

Índice

Projeções, 1

Ecoeconomia, 2

Cenário externo, 5

Cenário Doméstico, 9

Renda Fixa e Renda Variável, 16

Disclaimer na última página

Indicadores nov 2007

Ibovespa médio

63.402

- 2,94% mês

+ 42,54% no ano

IBX médio

21.165

- 2,03% mês

+ 45,70% no ano

S&P 500

1.481,14

- 4,40% mês

+ 4,43% no ano

CDI

+ 0,84% no mês

+ 10,83% no ano

Dólar = \$ 1,7837

+ 2,28% no mês

- 16,57% no ano

Eduardo Castro

Chefe de Investimentos

Hugo Pentead

Fernando Siqueira

Economia e Estratégia

Pedro Villani

Eugênia Buosi

Investimentos Socialmente

Responsáveis

Gilberto Nagai

Cláudia Komamura

Cláudio Delbrueck

Eduardo Mendonça

João Mamede

João Miyashiro

Luiz Binz

Michela Aimar

Rodrigo Glatt

Gestão Renda Variável

Cal Constantino

Fabício Oliveira

João Marcelo Barros

Jose Malavasi

Ricardo Rossi

Sidney Uejima

Gestão Renda Fixa

Gabriela Cavarzan

Nathalie Ricconi

Renato Santaniello

Alocação de Ativos

Área de vendas

55 11 3174 6166

Projeções

Indicadores macroeconômicos (*)	Projeções						
	Última atualização 18/12/07	2004	2005	2006	2007	2008	2009
PIB crescimento real (%)		5,7	3,1	3,7	5,4	4,7	4,5
Inflação (IPCA/IBGE) (%)		7,6	5,7	3,1	4,3	4,4	3,5
Inflação (IGPM/FGV) (%)		12,4	1,2	3,8	6,1	5,1	3,5
Taxa de câmbio média (R\$/US\$)		2,92	2,43	2,18	1,95	1,80	1,84
Taxa de câmbio final (R\$/US\$)		2,65	2,34	2,14	1,80	1,80	1,87
Saldo em conta corrente (US\$ bi)		11,7	14,0	13,6	5,7	0,3	nd
Saldo comercial (US\$ bi)		33,6	44,7	46,5	39,5	32,1	nd
Taxa de juro nominal final do ano (Selic)		17,8	18,0	13,25	11,25	10,75	9,00
Taxa de juro nominal média (CDI)		16,2	19,0	15,0	11,8	10,8	9,6
Taxa de juro real (deflacionado pelo IPCA)		8,0	12,6	11,5	7,2	6,1	5,9
Risco Brasil (spread acima dos treasuries)		383	305	192	209	199	189
Dívida pública (% do PIB)		47,0	46,5	44,9	43,3	40,8	38,0
Resultado nominal do setor público (% do PIB)		(2,3)	(2,8)	(2,9)	(1,5)	(0,6)	(0,0)
Resultado primário do setor público (% do PIB)		4,2	4,4	3,9	3,8	3,8	3,8

(*) As áreas sombreadas são projeções.

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

Ecoeconomia

Economia e Natureza: o elo indissociável eternamente negado

“Somos o maior poluidor do mundo. Mas, se for preciso, vamos poluir ainda mais, para evitar uma recessão na economia americana.” Extraído do Jornal do Brasil, 2002¹

Um dia todos nós acordaremos para a realidade, uns mais rapidamente outros não, mas todos acordarão. É inevitável. Para esse despertar, um conjunto notável de autores tem contribuído muito, nos últimos 40 anos, para mostrar que os desmazelos ambientais nada mais são do que problemas econômicos e de política econômica ruidosamente implementada em cima de uma série de mitos. Esses autores inicialmente mostraram que não existe economia sem o meio ambiente, algo óbvio demais para precisar ser dito. Mas precisa. Também deixaram claro que crescimento econômico está longe de ser a solução, mas nosso maior problema não é mais a meta de crescer e sim a necessidade de crescer sempre. Se crescimento fosse só uma meta – mas não uma necessidade – seria fácil: bastaria mudar a meta. Criamos uma necessidade injustificável e inconciliável: os economistas trabalham com escassez apenas e assumem uma natureza abundante. Dessa forma os bens econômicos objeto de estudo são apenas aqueles que são escassos em quantidade, dada sua procura, e passíveis de serem apropriados. A natureza oferece apenas bens livres como o ar, solo e água, etc. e a teoria econômica não trata desses bens livres desinteressantes, pois são ilimitados em quantidade e não podem ser apropriados. Embora a apropriação de bens livres no direito da propriedade seja regra, essa forma de pensar é a razão maior dos conflitos que estamos vivendo hoje: o custo ecológico é sempre nulo, portanto, despoluição só é feita por questões de imagem (apropriação) e não por rever a base equivocada do conceito (abundância da natureza) .

Uma nova visão surgiu, mas é errônea a idéia que toda crítica é mal vinda e que tem o propósito de destruir o sistema econômico. Os verdadeiros inimigos do sistema (não importa que nome ele tenha) não são os seus críticos, mas sim os que teimosamente ignoram as críticas. O sistema tem que se voltar para todos e não apenas para alguns, como mostrou John Stuart Mill, o pai do neoliberalismo inglês, que nunca acreditou em tamanhas façanhas que hoje são atribuídas aos mercados na sua vasta liberdade. Será que os atuais liberais não ficariam chocados em saber que foi Mill e não um marxista que deu a formulação teórica para o imposto sobre grandes fortunas? Esse conhecimento histórico – mais que modelos frios e matemáticos – ajudam a evitar que os cegos continuem guiando os cegos nesse mundo desviado das rotas humanitárias e sustentáveis.

O primeiro de todos os mitos é que não precisamos da natureza para absolutamente nada. E.F. Schumacher escreveu que essa crença é defendida por pessoas completamente alheias aos processos de produção, como economistas ou jornalistas econômicos. Quase todos eles ignoram as vinculações ecológicas, físicas e biológicas sutis e nada sutis que sustentam toda a produção e todas as formas de vida na Terra, inclusive a humana. Ao esquecer essas vinculações, achamos que todos os processos econômicos devastadores da natureza são benéficos e corretos e sequer nos questionamos sobre isso. Economistas arvoram-se em emitir uma opinião sobre os transgênicos, o clima, o meio ambiente, como se uma ciência unidisciplinar desse permissão para isso. O meio ambiente está ainda muito longe das teorias econômicas para fazer sentido a quem quer que queira ouvir essa triste sinfonia. E jamais fará sentido enquanto estivermos aplicando somente os conceitos da mecânica clássica, inúteis para explicar a realidade a um palmo dos nossos narizes. A economia é ainda hoje pura mecânica clássica: podemos passar um trator na Amazônia, basta dar marcha-ré que nada terá acontecido.

¹ JB Ecológico, 18/03/2003, página 5.

