ABN AMRO Asset Management

Relatório Econômico e Estratégico

Fevereiro 2006

Brasil

Indicadores Janeiro

Ibovespa médio

38.037

+ 14,36% no mês
+ 14,36% no ano

IBX médio

12.530

+ 17,25% no mês
+ 17,25% no ano

S&P 500

1.280,08

+ 2,55% no mês
+ 2,55% no ano

CDI

+ 1,43% no mês
+ 1,43% no ano

Dólar

- 1,74% no mês
- 1,74% no ano

Paulo Werneck
Chief Investment Officer

Hugo Penteado
Eduardo Yuki
Economics and Strategy

Pedro Villani
Bruno Erbiste
Socially Resp.Investment

Gilberto Nagai
Claudio Delbrueck
Eduardo Mendonça
Noriko Yokota
Sandra Petrovsky
Equity Portfolio

Gláucia Quinto
Cristina Andréa
Cesar Dominguez
Paschoal Paione
Equity Research

Eduardo Castro
Cal Constantino
Henrique Ozeas
Jose Malavasi
Ricardo Rossi
Sidney Uejima
Sergio Zanini
Fixed Income Portfolio

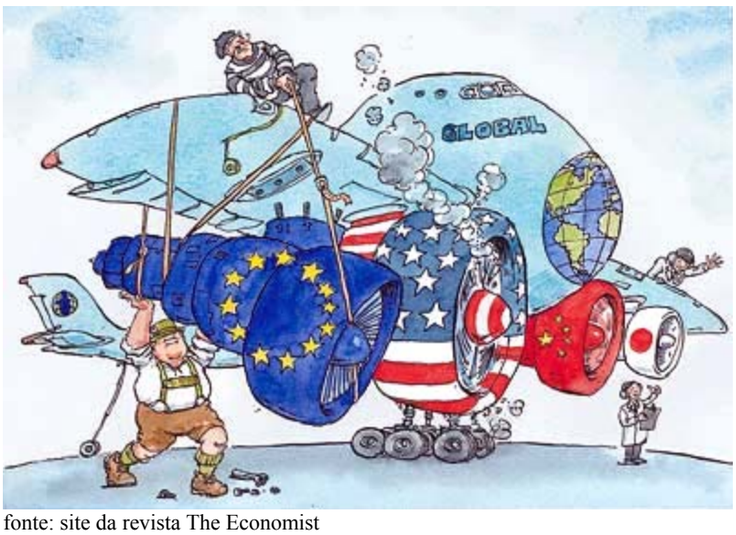
Sales Team
55 11 3174 9444

ECOECONOMIA (ECONOMIA SOCIOAMBIENTAL)

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

ECONOMIA

Cenário externo: o quarto ano consecutivo de otimismo



fonte: site da revista The Economist

"Um avião voando com uma só turbina" foi a frase com que Lawrence Summers descreveu, anos atrás, a extrema dependência do mundo em relação ao crescimento dos EUA, que desde 1995 são responsáveis pela maior parte da adição ao PIB mundial. Se essa turbina falhasse, o avião a economia mundial se despedaçaria no chão. O ano de 2005 inaugurou um período em que outras turbinas entre elas, a Europa, o Japão e alguns países emergentes vêm impulsionando mais e mais o globo, reduzindo drasticamente o efeito da atual desaceleração da economia norte-americana sobre a mundial, evitando um novo debacle.

Entre 2000 e 2002, registraram-se três anos de quedas consecutivas nos mercados acionários, só comparáveis à seqüência de quedas observada durante a II Guerra Mundial. Se 2003 apresentasse uma nova queda, teria sido como uma reedição do quatriênio 1929-1932, período da Grande Depressão. Esse episódio não só não deve ser esquecido como traz importantes ensinamentos, ou fatos estilizados, mostrando mais uma vez que a História é um importante elemento para se avaliar o futuro:

