

Índice

Projeções, 1

Ecoeconomia, 2

Cenário externo, 2

Cenário Doméstico, 5

Renda Fixa e Renda Variável, 7

Disclaimer na última página

Indicadores jan 2008

Ibovespa médio

58.773

- 8,04% mês

- 8,04% no ano

IBX médio

19.439

- 9,79% mês

- 9,79% no ano

S&P 500

1.358,12

- 6,12% mês

- 6,12% no ano

CDI

+ 0,93% no mês

+ 0,93% no ano

Dólar = \$ 1,7603

- 0,62% no mês

- 0,62% no ano

Eduardo Castro

Chefe de Investimentos

Hugo Penteado**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 Riccomi****Renato Santaniello**

Alocação de Ativos

Área de vendas

55 11 3174 6166

Projeções

Indicadores macroeconômicos (*)	Projeções						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Última atualização 18/02/08							
PIB crescimento real (%)	1,2	5,7	3,1	3,7	5,4	4,7	4,5
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	9,3	7,6	5,7	3,1	4,5	4,8	4,0
Inflação (IGPM/FGV) (%)	8,7	12,4	1,2	3,8	7,7	6,7	3,5
Taxa de câmbio média (R\$/US\$)	3,07	2,92	2,43	2,18	1,94	1,74	1,73
Taxa de câmbio final (R\$/US\$)	2,89	2,65	2,34	2,14	1,77	1,70	1,77
Saldo em conta corrente (US\$ bi)	4,2	11,7	14,0	13,6	3,6	(2,4)	nd
Saldo comercial (US\$ bi)	24,8	33,6	44,7	46,5	40,1	29,4	nd
Taxa de juro nominal final do ano (Selic)	16,5	17,8	18,0	13,25	11,25	11,25	10,00
Taxa de juro nominal média (CDI)	23,2	16,2	19,0	15,0	11,76	11,3	10,6
Taxa de juro real (deflacionado pelo IPCA)	12,8	8,0	12,6	11,5	7,0	6,1	6,4
Risco Brasil (spread acima dos treasuries)	463	383	305	192	222	212	202
Dívida pública (% do PIB)	52,4	47,0	46,5	44,9	42,8	38,8	36,2
Resultado nominal do setor público (% do PIB)	(3,3)	(2,3)	(2,8)	(2,9)	(2,3)	(2,0)	(0,4)
Resultado primário do setor público (% do PIB)	3,9	4,2	4,4	3,9	4,0	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

Excepcionalmente deixaremos de publicar nossa nota socioambiental nesse relatório.

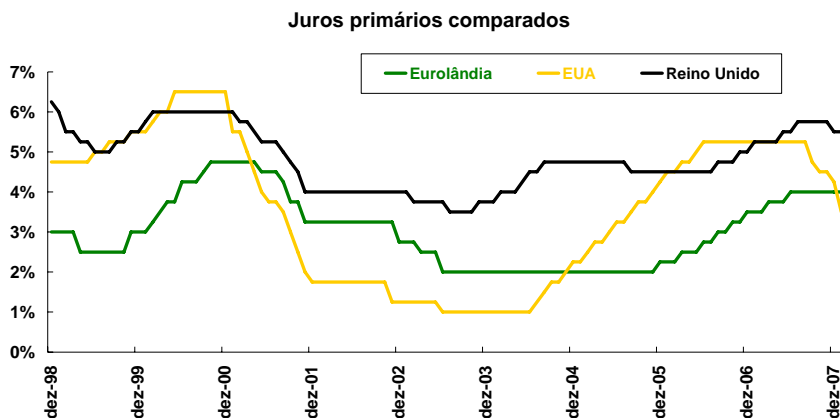
Cenário externo

Políticas de redução de juros e estímulo fiscal

Desde setembro o Federal Reserve (Banco Central americano) já reduziu os juros em 225 pontos, de 5,25% para 3,00%. Este movimento foi impulsionado pela perspectiva de baixo crescimento econômico para os próximos trimestres, particularmente para o ano de 2008. O movimento iniciado pelo Fed foi seguido também pelo Banco da Inglaterra, que já reduziu os juros de 5,50% para 5,00% desde dez/07. O Banco Central Europeu sinalizou recentemente que poderia também reduzir os juros no futuro (figura E1).

De forma geral, os bancos centrais consideram duas variáveis no momento de tomar suas decisões sobre juros, a primeira é a diferença entre a inflação (π) e a meta de inflação (π^c), e a outra é a diferença entre o produto (Y) e o produto potencial (YP). Nos dois casos, se a diferença é positiva, i.e., a inflação está acima da meta ou o produto está acima do potencial, a doutrina econômica indicaria a necessidade de aumento de juros. Mais especificamente, o que interessa aos bancos centrais são as expectativas para a evolução destas variáveis, ou seja, se a inflação será muito diferente da meta ou se o PIB ficará acima ou abaixo do potencial nos próximos trimestres.