Sobre isso há já uma extensa discussão de vários autores perspicazes e nas mais variadas ciências. O primeiro deles na economia provocou uma destruição convincente das principais conclusões teóricas acerca do crescimento econômico, mas recebeu um silêncio taciturno dos economistas desde à sua época até os dias de hoje. Os economistas são extremamente vaidosos para ouvir uma crítica em silêncio e, se fizeram isso quando Nicholas Georgescu-Roegen (1906-1994) escreveu seu livro, "The Entropy Law and Economic Process", é porque ele tinha toda razão. Quando a economia estava nascendo, Alfred Marshall defendeu que ela buscasse seus princípios na biologia, mas foi vencido por aqueles que trouxeram da mecânica clássica a explicação para todos os processos econômicos. Com essa visão, nossas atividades podem se repetir e se reproduzir continuamente, gerando um crescimento que sempre requer mais crescimento para se sustentar, pois nenhuma dessas atividades será capaz, pelas leis da mecânica, de produzir qualquer alteração no meio ambiente inesgotável. Nada pode estar mais em conflito com a realidade que isso. É um absurdo que essa visão científica seja ainda considerada verdadeira.

Por essa razão as idéias arraigadas da economia entram hoje em total desacordo com as descobertas da física de mais de 100 anos e, mais recentemente, com as constatações das ciências do clima e da paleontologia de mais de 40 anos. Essas ciências revelaram com uma quase absoluta unanimidade que o ser humano colocou a vida na Terra no maior processo de extinção dos últimos 65 milhões de anos e provocou um aquecimento global agora irreversível (tudo o que fizermos de agora em diante só servirá para minimizá-lo).

Esses desastres globais aconteceram através do mesmo fenômeno: crescimento econômico e populacional exponencial através da economia degenerativa do desperdício e do descarte e o consequente esfacelamento dos ecossistemas e seus irreproduzíveis serviços ecológicos. Einstein disse que aquilo que fez parte do problema, jamais poderá fazer parte da solução. Toda a discussão hoje corre o risco de se assemelhar a um cachorro que corre atrás da sua própria cauda, pois não são atacadas as causas.

Em relação às causas, uma das afirmações mais constrangedoras da economia vem do pai da teoria do crescimento econômico e prêmio Nobel, Rober Solow. Ele escreveu que o capital produzido pelo homem (fábricas, equipamentos, etc.) é um perfeito substituto da natureza. "Um dia, afirmou, o homem será capaz de produzir outros fatores materiais que não os da natureza". David Romer, no livro "Advanced Macroeconomics", segunda edição pós-2005, na seção 1.8, resolveu incluir os recursos naturais de forma tímida e completamente equivocada na equação do crescimento inventada por Solow e manteve a mesma conclusão messiânica do mestre: os recursos naturais são absolutamente irrelevantes para o processo do crescimento econômico. Os físicos caíram de costas: o ser humano não produz absolutamente nada, não produz nem matéria nem energia, portanto tudo à nossa volta vem da natureza. Não existem outros fatores materiais que não os da natureza. O capital produzido pelo homem jamais será um substituto perfeito da natureza e é um absurdo mostrar tamanha falta de compreensão da realidade física à nossa volta. Absurdo muito maior, pois a economia é uma irmã siamesa da física.

É uma pena que uma discussão científica dessa natureza não tenha sido levada adiante, mas podemos propor o seguinte: já que recursos naturais não são importantes para o crescimento econômico, de hoje em diante, tanto China quanto os Estados Unidos irão abrir mão da importação de quaisquer recursos naturais na sua forma bruta importados de outros lugares do mundo, como o Brasil. Com isso irão evitar toda a devastação ambiental que suas enormes demandas provocam em territórios estrangeiros, além de reduzir o transporte transoceânico responsável também por uma enorme emissão de gases do efeito-estufa. Para facilitar, esses países poderão continuar importando bens finais ou processados, que também amenizam a extração de recursos naturais de origem própria e seus impactos ambientais locais, como a destruição de seus próprios ecossistemas e a poluição, embora transfira tudo isso para outros lugares do mundo.

Pois bem, depois da China e os Estados Unidos evitarem toda a importação de recursos naturais em sua forma bruta, tanto Robert Solow quanto David Romer e outros seguidores dessa idéia irão sair das universidades e mostrar para as empresas na prática e para o governo como o capital produzido pelo homem é um perfeito substituto da natureza. Eles terão uma chance imperdível de provar sua teoria na realidade e evitar com isso que a economia americana e a chinesa entrem em colapso, mesmo sem praticamente mais da metade de todos os recursos naturais produzidos no mundo na sua forma bruta. De prêmio, eles conseguirão evitar toda a gritante vulnerabilidade geopolítica em relação aos países produtores de recursos naturais. Finalmente, embora muitos já tenham dito que a importância dos recursos naturais jamais poderia ser medida pelo seu custo na produção, eles irão provar por $a+b$ que estavam certos em desmerecer o papel dos recursos naturais nas economias pelo seu custo baixo. Enfim, eles poderão seguir dizendo que o problema ambiental é falta de investimentos na área ambiental e não conflito do sistema todo com a natureza. Infelizmente na prática, essas idéias jamais serão confirmadas e o descompasso com a realidade que irá quebrar o atual paradigma econômico no futuro seguirá inalterado. Resta saber por quanto tempo esse descompasso será mantido.

Cenário externo

Desaceleração do consumo das famílias dos EUA à vista...

Antes de retomarmos nossa discussão sobre o cenário, faz sentido enfatizar alguns pontos. O cenário nu e cru não quer dizer nada, precisamos transformar essa análise em uma variável determinante dos investimentos. O cenário aqui traçado regularmente faz parte do processo de investimentos, pois ajuda a avaliar a tendência dos preços dos ativos, como bolsa, moeda e juros. Nos últimos 20 anos, o cenário externo tem sido o ator principal e o doméstico o ator coadjuvante. Portanto, temos que concentrar nossa atenção na evolução do cenário externo e isso nunca foi tão verdadeiro como agora, para mercados que já estão em cinco anos de alta e cujo otimismo não foi abalado por nenhum dos problemas surgidos ao longo da crise do setor imobiliário e nem por conta da desaceleração da economia norte-americana por quase dois anos (2006 e 2007).

Além de concentrarmos nossa análise no cenário externo, temos que manter em mente algumas regras de xadrez que foram discutidas no relatório do mês passado:

- quem define o movimento dos preços é o cenário de mercado e não nossa visão pessoal do cenário, portanto, primeira pergunta na hora de investir é "qual é o cenário de mercado?"
- embora o mercado seja soberano e acerte na maior parte do tempo, ele erra também e esses momentos são decisivos ou para se ganhar ou para se perder muito dinheiro. Aí entra a segunda pergunta: "o cenário de mercado faz sentido?"