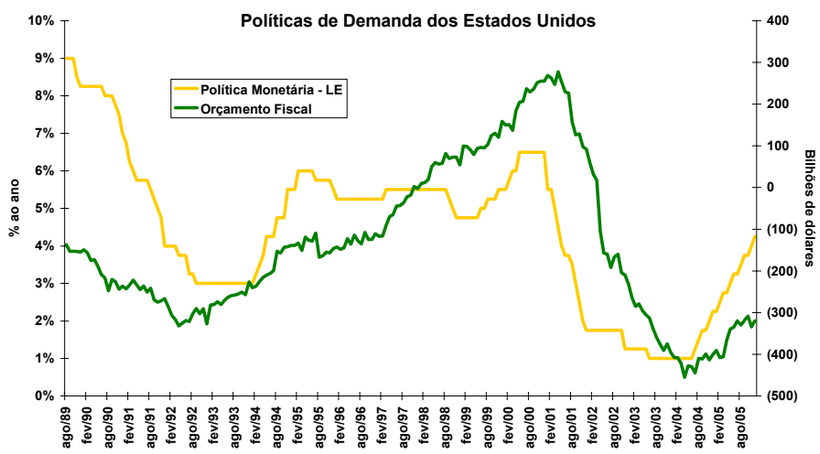
1) Quedas consecutivas anteriores foram explicadas por crises econômicas muito maiores do que a do triênio 2000-2002, pois, na Grande Depressão, a economia norte-americana afundou numa recessão de 26%, com o PIB recuando de US$ 791 bilhões para US$ 584 bilhões, e afundou também durante a Guerra.

	Variação do PIB dos EUA
Grande Depressão (1929 a 1932)	(26,12%)
Segunda Guerra Mundial (1944-1947)	(13,01%)
Crise Nasdaq (2000-2002)	4,39%

2) O avanço dos instrumentos financeiros de análise das economias e das empresas acabou embutindo as medidas de crescimento potencial das economias nas planilhas de projeção. Com isso, basta um crescimento abaixo do potencial para causar uma frustração das expectativas e provocar fortes quedas nos mercados financeiros. Portanto, de hoje em diante, qualquer diminuição do crescimento das economias em relação ao seu potencial gera uma crise financeira, tal como aconteceu entre 2000 e 2002, quando a economia deveria ter crescido 11%, e não os meros 4,39%.

3) Todas quedas dos mercados acionários em geral foram causadas por fenômenos globais; no caso específico da crise do Nasdaq, causa da maior desaceleração econômica mundial sincronizada dos últimos 30 anos, o fenômeno estava localizado nos EUA, mas acabou se tornando global em decorrência da extrema dependência da economia mundial de uma única turbina.

Figura E1a



Face a essa importante evidência, os mercados tornaram-se muito sensíveis à desaceleração e, para surpresa dos analistas, no final de 2005 a economia norte-americana mostrou uma forte desaceleração, aumentando o receio de novas quedas ligadas ao já presente desaquecimento do setor imobiliário. Foi como se soasse um alarme e, desde que se divulgou o dado do quarto trimestre do PIB dos EUA˜ frustrando as expectativas otimistas e confirmando uma inequívoca acomodação da atividade˜, os mercados vêm se comportando negativamente. Embora tanto o setor imobiliário quanto a economia norte-americana devam passar por uma desaceleração imprevista para a maior parte dos analistas, as demais economias do globo devem compensar esse arrefecimento. A despeito de uma política monetária mais apertada e com uma política fiscal menos frouxa (Figura E1a), os analistas estrangeiros mantiveram a visão de um crescimento econômico dos EUA no mesmo patamar de 2005. Na verdade, políticas de demanda mais restritivas bastariam para explicar, por uma simples relação de causalidade, uma redução do crescimento, e é difícil explicar as projeções de crescimento no mesmo patamar de 2005, no caso dos EUA (Figura E1b).

Figura E1b

Crescimento do PIB	Pesos	2003	2004	2005E jan 06 Consenso	2006E jan 06 Consenso
EUA	34%	2,7	4,2	3,6	3,4
Eurolândia	27%	0,7	2,0	1,4	1,9
Reino Unido	6%	2,2	3,1	1,7	2,1
Japão	14%	2,6	2,9	2,4	2,0
Ásia Emergente	10%	6,8	7,7	7,0	6,7
América Latina	5%	1,2	5,2	3,5	3,8
EEMEA (**)	5%	4,8	5,8	4,9	4,9
Economia Mundial	100%	2,6	3,9	3,1	3,2

Fonte: ABN Amro Asset Management NL
(**) Europa do Leste, Oriente Médio e África.
Células cinza são dados observados. E são estimativas.