Figura E1



O movimento realizado pelo Fed pode ser facilmente explicado por estas duas variáveis. A probabilidade de recessão está cada vez maior, sendo que para alguns economistas os EUA já estão em recessão (alguns dados já apontam para crescimento negativo do PIB no 1T08). O setor imobiliário está em crise desde abril de 2006 e embora desde o início o impacto sobre a economia fosse bastante limitado, a partir de agora começa a afetar o restante da economia de diversas formas, como redução da mão-de-obra empregada no setor e conseqüentemente redução do consumo, redução da riqueza devido à perda de valor dos imóveis, o que também pode reduzir o consumo. Na verdade, a queda dos preços dos imóveis começou em dezembro de 2007, mês onde justamente o crescimento do consumo foi próximo de zero. Antes disso, o preço dos imóveis estavam apenas em desaceleração, mas sem quedas no seu nível geral, por isso, mais importante do que o passado, são as perspectivas para o futuro: como os estoques de imóveis para venda ainda muito elevados e a disposição para comprar imóveis muito baixa, a situação no setor imobiliário deve continuar ruim por mais alguns trimestres, contribuindo para piorar uma economia já fragilizada. Além disso, as perdas no setor financeiro e um rigor maior na concessão de crédito, devem ter impactos negativos sobre a demanda dos consumidores, incluindo imóveis. Resumidamente, o PIB americano cresceu abaixo do

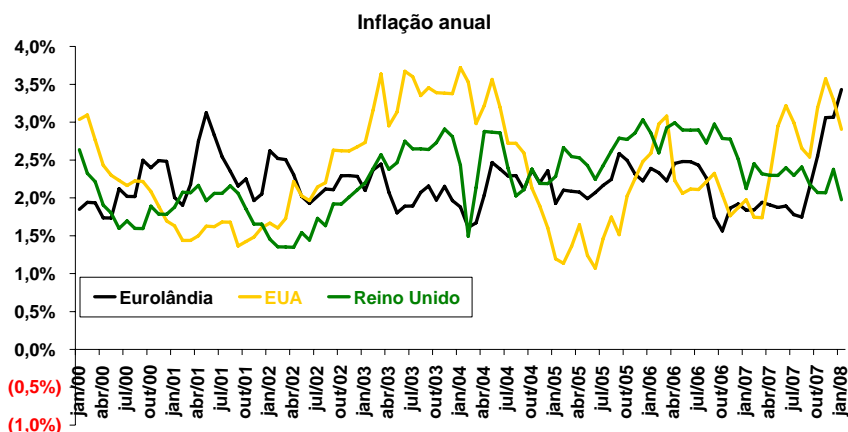
potencial no 4T07 e tudo indica que esta situação pode se agravar no 1T08 e 2T08. Esta tem sido a principal razão para a redução dos juros.

Com relação à segunda variável, a diferença entre a inflação e meta de inflação, a situação é bem menos preocupante nos EUA. Não há uma meta de inflação definida nos EUA, mas o FED já indicou em seus comunicados uma banda implícita de inflação chamada de zona de conforto, que se situa entre 1% e 2% para o núcleo do deflator dos gastos pessoais do consumo e entre 1,25% e 2,25% para a inflação ao consumidor. Atualmente o núcleo de inflação está pouco acima disto e com as perspectivas de redução no crescimento econômico, a inflação poderia ser menor. Ou seja, a inflação não está muito fora da chamada zona de conforto do FED e há mais chances de redução na inflação, do que aumento nos próximos meses.

Na zona do Euro a situação é qualitativamente similar à americana, ainda que quantitativamente diferente. As perdas com instrumentos financeiros relacionados ao mercado imobiliário americano também atingiu os bancos europeus, assim como a maior rigidez nas concessões de crédito. As bolsas européias também estão sofrendo com a turbulência no mercado financeiro e em alguns países as perdas são maiores que nas bolsas americanas. Tudo isto pode levar a uma redução nos gastos de consumo, de modo similar ao que se espera que ocorra na economia americana. A criação de emprego ainda não apresentou grandes variações, contudo, o sentimento dos empresários está piorando desde meados de 2007, o que pode levar a uma queda nos investimentos e menores contratações de mão de obra no futuro. A maior diferença entre a zona do Euro e os EUA é com relação à taxa de câmbio: o Euro está se valorizando em relação ao dólar americano há vários meses, o que torna o setor exportador menos competitivo. Já no que se refere à inflação, a situação na zona do Euro é um pouco pior que a dos EUA: a inflação na zona do Euro atingiu níveis historicamente elevados nos últimos meses, o que até agora evitou redução de juros na região. Apesar da inflação ainda elevada, as perspectivas ruins para o crescimento econômico no futuro devem contribuir para que se observem números menores nos próximos meses. Além disso, as previsões de inflação permanecem "ancoradas", ao redor de 2,3%, e o núcleo de inflação está abaixo da meta de 2%, o que permite maior flexibilidade ao Banco Central Europeu.