Figura E1

5 razões do mercado de alta

	tem sido	situação atual
1	inflação mundial baixa	inflação pressionada por alimentos e petróleo
2	alta preços commodities	igual
3	elevado apetite ao risco e elevada liquidez	igual
4	forte expansão dos imóveis	pior, nos EUA forte contração
5	acel.cresc.mundial	pior, desac. crescim. mundial com riscos

Já defendemos a tese que o cenário de mercado não faz muito sentido. Vamos aprofundar mais a discussão a partir dos acontecimentos de novembro, mas antes disso, um outro ensinamento importante dos mercados é que uma ou duas variáveis explicam 90% do movimento dos preços. A principal variável explicativa do movimento dos preços na nossa experiência dos últimos 20 anos tem sido sempre o crescimento global. A maior parte dos temas que vimos discutindo aqui, nesse espaço, esteve sempre direta ou indiretamente relacionada com o crescimento global. Nos últimos anos tivemos dois ciclos de mercado, conforme segue:

Ciclo de baixa (2000-2002) causado pela maior desaceleração do CRESCIMENTO GLOBAL dos últimos 30 anos

Ciclo de alta atual (2003-?) deflagrado pela maior aceleração do CRESCIMENTO GLOBAL dos últimos 40 anos

O ciclo de alta de cinco anos esteve baseado em cinco fatores que garantiram um crescimento global robusto. No momento, três desses fatores já mudaram de sinal (figura E1). Apesar da piora dos fatores de alta, o mercado segue inabalável, o que torna a análise do cenário externo ainda mais desafiadora. Vale a pena repetir aqui a tese do cenário externo:

Desaceleração dos EUA (crescimento abaixo do potencial) já dura dois anos e deve continuar em 2008 e riscos de uma desaceleração maior do que o previsto aumentaram. Apesar disso, o descolamento do resto do mundo que já está aguentando o tranco, vai continuar fazendo isso e o CRESCIMENTO GLOBAL permanecerá positivo.

Estes dois temas – desaceleração dos EUA e descolamento do mundo – serão analisados separadamente a seguir, para mostrar claramente porque achamos que essas duas teses não fazem ainda muito sentido e porque o cenário externo impõe riscos maiores no ano que vem.

Desaceleração dos EUA e seus riscos

A melhora no crescimento do terceiro e quarto trimestres ocorreu através de estoques e déficit externo, embora esses fatores devam continuar prevalecendo no futuro, não serão capazes de compensar a queda do consumo das famílias que deverá começar a se processar finalmente com a variação negativa dos preços dos imóveis. Até então o consumo se mostrou resistente ao processo de desaceleração que já dura quase dois anos, por um fato simples: o preço dos imóveis não chegaram ainda a cair. Os riscos aumentaram para o desenrolar desse cenário, com o agravamento da crise de crédito, que elimina a possibilidade de aumento da demanda por imóveis novos, estatística mais importante do setor. Esse é um erro frequente dos analistas: embora a venda de imóveis usados represente 85% das vendas, não afetam mais o PIB nem a construção e, acima de tudo, é a venda de imóveis novos e seus preços que determina o valor dos preços no mercado secundário ou dos imóveis usados. Em geral, em recessões, a venda de imóveis novos cai duas ou três vezes mais que a dos usados.

A falta de disponibilidade de crédito e de disposição para adquirir crédito qualifica a crise e isso impede a recuperação da venda de imóveis novos. O pacote de ajuda do Tesouro, por sua vez, tenta impedir a inadimplência e a perda do imóvel pelos proprietários atuais, mas isso não produz a recuperação da demanda por imóveis novos. A crise continuará se desenrolando, pois a situação do crédito ainda preocupa. Tudo começou quando os juros foram elevados de 1% para 5,25% entre junho de 2004 para junho de 2006. A acomodação do setor imobiliário seria mais tranquila não fosse a farra de crédito nos anos de 2005-2006 para combater o arrefecimento da atividade. Nesse período disseminaram-se produtos exóticos que representaram três quartos da originação de empréstimos hipotecários, área que hoje está com sérios problemas. Hoje todos os ingredientes de uma crise de crédito nesse setor estão presentes: falência das empresas (200 fecharam as portas desde final de 2006), aumento da exigência de capital pelos legisladores, aumento do custo do empréstimo, aumento de inadimplência dos tomadores de empréstimos, perdas em empréstimos anteriores afetando a oferta de empréstimos futuros, queda do preço do ativo subjacente, no caso o preço dos imóveis, que só agora começaram a cair.

A não queda do preço dos imóveis significou pequena ou nenhuma destruição de riqueza e foi incapaz de afetar o consumo das famílias e isso explica porque o consumo se manteve resistente durante quase dois anos de desaceleração nos Estados Unidos. Essa situação está mudando radicalmente. Não só os preços atingiram níveis elevados para o padrão histórico (figura E2), como também só agora, no final de 2007, começou a apresentar reversão. Adicionalmente, o elevadíssimo estoque de imóveis novos e a baixa demanda (figura E3)

sinaliza quedas que devem se aproximar de 30% até o final de 2008 (figura E4). Apesar de todo ajuste na construção em uma das piores da história dos Estados Unidos, a recente crise do setor de crédito acabou impedindo que o ajuste se transformasse em redução de estoques. Isso coloca pressão nova tanto na construção (impacto no investimento residencial) quanto nos preços (impacto no consumo). Essa queda de preços irá destruir o equivalente a 6 trilhões de dólares em riqueza e esse é o início da capitulação do consumo das famílias americanas que representa 72% do PIB.

Figura E2

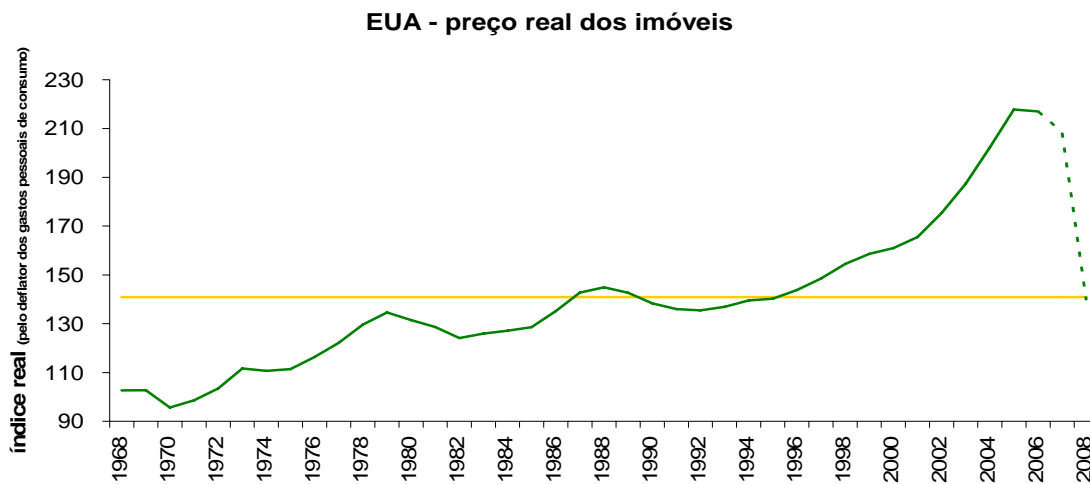
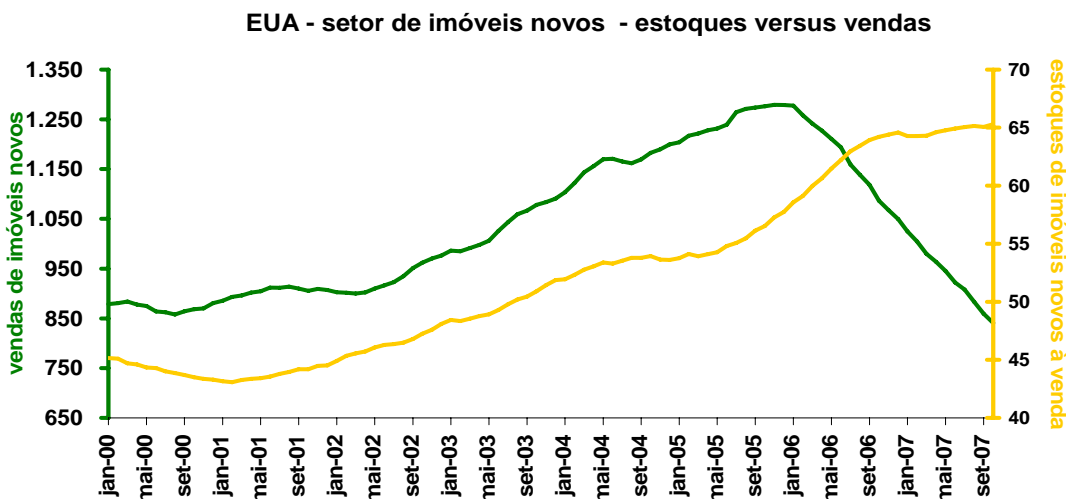