Além dessas políticas restritivas, há que considerar o claro início de estagnação/contração do setor imobiliário. Alguns meses atrás, certos dados mostravam sinais contrários, mas, hoje, todos os indicadores apontam para uma reversão no setor. A desaceleração da economia norte-americana é inevitável em 2006, mas, assumindo três hipóteses que são, na verdade, as atuais teses de mercado, podemos concluir que seus efeitos sobre a economia mundial e, conseqüentemente, sobre nossos mercados serão fracos:

1) O setor imobiliário norte-americano não enfrentará um crash, e a política monetária dará, como se espera, o estímulo necessário, através de novas reduções de juros em 2006, se a contração da atividade for excessiva. Além disso, há a expectativa de a expansão do emprego e da renda compensarem a perda de riqueza ligada ao setor imobiliário, embora nos últimos anos essas variáveis tenham estado estreitamente relacionadas. Por causa disso, é provável que o aperto monetário nos EUA termine já em março e, meses depois, comece um afrouxamento lembremo-nos de que, em outros países, uma simples estagnação dos preços dos imóveis foi mais que suficiente para contrair fortemente o consumo. No caso dos EUA, os preços dos imóveis, sejam novos ou usados, vêm caindo, de agosto a dezembro de 2005, de 5% e 8%, respectivamente. Isso é relevante para a autoridade monetária e deve determinar um aperto menor e um afrouxamento mais precoce.

2) Através de um comércio mais regional e menos dependente dos EUA e por conta de mercados consumidores internos mais pujantes, o resto do globo sentirá bem menos a queda do crescimento da economia norte-americana.

3) Desequilíbrios globais não se traduzirão em colapso financeiro ou econômico e serão corrigidos por políticas econômicas adequadas de cada um dos principais países e regiões envolvidos (Estados Unidos, Japão , Europa e Ásia).

Nos próximos relatórios, exploraremos cada uma dessas teses de mercado mencionadas, que fazem o cenário internacional novamente muito benéfico para o Brasil em 2006. A primeira foi de certo modo desafiada pelo dado do PIB dos EUA, que indicou um enfraquecimento da economia no último trimestre de 2005. A nosso ver, essas teses voltarão a ganhar fôlego, e a preocupação com a atividade dará lugar ao otimismo. É muito importante lembrar uma das regras de funcionamento dos mercados financeiros que, embora relativamente simples, confunde muito os analistas, principalmente quando a tese de mercado difere de uma determinada visão individual.

O quadro abaixo descreve quatro situações, nas quais a "análise fundamentalista individual" pode ou não diferir da tese de mercado. O quadro mostra primeiro que a tendência dos mercados é sempre igual à tese de mercado, dado o primeiro postulado do mercado financeiro, segundo o qual o que determina os preços é a tese de mercado, e não nossa análise fundamentalista individual. Segundo, nem sempre a nossa análise fundamentalista individual coincide com o mercado e quando isso acontece, assumindo que estamos certos e os mercados errados, algum ponto de

reversão será observado no futuro. Para antever esse ponto de reversão é necessário acompanhar detidamente as variáveis econômicas e financeiras. Quando a análise fundamentalista coincide com a tese de mercado, o esgotamento se dá pelo efeito preço, ou seja, há um ponto a partir do qual os preços já refletem a situação esperada pelo mercado e ficam sem uma tendência claramente definida.

Situação atual	Análise Fundamentalista	Tese de Mercado	Tendência dos mercados	Reversão ou esgotamento	Foco da mudança
→	Negativa	Positiva		Reversão	Variáveis econômicas e financeiras
	Positiva	Positiva		Esgotamento	Valuation
	Positiva	Negativa		Reversão	Variáveis econômicas e financeiras
	Negativa	Negativa		Esgotamento	Valuation

A seta no quadro indica a situação atual, na qual a tese de mercado é otimista (como tem sido desde 2003, fazendo de 2006 o quarto ano consecutivo de otimismo), ao lado de incertezas relacionadas e extensamente discutidas aqui sobre a insustentabilidade da atual arquitetura global. Seria um erro – comum entre muitos analistas de investimentos – tomar a decisão de vender os mercados em função de uma visão individual, indo contra a tendência positiva dos mercados. Embora isso seja aparentemente óbvio, esse é um erro corriqueiro não só entre analistas experientes, bem como entre investidores comuns.

