de depreciação da moeda, sem prejuízo da inflação, são fatores que explicaram a total reversão de expectativas em relação ao ciclo de queda de juros, quando poucos meses atrás alguns analistas trabalhavam com pausa ou com um ritmo menor de redução e agora prevêem quedas que se estendem por todo o primeiro semestre de 2007. O aumento de importações é deflacionário, desde que não gere restrição externa ou pressione o câmbio; o crescimento também não é inflacionário, desde que esteja próximo do potencial. A combinação de vários fatores positivos indica ausência de pressão pelo lado do hiato de produto e permite a continuidade do mais longo ciclo de juros desde 1999. Uma confirmação dessa tese é o fato de que, mesmo com o aumento de produção média entre 2006, 2005 e 2004, a utilização da capacidade instalada da indústria caiu no mesmo período (a utilização é a produção dividida pela capacidade produtiva, e isso revela claramente maturação de investimentos que continuam se expandindo). Existe hoje um espaço inédito para a redução de

² Tal conclusão é facilmente obtida através de exercícios matemáticos com as componentes do PIB ou observando o padrão histórico brasileiro, no qual a nossa economia foi caracterizada por quotas às exportações, estímulos à industrialização e regime de câmbio semifixo para baratear a importação de bens necessários para esse processo.

juros, cuja estimativa é de 13,25% no final de 2006 e 11,75% no final de 2007.

Sem mudança drástica no cenário externo e com os bons fundamentos externos, a tendência é de um câmbio relativamente estável. No Brasil, temos superávit em conta corrente porque a demanda interna é menor que a produção doméstica. No entanto, ao longo de vários anos, um crescimento da demanda interna maior que o da produção reduzirá ou reverterá o superávit em conta corrente. Se atrairmos investimentos diretos estrangeiros em função de maior potencial de crescimento, isso não trará problemas, mas, do contrário, exigirá ajustes para baixo no câmbio e na economia. Essa não é uma questão para o curto prazo, mas nossa capacidade de enfrentar déficits em conta corrente - ou seja, de receber poupança externa para contribuir para o nosso desenvolvimento interno - só poderá melhorar pela melhora da questão fiscal.

Política e a qualidade da política fiscal

A pressão pelo aumento de gastos fiscais - seja por parte dos governadores ou dos desenvolvimentistas - ainda deve ser observada com cautela. A pressão para aumentar o ritmo de crescimento da economia também produz a discussão da redução da meta de superávit primário do setor público. A busca de atalhos fáceis para a reforma da previdência, única forma de reduzir os gastos correntes e a carga tributária, abrindo espaço para aumentar os deprimidos investimentos do setor público, põe em risco a visão positiva das atuais políticas econômicas. A redução do superávit primário do setor público de 4,25% para 3,75% produzirá uma elevação da dívida pública em percentual do PIB de 45% para 47,5% para 2011. Mesmo que a redução do superávit primário aumente o crescimento econômico hipoteticamente de 3,5% para 4,0%, a dívida pública projetada para 2011 subirá de 45% para 46%. No entanto, é difícil imaginar que a redução do superávit primário não deprima a confiança dos investidores e não cause elevação do risco-país, impedindo um crescimento maior nos próximos 5 anos. A redução do superávit primário vai de encontro com a expectativa de trajetória descendente nos próximos anos e impede o atingimento mais rápido do grau de investimento pelo Brasil, recurso que abre canais de financiamento hoje só disponíveis para dois países da América Latina: o Chile e o México.

A destinação dos recursos a investimentos no chamado Projeto Piloto de Investimentos (PPI) é de aproximadamente R\$ 11 bilhões. Existe também proposta de redução de impostos, através de isenção tributária para investimentos e mudança na tabela do IR, provocando uma redução esperada de quase R\$ 13 bilhões. Juntas essas medidas implicam numa redução do superávit primário de 1% do PIB, sendo que parte deverá ser buscada através de corte de gastos e outra parte através da proposta de redução do superávit primário em 0,5 ponto percentual³. Essa proposta evita abordar a raiz do problema fiscal brasileiro dos próximos anos, que é o crescimento dos gastos correntes em ritmo acelerado, onde o principal peso está na previdência (figura B4). Sem controle dos gastos correntes, através de uma reforma mais ampla da