Figura E3



Em relação aos movimentos compensatórios da queda do investimento residencial e consumo, temos três componentes do PIB que poderiam contrabalançar esse efeito:

- investimentos não residenciais, que representam pouco mais de 40% do total: nesse caso, é difícil imaginar que o movimento anti-cíclico seja preservado quando o consumo das famílias declinar, posto que se trata de construção de shopping centers, lojas e escritórios (figura E5).

- déficit em conta corrente: quanto menor o déficit maior o PIB e o crescimento econômico e esse movimento compensatório já está ocorrendo, tanto via aumento de exportações quando importações, no entanto, a taxa de crescimento das exportações para compensar futuras

quedas no consumo é elevada demais para ser considerada provável, portanto, a reversão do déficit atenua, mas não compensa inteiramente o processo de desaceleração.

- gastos do governo: a melhora do déficit fiscal recente abre as portas para algum impulso fiscal no ano de eleições presidenciais em 2008, no entanto, devemos lembrar que grande parte das receitas fiscais de estados e municípios vem de operações financeiras e que também parte da arrecadação cíclica pode diminuir com a desaceleração maior esperada para 2008. Esse impulso possui limitadores.

Figura E4

EUA - preço dos imóveis, composição total

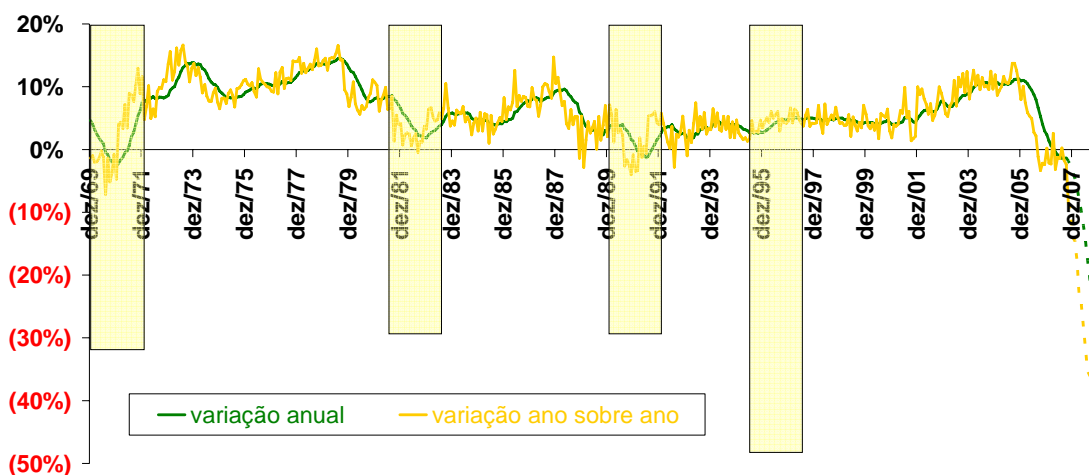
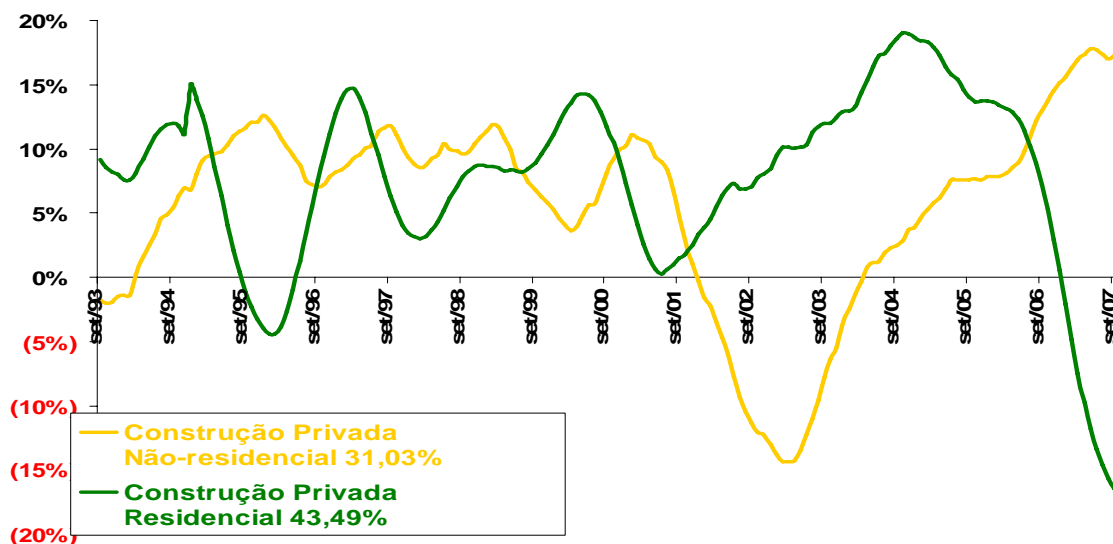