É importante lembrar alguns pontos em relação às teses de mercado que dominam as tendências dos preços:

1) As teses de mercado são soberanas.

2) Nem sempre as teses de mercado são corretas.

3) Mercado não cria realidade, apenas a reflete, portanto, pode levar tempo, mas as teses de mercado incorretas mudam e acabam determinando reversões nos preços.

4) Quando o erro da tese de mercado diz respeito a questões de longo prazo, sua sobrevida é maior, pois o mercado não precifica nem incertezas, nem o longo prazo.

Nos próximos relatórios, esmiuçaremos os pontos acima, relacionados às teses de mercado por trás da bonança do cenário internacional, procurando mostrar a possibilidade de algum tipo de reversão. As variáveis econômicas e financeiras são o foco para se antecipar a mudança, que forçosamente se transformará em uma nova tese de mercado, quando então a reversão será inevitável. Essa é a tarefa difícil: identificar pontos de tensão do cenário e as variáveis postas em xeque que podem ajudar o investidor a antecipar a reversão e minimizar futuras perdas. Acreditamos que a maior parte das questões mencionadas estão relativamente tranqüilas no curto prazo e, por essa razão, há tempo para rediscuti-las no decorrer dos próximos meses.

CENÁRIO DOMÉSTICO

Brasil: o trade-off da política fiscal e monetária

O ciclo de aperto monetário entre setembro de 2004 e maio de 2005, somado ao processo de valorização cambial, foram capazes de reduzir a expectativa de inflação dos próximos 12 meses para perto do centro da meta de 4,5%. Essa queda da inflação e o crescimento do mercado de trabalho têm expandido de forma gradual e sustentada o poder de compra das famílias. Neste ano eleitoral, a perspectiva de aumento dos gastos públicos (sem comprometer a meta de superávit primário de 4,25% do PIB) deve gerar impulso adicional ao consumo doméstico, o que poderá implicar um reaquecimento mais forte da atividade no país. Assim, acreditamos que o COPOM deverá manter a redução da taxa Selic de forma conservadora, para evitar o risco de que um crescimento da demanda doméstica acima das condições de oferta ponha em risco a estabilidade econômica.

* * *

A correta coordenação da política econômica pelo governo é fundamental para manter um ambiente propício ao crescimento econômico sem pressão inflacionária. O equilíbrio nas contas fiscais reduz a necessidade de financiamento do governo e inibe uma expansão exagerada da demanda agregada, evitando que o Banco Central (BC) seja forçado a imprimir moeda para pagar as contas do governo e pressione os índices de preços do país. Conseqüentemente, o BC conquista autonomia para reduzir a taxa de juros nominal e impulsionar o consumo e investimento do setor privado, beneficiando o crescimento econômico. Dessa forma, uma menor taxa de juros e um maior crescimento econômico reduzem também a necessidade de financiamento do governo, gerando um ciclo virtuoso de expansão do emprego, da renda e do consumo das famílias.

Infelizmente, não é tão fácil implementar essa "receita de bolo", pois há um forte incentivo político para o aumento de gastos públicos nos anos eleitorais, a fim de gerar surtos de crescimento de curto prazo[1]. O resultado dessa política fiscal mais frouxa seria justamente o oposto do acima descrito, com o aumento da inflação e, conseqüentemente, a necessidade de uma política econômica mais apertada nos primeiros anos do mandato do novo presidente. Ou seja, o ciclo eleitoral tenderia a influenciar o ciclo econômico, gerando um trade-off entre afrouxamento fiscal e conservadorismo monetário.

Felizmente, uma análise preliminar das últimas quatro eleições não mostra um padrão de forte expansão dos gastos públicos nos períodos pré-eleitorais. Na última eleição para Presidente da República, o então presidente Fernando Henrique Cardoso não expandiu os gastos reais durante o ano de 2002 (Figura 1), o que não significa que aconteça o mesmo neste ano, apesar de o atual governo manter um elevado superávit primário.

O governo Lula tem expandido os gastos públicos desde o primeiro ano de mandato (Figura 2). O alto superávit primário deste governo (que em 2005 ficou em 4,84%, acima da meta de 4,25% do PIB) tem se concretizado às custas de forte aumento de receita fiscal, devido ao crescimento econômico e ao aumento tanto da base de arrecadação quanto da eficiência da Receita.