³ Para que se implemente essa redução do superávit primário, ela deve ser incluída na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) a ser encaminhado até 22/12/2006, mas suscetível a atrasos. Uma vez incluída na LDO, ela deve ser aprovada no Congresso inevitavelmente.

previdência, a carga tributária continuará elevada e os investimentos públicos deprimidos. Finalmente, maiores gastos fiscais poderiam induzir uma postura mais conservadora do Banco Central, reduzindo ainda mais o ritmo de queda nos juros, posto que políticas monetária e fiscal não são excludentes. Esse ritmo menor de queda dos juros e a impossibilidade de incentivar o aumento dos investimentos privados com a redução da carga tributária devem contribuir para enfraquecer as perspectivas de crescimento da economia e não o contrário.

Figura B4



Mercado de Renda Fixa

Como esperava grande parte do mercado financeiro, o Banco Central (BC) reduziu em 0,50 ponto percentual a taxa básica de juros, na reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) de final de novembro. A perspectiva de continuidade de novos indicadores de atividade abaixo do esperado deve aumentar a probabilidade de novas reduções nas próximas reuniões do Copom. Essa melhora nas projeções dos analistas gerou um forte ajuste nos contratos de juros futuros, com destaque para o contrato de DI mais negociado, o de janeiro de 2008, que encerrou o mês cotado a 12,73%, contra um fechamento de 13% do mês de outubro. Para dezembro, a inflação deve mostrar surpresas positivas e a atividade deve continuar sem mostrar recuperação. Sendo assim, aumentou a possibilidade de um novo corte de juros de 0,50 ponto percentual na reunião de 24 de janeiro de 2007 (dezembro não haverá reunião).

O mercado cambial foi o menos favorecido pelo otimismo que caracterizou os mercados brasileiros no mês de novembro, e a principal razão para essa piora foi o receio já superado com a desvalorização do dólar americano. O dólar comercial encerrou o mês cotado a R\$ 2,1668, apresentando uma valorização de aproximadamente 1,11%. Continuamos esperando um fluxo comercial bastante positivo nos próximos meses, mas não uma apreciação considerável do real frente à moeda norte-americana, pois o mercado continuará dependente das atuações do BC.

Mercado de Ações

Em novembro de 2006, o cenário doméstico seguiu estável, sem grandes surpresas fossem do lado econômico, fossem do lado político. O Ibovespa teve uma performance positiva de 7%, acumulando uma alta de 25,7% no ano. Acreditamos que o cenário doméstico continuará calmo em dezembro, com mais uma redução de 0,5% na taxa básica de juros, inflação controlada e discussões sobre como acelerar o crescimento do país. No cenário externo, a atenção ainda está voltada para dados econômicos que confirmem o desaquecimento gradual da economia norte-americana e, assim, esperamos um mês positivo para a performance das ações.

Projeções

INDICADORES MACROECONÔMICOS E PROJEÇÕES (*)

Última atualização 11/12/06	Projeções					
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIB Crescimento Real (%)	1,9	0,6	4,9	2,3	2,6	3,8
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	12,5	9,3	7,6	5,7	3,1	3,8
Inflação (IGPM/FGV) (%)	25,3	8,7	12,4	1,2	3,9	3,8
Taxa de Câmbio Média (R\$/US\$)	2,93	3,07	2,92	2,43	2,18	2,19
Taxa de Câmbio Final (R\$/US\$)	3,53	2,89	2,65	2,34	2,15	2,25
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	(7,6)	6,7	11,8	14,3	14,1	9,5
Saldo Comercial (US\$ bi)	13,2	24,8	33,7	44,8	44,6	37,0
Taxa de Juro Nominal Final do ano (Selic)	25,0	16,5	17,8	18,0	13,25	11,75
Taxa de Juro Nominal Média	19,2	23,2	16,2	19,0	15,0	12,5
Taxa de Juro Real (deflacionado pelo IPCA)	5,9	12,8	8,0	12,6	11,5	8,4
Risco Brasil	1439	463	383	305	220	200
Dívida Pública (% do PIB)	55,5	58,2	51,7	51,6	50,1	50,0
Resultado Nominal do Setor Público (% do PIB)	10,3	3,6	2,5	3,0	2,6	3,0
Resultado Primário do Setor Público (% do PIB)	(3,9)	(4,25)	(4,59)	(4,83)	(4,25)	(4,25)

(*) As áreas sombreadas são projeções.

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

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