Figura E5

EUA - gastos de construção do setor privado- variação anual



Conclusão

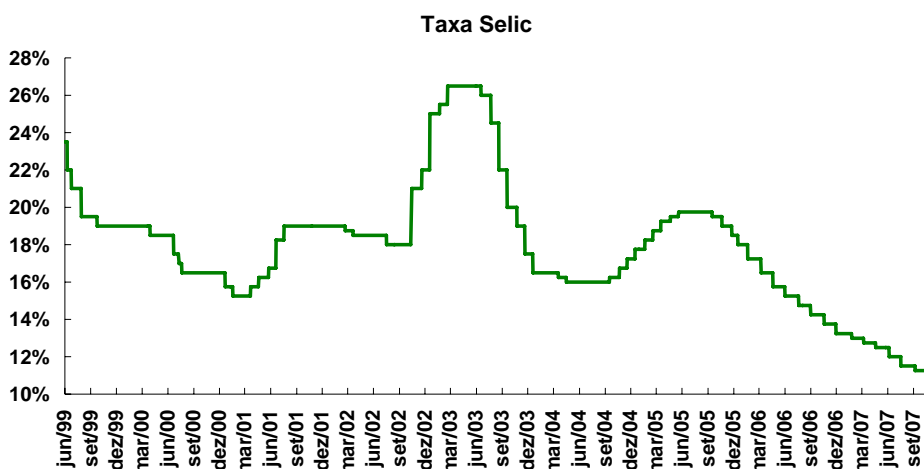
Os riscos aumentaram em relação às teses que dão sustentação ao mercado e que garantem a continuidade de um crescimento global robusto, uma das principais variáveis explicativas da tendência dos preços. Tanto o processo de desaceleração dos Estados Unidos pode ser maior que o esperado, quanto a tese de descolamento irá passar pelo seu grande teste ano que vem. Discutimos extensivamente esse tema no relatório de novembro e para o próximo relatório a ser publicado em janeiro de 2008, vamos detalhar mais quais são as possibilidades do descolamento neutralizar os problemas nos Estados Unidos. Alguns pontos novos de análise nos foram sugeridos: entender a mudança da economia global atual como uma transição semelhante da hegemonia da Inglaterra para a Alemanha e os Estados Unidos no início do século passado². Dessa vez, a hegemonia produtiva está sendo transferida para a Ásia – e nós pegamos uma carona nessa transferência, por sermos detentores de recursos naturais indispensáveis para esse processo. Por conta desse processo, embora seja um período de grande volatilidade, existe segundo essa visão, a possibilidade da economia mundial se mostrar muito mais resiliente que em períodos anteriores de turbulência norte-americana. O fato é que isso já vem ocorrendo – embora o grande teste não ocorreu, pois o consumo das famílias dos Estados Unidos ainda não capitulou e a esperada destruição da riqueza virá só agora. A resiliência da economia mundial pode se provar um excelente amortecedor dos problemas norte-americanos, por mais desvairados que eles tenham sido. Esse ponto será melhor discutido no próximo relatório, mas é a principal questão do cenário externo em 2008.

Cenário Doméstico

Atividade, inflação, política monetária e CPMF

A atividade econômica apresentou taxas de crescimento elevadas em 2007, acima das taxas observadas em 2006. A principal razão para isto é a redução dos juros iniciada em 2005 e as melhorias na oferta de crédito (figura 1). A taxa Selic diminuiu de 19,75% em setembro de 2005 para 11,25% em setembro de 2007. Boa parte desta redução ocorreu em 2006 e seus efeitos devem ser majoritariamente sentidos em 2007. Uma das formas pelas quais a redução da taxa básica de juros se traduz em maior crescimento econômico é pela diminuição dos juros para operações de crédito e financiamento. A redução do custo do financiamento conduz ao aumento dos investimentos e dos gastos de consumo, particularmente bens duráveis.

Figura 1



² Comentário do economista e amigo Marcelo Tsuji.

Em 2007 as taxas de juros dos empréstimos diminuíram significativamente, tanto nos empréstimos para pessoa física quanto pessoa jurídica. Além do efeito da redução da taxa Selic, as taxas de juros de mercado estão diminuindo devido à redução dos spreads (diferença entre a taxa de juros cobrada no empréstimo/financiamento e a taxa Selic, figura 2). A redução dos spreads reflete a melhoria nas condições da economia brasileira, incluindo maior estabilidade da inflação e do crescimento econômico, que aumentam a previsibilidade da economia e consequentemente reduz os prêmios cobrados nas operações de crédito. Além disso, as boas perspectivas para a economia favorecem a redução da inadimplência, fato que também contribui para a redução dos spreads. As melhores condições de crédito tem sido aproveitadas tanto por consumidores quanto por empresas, expandindo o crédito em percentual do PIB (figura 3). O crédito para pessoa física tem se concentrado em operações de financiamento de veículos e operações de empréstimo pessoal, que devem terminar o ano com crescimento superior a 20% nas concessões. O crédito para empresas também aumentou em 2007: entre os bancos comerciais as concessões para empresas devem aumentar cerca de 10% e no BNDES as concessões devem aumentar cerca de 35% em 2007. A maior procura por crédito do BNDES reflete o aumento dos investimentos. Como o crédito do BNDES possui prazo maior e facilidades para financiamentos de máquinas e equipamentos, a maior demanda por investimentos observada em 2007 aumentou a procura pelas linhas de crédito do BNDES.

Figura 2

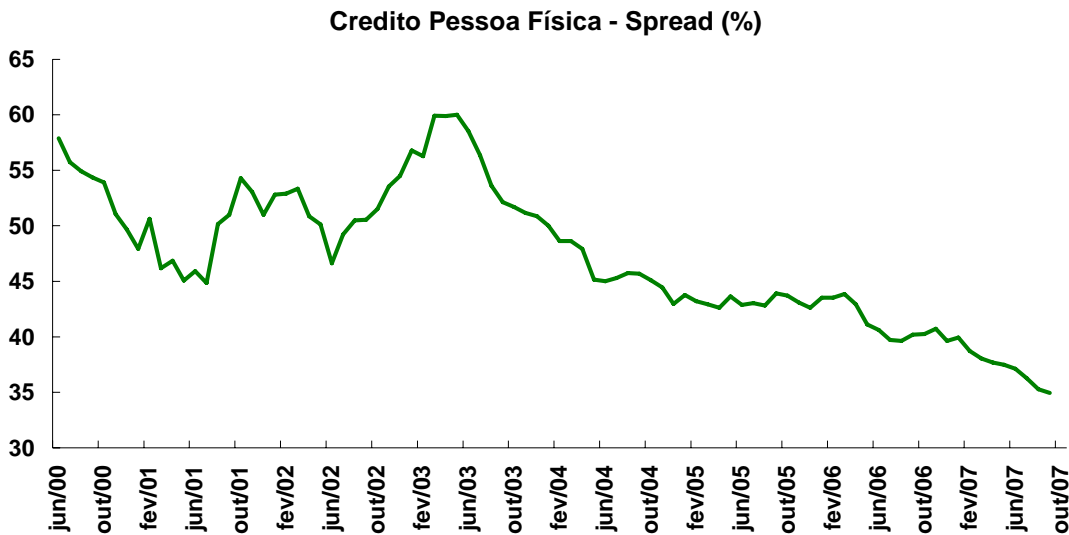
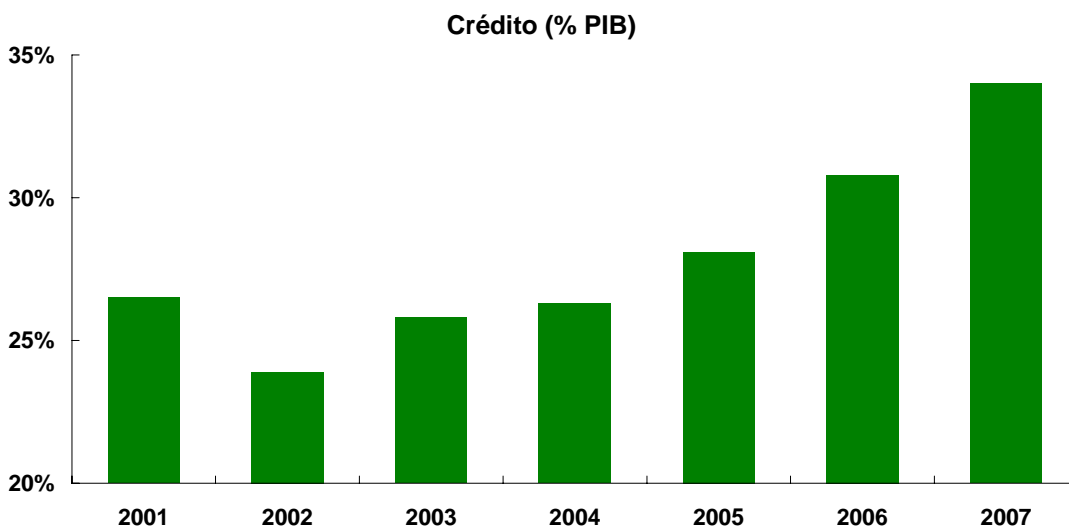