---

[1] Essa teoria é amplamente conhecida como *ciclos político-econômicos*, em que os ciclos econômicos são gerados pelo comportamento oportunista dos *policymakers*, que manipulam instrumentos de política econômica para melhorar os indicadores e favorecer sua vitória nas urnas.

Figura 1

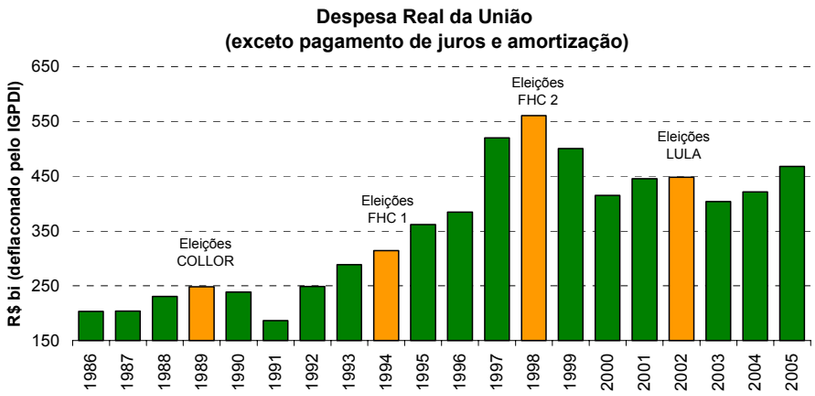
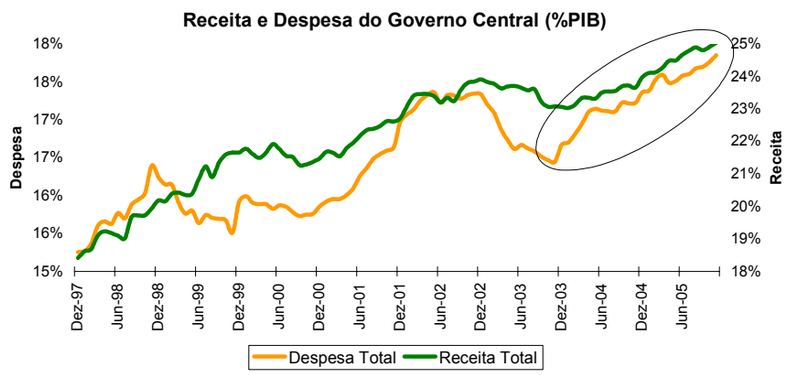


Figura 2



A elevada demanda mundial, que impulsiona nossas exportações, e a abundante liquidez internacional têm propiciado o processo de valorização cambial, que, somado ao ciclo de aperto monetário pelo BC de setembro de 2004 a maio de 2005, foram capazes de aproximar a inflação do centro da meta. A queda dos índices de inflação e o aumento do emprego têm gerado um importante aumento da massa salarial. Além disso, a expansão do mercado de crédito (especialmente o crédito consignado) tem ajudado a impulsionar o consumo das famílias, hoje em patamar historicamente elevado (Figura 3).

Dessa forma, a melhora no poder de compra das famílias e a forte demanda internacional por produtos brasileiros (especialmente commodities) têm contribuído para o reaquecimento da indústria nacional, que, após uma queda de 0,4% no terceiro, cresceu 0,9% no último trimestre. No entanto, não acreditamos que a perspectiva de reaquecimento moderado impeça o BC de continuar o ciclo de redução da taxa de juros, já que a produção de bens de capital está no maior patamar histórico e foi o setor que se mostrou mais dinâmico no último trimestre (Figura 4). Isso indica que há demanda por máquinas e equipamentos e expectativa de expansão da capacidade produtiva das empresas, o que permitirá ao país responder ao aumento do consumo sem pressão de custos ou aumento da inflação ao consumidor.