Figura 3



O crescimento do PIB atingiu 1,7% no terceiro trimestre. Este resultado foi superior ao crescimento do segundo trimestre, 1,4%, e do primeiro trimestre, 1,1%. Em termos anuais, o crescimento médio do PIB até o terceiro trimestre foi de 5,6%, bastante acima da média dos últimos anos. Além de mostrar um crescimento elevado do PIB, os dados do IBGE mostram que o crescimento se acelerou ao longo de 2007. Acreditamos que esta tendência seja revertida no quarto trimestre, para o qual esperamos crescimento de 1,4%. Para o ano de 2008 ainda esperamos crescimento elevado, em torno de 4,5%, enquanto 2007 deve terminar com crescimento de 5,4% em relação à 2006 (figura 4).

Figura 4

	Trimestre dessaz.				Anual	
	4T06	1T07	2T07	3T07	4T06	3T07
PIB	1,4%	1,1%	1,3%	1,7%	3,70%	5,20%
Consumo	1,5%	1,4%	1,6%	1,5%	4,7%	5,6%
Governo	-0,1%	3,3%	0,1%	0,3%	2,8%	3,3%
Investimento	2,5%	2,3%	4,6%	4,5%	10,0%	12,2%
Exportações	-1,2%	0,6%	1,0%	1,4%	5,1%	6,4%
Importações	3,8%	4,1%	2,6%	9,1%	18,3%	20,4%

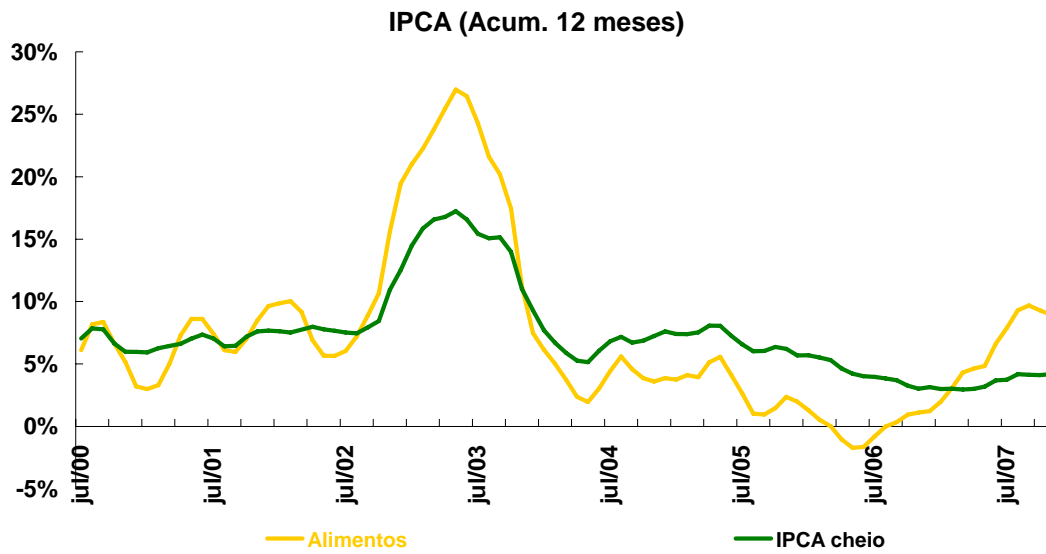
O crescimento elevado da produção industrial em 2007 conduziu ao aumento do nível de utilização da capacidade instalada. A produção industrial deve crescer cerca de 5,2% em 2007, ante 2,9% em 2006. Estimamos que o crescimento da capacidade de produção da indústria brasileira seja de aproximadamente 4%, composto de um crescimento do estoque de capital de 3% e crescimento da produtividade de 1%. Logo, o crescimento da produção acima do crescimento da capacidade de produção levou a uma utilização maior da capacidade instalada. Além disso, os estoques da indústria diminuíram em 2007. Estes resultados mostram que o aumento recente dos investimentos tem ficado aquém do necessário para manter a indústria operando com estabilidade da utilização da capacidade. Levando em conta estes fatores, acreditamos que os investimentos devam continuar crescendo em 2008 e até 2009, sendo as principais razões para isto a expectativa de crescimento elevado da demanda doméstica nos próximos anos e o baixo estoque de capital na economia brasileira.

A inflação aumentou sensivelmente em 2007. De 3,1% em 2006, a inflação deve passar para 4,3% em 2007. A principal razão para isto é o aumento nos preços dos alimentos (figura 5). A maior demanda por alimentos, impulsionada pelo estímulo à produção de biocombustível em alguns países, as dificuldades de oferta devido a problemas climáticos em países importantes, como Austrália e Nova Zelândia, fez com que o preço dos alimentos aumentasse no mercado internacional, com impactos significativos sobre o Brasil.

Os preços administrados ficaram abaixo da inflação total pela primeira vez desde a introdução do regime de metas de inflação em 1999. Entre os fatores que explicam este resultado estão a baixa inflação de 2006, ausência de reajustes de transportes e fatores específicos em alguns setores. Os preços administrados estão muito ligados à inflação do ano anterior em função da regulamentação dos preços e dos mecanismos de indexação ainda presentes. De forma geral, os reajustes "autorizados" para os preços administrados estão baseados na inflação do ano anterior, medida pelo IPCA ou IGP-M. Como a inflação medida por estes dois índices diminuiu bastante em 2006, o impacto sobre os preços administrados foi sentido principalmente em 2007. Em 2007 os preços dos combustíveis sofreram poucas alterações: a Petrobrás não reajustou preços e os reajustes em tarifas de ônibus foram poucos e pequenos. Por outro lado, o preço do álcool diminuiu bastante em função da elevada oferta do produto no mercado local, fazendo com que o preço da gasolina diminuísse (apenas a gasolina é considerada um preço administrado, o álcool é considerado um preço livre). Além disso, o grupo de transportes foi favorecido pela ausência de reajustes de tarifas de ônibus, o que normalmente ocorre uma vez a cada dois anos. Como os reajustes neste grupo foram elevados em 2006, neste ano os reajustes foram bastante modestos. O último fator que contribuiu para a redução dos preços administrados foi a redução das tarifas de energia elétrica. Em algumas regiões havia um subsídio dos consumidores residenciais para os consumidores industriais. O fim deste subsídio

em algumas regiões, como São Paulo, levou à redução das tarifas de energia elétrica para os consumidores. Por fim, a redução de alguns impostos cobrados sobre o consumo de energia elétrica também levou à redução dos preços para o consumidor final. Estes dois fatores levaram a uma deflação dos preços de energia elétrica em 2007. Estes fatores não devem se repetir em 2008: a inflação em 2007 aumentou significativamente e deve favorecer o aumento dos preços administrados em 2008, o preço do álcool não deve diminuir tanto em 2008 quanto em 2007. No caso do preço da energia elétrica, o subsídio dos consumidores aos produtores devem ser retirados em mais algumas regiões, porém o impacto maior foi em 2007.

Figura 5



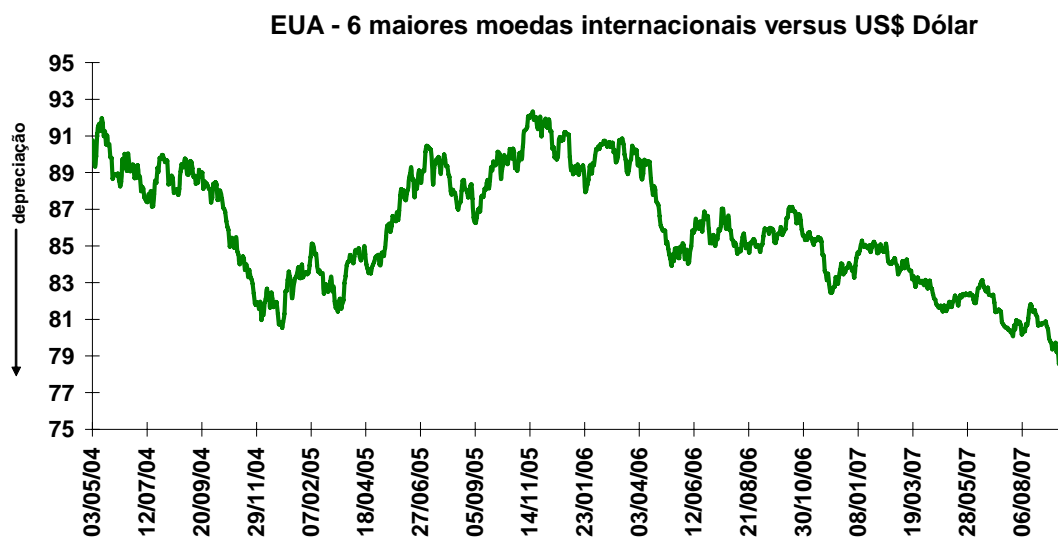
Mesmo desconsiderando estes dois fatores específicos, aumento no preço dos alimentos e redução dos preços administrados, a inflação aumentou ao longo de 2007. A tendência de queda da inflação se reverteu em 2007, principalmente devido ao aumento da inflação dos bens comercializáveis. Produtos que vinham apresentando tendência de queda há muitos meses, como os produtos eletrônicos e vestuário, já mostram sinais de recuperação. Entre os fatores explicativos deste movimento estão o fim do processo de redução do preço destes produtos no mercado internacional e o aumento do volume de vendas no Brasil. A globalização teve um papel importante na redução dos preços de diversos produtos nos últimos anos, incluindo os produtos eletrônicos e os têxteis. O deslocamento da produção para países de baixo custo, como China, levou à redução dos preços no mundo inteiro, seja via redução dos preços dos produtos importados, seja via redução dos preços domésticos devido à maior concorrência com competidores internacionais. Este processo tem sido observado desde o início desta década e agora parece ter perdido fôlego. A inflação dos produtos importados que se aproximou de zero em 2006, deve terminar 2007 próximo de 10%.

Outro fator que deve ter contribuído para o aumento da inflação foi o aumento das vendas nos últimos meses. De forma geral, a probabilidade de reajustes de preços é diretamente relacionada com o nível da inflação e com o volume de vendas. Com as baixas taxas de inflação observadas nos últimos anos, particularmente em 2006 e início de 2007, e com o baixo volume de vendas em 2005 e início de 2006, os reajustes de preços provavelmente foram baixos em 2006 e início de 2007. Com a aceleração do crescimento econômico no final de 2006 e o aumento da inflação devido ao aumento dos preços agrícolas, é provável que uma rodada de reajustes de preços tenha começado a partir da segunda metade do ano. Este processo provavelmente se estenderá por 2008, implicando que a tendência da inflação deve continuar sendo de alta pelo menos até os primeiros meses de 2008. Contudo, não esperamos grandes variações na inflação "cheia" nos próximos meses, principalmente em função da expectativa de redução da inflação dos alimentos. Além disso, não esperamos que os reajustes atualmente em curso sejam muito diferentes de 4%, patamar atual da inflação.

Em face do aumento da inflação e do vigor do crescimento econômico observado nos últimos meses, o Banco Central optou por fazer uma pausa no ciclo de redução de juros na reunião de outubro. Os dados divulgados após a decisão do Copom diminuíram as expectativas de reduções de juros ainda no curto prazo: os dados de inflação de outubro e novembro foram piores que o esperado e mostram que a inflação está aumentando, enquanto o ritmo de crescimento econômico aumentou nos últimos meses. Nossa expectativa é que o Copom volte a reduzir os juros apenas no segundo semestre de 2008, com o risco de isto ocorrer apenas no último trimestre do ano, mas mesmo esse cenário possui riscos de não ser confirmado.

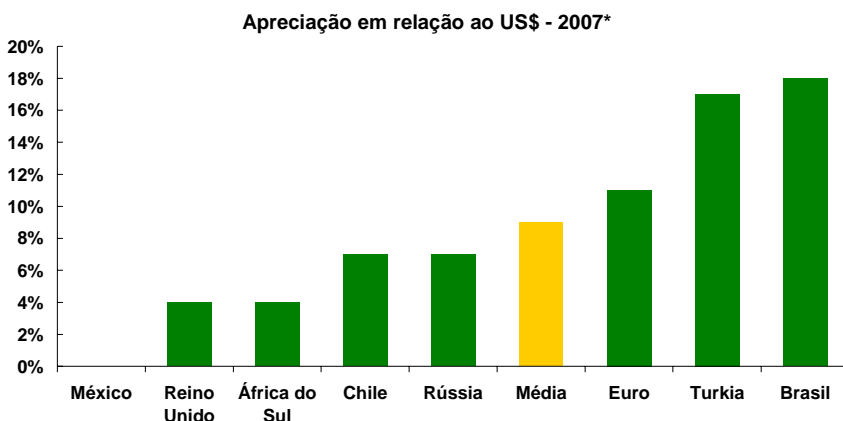
A taxa de câmbio manteve a trajetória de apreciação em 2007. Uma das razões para isto está na desvalorização do dólar americano com relação às principais moedas. O elevado déficit nas contas externas apresentado pelos EUA, somado à perda de dinamismo da economia e queda dos juros, impulsionaram a desvalorização do dólar (figura 6).

Figura 6



A desvalorização do US\$ é apenas parte da explicação para a valorização do R\$. Como pode ser visto na figura 7, o R\$ foi uma das moedas que mais se apreciou no mundo em 2007. Este movimento tem explicação em fundamentos domésticos, principalmente na evolução favorável das contas externas.

Figura 7



*Até o dia 10/12/2007. A média é uma média ponderada onde os pesos são dados pela participação do país na balança comercial americana.