Figura 3

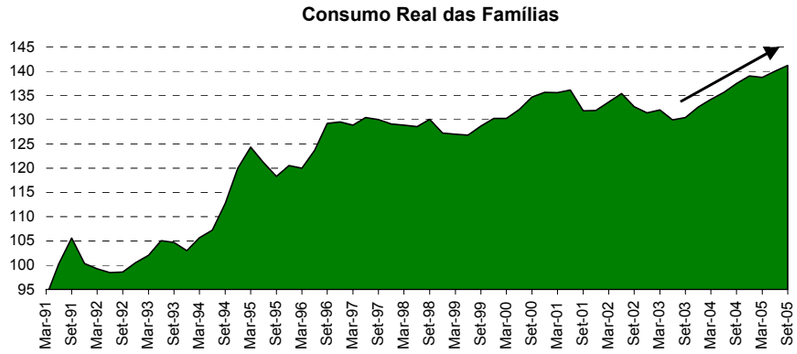
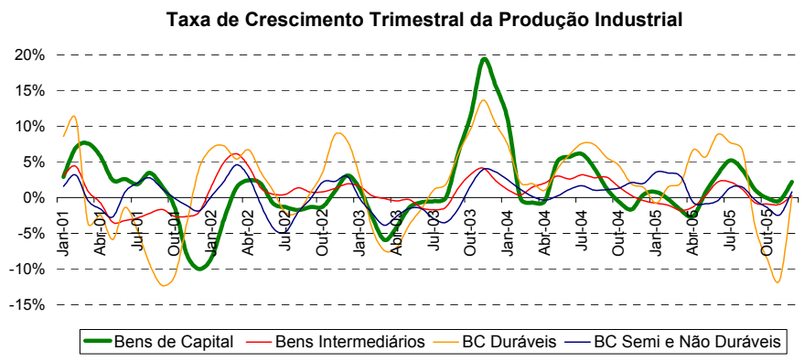


Figura 4



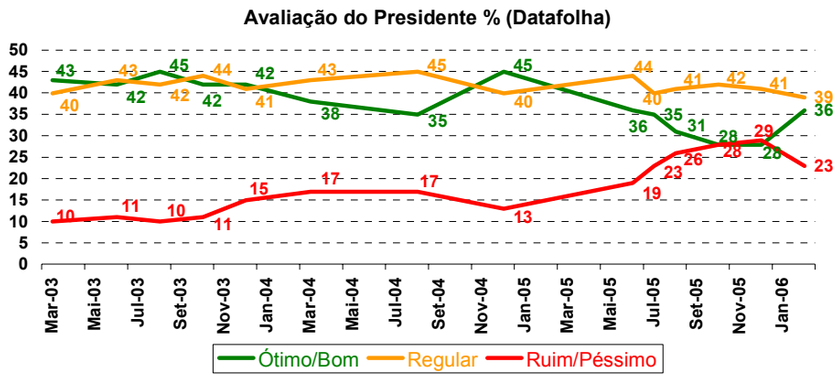
Impulsionado pela redução da taxa de juros pelo BC e pelo aumento de gastos públicos, o reaquecimento da economia deve continuar melhorando a popularidade do governo Lula, que declinou durante a crise política do ano passado. A pesquisa do Datafolha de fevereiro já mostrou uma recuperação substancial da avaliação ótimo/bom do presidente (Figura 5).

A popularidade do governo depende muito da situação econômica do país. Assim, nos próximos meses, as atenções devem se voltar para a perspectiva de que o governo aumentará ainda mais os gastos públicos (especialmente os sociais) para impulsionar rapidamente o consumo. Lembremo-nos de que a política fiscal tem efeito mais rápido do que a monetária sobre a atividade econômica, pois um aumento de gastos por si só já expande o PIB, ao passo que um ciclo de redução da taxa de juros deve antes impulsionar o mercado de crédito e, então, a atividade doméstica.

Dado que a atividade econômica tende ao reaquecimento, acreditamos que uma maior expansão dos gastos públicos (mantendo o superávit primário acima da meta de 4,25% do PIB) deverá manter o conservadorismo do BC, para evitar que um ritmo acelerado de crescimento gere aumento da inflação esperada de médio e longo prazo. Portanto, relembrando o trade-off entre políticas fiscal e monetária, a correta coordenação da política econômica para manter o crescimento econômico próximo do potencial (em torno de 3,5% a 4,0%) exigirá que o BC reduza a taxa Selic em 0,75 p.p. nas próximas três reuniões e encerre o ciclo de redução de juros em julho, com uma redução de 0,50 p.p. em 14,50% a.a. Isso produzirá uma taxa de juros reais de 9,50% a.a. no final de 2006 embora seja alta para os padrões internacionais, a experiência histórica brasileira mostra sempre uma significativa resposta econômica à redução dos juros. O mais importante para determinar a evolução da economia não é o patamar de juros reais, mas a mudança desse patamar, que recuará de 13% em 2005 para 9,5% em 2006, representando um importante estímulo para a demanda da

economia. Assim, em 2006, além da continuidade do estímulo via demanda externa, ambas as políticas – monetária e fiscal – devem induzir uma aceleração do crescimento de 2,3% para perto do potencial de 3,5%[2].