As contas externas brasileiras continuaram apresentando desempenho favorável em 2007. A maior diferença com relação à 2006 foi a dinâmica das contas comerciais e financeiras: a balança comercial deve terminar 2007 com saldo em torno de US\$ 40 bilhões, abaixo do saldo de US\$ 46 bilhões de 2006. Entre as causas para esta redução do superávit da balança comercial estão o aumento nos preços dos produtos importados e o principalmente o aumento das quantidades importadas em função do maior crescimento econômico no Brasil. Como mencionado, os preços de importação apresentaram elevação significativa em 2007. Contudo, o fator mais importante para a redução do superávit comercial foi o aumento do “quantum” das importações: a combinação de crescimento econômico elevado no Brasil com uma taxa de câmbio apreciada fizeram com que a taxa de crescimento do quantum importado passe de 16% em 2006 para cerca de 22% em 2007. Se as importações cresceram a taxas mais elevadas em 2007, as exportações apresentaram taxas de crescimento menores. A principal razão para o menor crescimento das exportações brasileiras em 2007 foi o menor aumento nos preços: em 2006 os preços de exportação aumentaram 13% enquanto em 2007 este aumento não deve chegar a 9%.

Por outro lado, o fluxo financeiro de dólares para o Brasil aumentou sensivelmente: o investimento direto estrangeiro (IED) deve aumentar para US\$ 35 bilhões em 2007 ante US\$ 22 bilhões em 2006 e os investimentos de portfólio deve terminar o ano em US\$ 30 bilhões ante US\$ 15 bilhões em 2006. O aumento no IED reflete de um lado o aumento neste tipo de investimento no mundo em 2007 e de outro a melhor posição do Brasil como destino de investimentos: o crescimento econômico mundial deve diminuir de 5,4% em 2006 para 5,2% em 2007 e deve ser ainda menor em 2008, em torno de 4,8%. Enquanto no Brasil a taxa de crescimento aumentou em 2007 e deve se manter em níveis elevados em 2008.

Os investimentos em títulos e ações também aumentaram em 2007: até outubro são US\$ 28 bilhões, ante US\$ 15 em todo o ano de 2006. A elevada liquidez no mercado financeiro internacional no início de 2007, somada às revisões do rating do Brasil por diversas agências classificadoras de risco estimulou o aumento de investimentos estrangeiros em títulos e ações. Além disso, ao longo do ano foram realizadas diversas operações de abertura de capital (IPO), que também contribuíram para o maior fluxo de investimentos de portfólio para o Brasil. As operações de abertura de capital foram de US\$ 14 bilhões em 2007 e até início de novembro já somava US\$ 29 bilhões.

De maneira resumida, pode-se dizer que os fluxos financeiros aumentaram em importância ao longo de 2007. Esperamos que o ano de 2008 seja menos brilhante tanto para o fluxo comercial quanto para o fluxo financeiro. O saldo da balança comercial deve continuar diminuindo em função do elevado crescimento das importações e as exportações devem crescer pouco em função do menor crescimento do resto do mundo. As contas financeiras devem continuar apresentando fluxo elevado. Contudo, em função do pior momento vivido pela economia mundial e pela redução do apetite por risco no mercado financeiro internacional o fluxo financeiro não deve ser tão alto quanto em 2007. Além disso, o aumento do estoque de investimentos estrangeiros no Brasil, tanto IED quanto portfólio, devem fazer com que as remessas de lucros e dividendos aumente em 2008.

Do lado fiscal o ano de 2007 foi marcado por um crescimento acentuado na arrecadação, principalmente em função do elevado crescimento econômico. Além do crescimento do PIB, dois fatores contribuíram para o crescimento da arrecadação: maior formalização da economia e crescimento acentuado das importações. O crescimento econômico elevado dos últimos anos está promovendo a maior formalização da economia, o que tende a aumentar as receitas tributárias mesmo sem crescimento econômico. Além disso, o crescimento econômico atual impulsionou as importações, devido à demanda elevada por investimentos (grupo intensivo em importações), elevado nível de utilização da capacidade instalada (exige que parte da demanda seja atendida obrigatoriamente por importações) e taxa de câmbio apreciada. Como as importações pagam mais impostos que os outros grupos no PIB, o crescimento das importações causa um crescimento mais que proporcional na arrecadação tributária.

Em 2007 o Governo Federal anunciou a criação do PAC – Programa de Aceleração do Crescimento. O objetivo do PAC era aumentar os investimentos em infra-estrutura com recursos antes destinados à construção do superávit primário. Os recursos destinados às obras do PAC representam 0,5% do PIB. Com isto o superávit primário de 2007 seria reduzido de 3,8% do PIB para 3,4% do PIB. Contudo, boa parte das obras previstas no PAC não devem ser concluídas ou não cumprir o cronograma previsto para o ano.

Para o ano de 2008 as perspectivas para o setor fiscal são piores que em 2007. A CPMF não deve ser renovada em 2007. Se aprovada em 2008, provavelmente ocorrerá somente em março ou depois e considerando o período de noventa exigido por um imposto novo (a proposta votada em 2007 era prorrogar o imposto existente, como isto não ocorreu será necessário criar novamente o imposto e neste caso é necessário cumprir a noventa), o governo deve perder pelo menos metade da arrecadação anteriormente prevista com CPMF, ou seja, R\$ 19 bilhões. Como dificilmente o governo aceitará reduzir despesas na mesma proporção, o superávit primário deverá ser reduzido e a queda da dívida pública deve ser mais lenta. Este resultado já está aumentando os juros para operações mais longas e pode continuar pressionando o câmbio e os juros em 2008. A redução do superávit primário deve aumentar a percepção de risco em relação ao Brasil e dificultar a obtenção do grau de investimento em 2008, fato que já está “precificado” em boa parte dos ativos.

Renda Fixa

O mercado sentiu-se pressionado com a inflação mais alta e com expectativas de inflação maiores. Dúvidas em relação ao cenário de queda de juros aumentaram, os riscos desse cenário realmente são para pior. As dúvidas em relação à aprovação do CPMF, ameaçam a política fiscal. Se não for aprovado, pode pressionar o real e tornar necessário a alta de juros. Todos os determinantes dos juros já estavam negativos antes do CPMF: inflação em alta, equilíbrio entre demanda e oferta apertado, expectativas também subindo. O cenário não deve melhorar ao longo do mês de dezembro, principalmente após a não aprovação da CPMF.

As dúvidas do cenário externo se agravaram e abalaram o câmbio sensivelmente. As perspectivas são de continuidade de apreciação cambial. O fluxo de dólares para o Brasil ainda é elevado, tanto devido ao saldo comercial quanto devido ao fluxo financeiro. A continuidade do bom humor no mercado financeiro internacional deve impulsionar a apreciação do real, no entanto, dúvidas sobre perdas financeiras relacionadas com a crise de crédito, podem trazer volatilidade para a taxa de câmbio novamente.

Renda Variável

Assim como no câmbio, as dúvidas do cenário externo se agravaram e abalaram o bolsa sensivelmente. Continuará prevalecendo a visão otimista dos mercados e suas teses principais - não recessão nos Estados Unidos e descolamento - embora ao longo do mês a alta possa ser abalada por divulgação de perdas financeiras em balanços dos bancos e de empresas. Apesar da continuidade de números negativos relacionados com o setor imobiliário e consumo das famílias, a perspectiva mais clara de reduções de juros pelo FED pode evitar quedas nos mercados, apostando no socorro dos juros mais baixos, que no entanto, não são capazes de afetar a economia tão rapidamente.

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

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

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