Figura 5



Projeções

Indicadores Macroeconômicos e Projeções (*)

Última atualização 10/02/06	2002	2003	2004	Projeções 2005	2006
PIB Crescimento Real (%)	1,9	0,6	4,9	2,1	3,4
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	12,5	9,3	7,6	5,7	4,7
Inflação (IGPM/FGV) (%)	25,3	8,7	12,4	1,2	5,1
Taxa de Câmbio Média (R$/US$)	2,93	3,07	2,92	2,43	2,32
Taxa de Câmbio Final (R$/US$)	3,53	2,89	2,65	2,34	2,30
Saldo em Conta Corrente (US$ bi)	(7,6)	6,7	11,8	16,0	15,4
Saldo Comercial (US$ bi)	13,2	24,8	33,7	44,8	40,0
Taxa de Juro Nominal Final do ano (Selic)	25,0	16,5	17,8	18,0	14,5
Taxa de Juro Nominal Média	19,2	23,2	16,2	19,0	15,4
Taxa de Juro Real (deflacionado pelo IPCA)	5,9	12,8	8,0	12,6	10,2
Dívida Pública (% do PIB)	55,5	58,2	51,7	51,7	52,9
Resultado Nominal do Setor Público (% do PIB)	10,3	3,6	2,5	3,8	1,2
Resultado Primário do Setor Público (% do PIB)	(3,9)	(4,25)	(4,59)	(4,90)	(4,25)

(*) As áreas sombreadas são projeções.

[2] Tratando-se de média sobre média, um crescimento de 3,5% equivale a dizer que 2006 reproduzirá o mesmo crescimento trimestre a trimestre robusto de 2004, quando a taxa registrada foi de 5%, mas que, pelo efeito estatístico, significará apenas 3,5%.

MERCADO DE AÇÕES

Mais uma vez, a abundante liquidez internacional foi a grande impulsionadora da boa performance da Bolsa em janeiro. O fluxo de entrada líquida de recursos estrangeiros na Bovespa no mês alcançou R$ 2,6 bilhões. O Ibovespa médio fechou o mês com valorização de 14,4% e o IBX-50 médio, com valorização de 17,2%. O risco país apresentou nova queda, fechando o mês abaixo de 300 pontos-base, e o volume médio diário negociado foi cerca de 50% superior ao de dezembro.

O bom momento de mercado tem propiciado a colocação de novas ações no mercado, e tanto as emissões primárias quanto as secundárias estão bastante ativas neste início de ano. Para fevereiro, acreditamos na continuidade do desempenho positivo da Bolsa, dados os bons fundamentos domésticos. No entanto, como o desempenho em janeiro foi muito forte e impulsionado por fluxo de compra de estrangeiros, não se pode descartar a possibilidade de alguma realização de lucros.

MERCADO DE RENDA FIXA

A decisão do Copom de reduzir a taxa Selic em 0,75% na reunião de janeiro surpreendeu parte do mercado e fez com que a curva de juros mostrasse novamente um recuo da taxa de longo prazo. O contrato de DI mais líquido, o de janeiro de 2007, encerrou o mês cotado a 15,90%, contra um fechamento de 16,40% de dezembro. Esperamos a manutenção deste ritmo de redução de juros nas próximas reuniões, devido à convergência da inflação para as metas.

O mercado de títulos públicos apresentou novamente forte valorização, com destaque aos títulos indexados ao IPCA (NTN-B) e às LTNs travadas com futuros. A melhora do risco país brasileiro e a manutenção do bom desempenho fiscal do governo nos próximos meses deverão manter elevada a demanda pelos títulos públicos.

A forte liquidez internacional e a decisão do Banco Central de diminuir a intensidade de suas intervenções no mercado cambial levaram a moeda americana a uma desvalorização de aproximadamente 5,30% no mês de janeiro. A contínua melhora dos indicadores externos brasileiros e os bons resultados da balança comercial deverão continuar favorecendo a valorização do real frente ao dólar nos próximos meses.

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.