O Reino Unido iniciou processo de redução de juros em dezembro em função das perspectivas ruins para o crescimento econômico. Entre os fatores por trás da redução no crescimento econômico estão o aperto nas condições de crédito, a redução nas projeções de crescimento econômico mundial, a queda no valor dos ativos financeiros, e assim como nos EUA, enfraquecimento no mercado imobiliário, com um já iniciado processo de desaceleração dos ganhos dos preços dos imóveis, cuja apreciação foi significativamente maior que nos EUA. Uma razão adicional para a queda dos juros no Reino Unido era o patamar historicamente elevado dos juros: no momento da primeira redução, em dezembro, a taxa básica de juros era de 5,75%, o nível mais alto dos últimos 20 anos, e bastante acima da taxa básica de outros países desenvolvidos (ver tabela comparativa de inflação na figura E2).

Figura E2



No Japão a expectativa também é de enfraquecimento da economia. O sistema financeiro japonês tinha pouca exposição aos ativos relacionados ao mercado imobiliário americano e sofreu pouco com a turbulência dos últimos meses. Contudo, os EUA são o maior parceiro comercial do Japão, o que torna o país bastante exposto a uma possível recessão nos EUA. A confiança do consumidor caiu para níveis recessivos e a expectativa de crescimento em 2008 foi revisada nos últimos seis meses de 2,5% para 1,5% (ano passado a economia deve ter crescido 1,8%). Apesar da fraqueza da economia, as chances de redução de juros no Japão são baixas uma vez que a taxa básica de juros se encontra em 0,50% ao ano. O efeito do menor crescimento econômico sobre os juros no Japão deve atingir apenas as expectativas: o mercado trabalhava com aumento de juros em 2007, o que foi posteriormente postergado para 2008 e agora não se vislumbra nenhum aumento de juros em um horizonte previsível neste país.

Este cenário de queda dos juros nos países desenvolvidos deve persistir por boa parte de 2008. Até agora o corte de juros foi mais agressivo nos Estados Unidos e ainda se aguarda mais reduções nas próximas duas reuniões (dos atuais 3% para 2% ou 2,5%, dependendo dos dados). Na Inglaterra as reduções começaram apenas em dezembro e a taxa básica de juros ainda está em um patamar historicamente alto, o que significa que ciclo de redução ainda deve percorrer um longo caminho. No caso do Banco Central Europeu, as taxas ainda nem começaram a cair e as estimativas da maioria dos economistas consideram que o início do ciclo poderia começar no 2T08 e se estender até o 4T08.

O maior risco para este cenário é o aumento no preço das commodities, que pode manter a inflação elevada mesmo com a redução do crescimento econômico. Essa redução de juros nos países mencionados está associada a uma diminuição da demanda doméstica e externa de cada país, o que possui o efeito de reduzir preços e, conseqüentemente, a inflação. Até recentemente, o fenômeno predominante da alta dos preços das commodities tem sido o aumento da demanda global, com a industrialização e o crescimento acelerado dos emergentes, particularmente, da Índia e da China. Existe uma possibilidade – ainda a ser confirmada – de um cenário no qual o preço das commodities pode começar a ser influenciado por restrições ao aumento da oferta. É o caso, por exemplo, da produção mundial de petróleo, que aumentou pouco nos últimos anos, mesmo com os preços em níveis historicamente altos desde o início de 2007. Isto ocorreu devido à falta de investimentos em alguns países e à baixa descoberta de novas reservas nos últimos anos. As commodities agrícolas estão sofrendo com clima adverso em várias regiões e estoques em níveis historicamente baixos. Além disso, a demanda por essa commodities para a produção de biocombustível é muito pouco sensível ao ciclo econômico. Esse seria um cenário adverso, posto que em tese a inflação deve ceder com a demanda enfraquecida e não teríamos problema de inflação e atividade simultaneamente (uma espécie de estagflação).

Mesmo que os riscos da inflação não recuem no curto prazo devido ao elevado preço das commodities, os bancos centrais dos países desenvolvidos devem continuar reduzindo os juros (ou iniciar redução) em 2008. O impacto sobre os países emergentes, incluindo o Brasil, pode ser significativo. Primeiramente, a taxa de câmbio nos países desenvolvidos deve continuar se depreciando em relação aos emergentes. A economia mais fraca nos países desenvolvidos e o elevado diferencial de juros devem se estender ou até se acentuar por boa parte do ano de 2008, suportando a continuidade da apreciação das moedas emergentes. Em segundo lugar, e para um horizonte mais distante, o ambiente de juros baixos pode levar a uma nova onda de investimentos em ativos mais arriscados, incluindo países emergentes. Os anos que se seguem a períodos de juros baixos são marcados por investimentos elevados em ativos alternativos em busca de maiores retornos. A última onda de investimentos em imóveis nos EUA foi impulsionada por juros de 1% por um longo período. Não esperamos que os juros cheguem a 1% novamente (ainda que esta possibilidade não seja descartada), mas se as previsões de queda de juros forem confirmadas, os juros chegariam no segundo semestre a níveis historicamente baixos em boa parte do mundo desenvolvido. Estamos portanto num momento de transição, no qual a incerteza sobre o futuro das economias desenvolvidas e particularmente os Estados Unidos pode provocar perdas adicionais nos mercados, mas no final, esse processo pode tornar os mercados emergentes uma excelente oportunidade de

investimento ainda no primeiro semestre, se for confirmada a recuperação econômica mundial ainda esse ano.

Cenário Doméstico

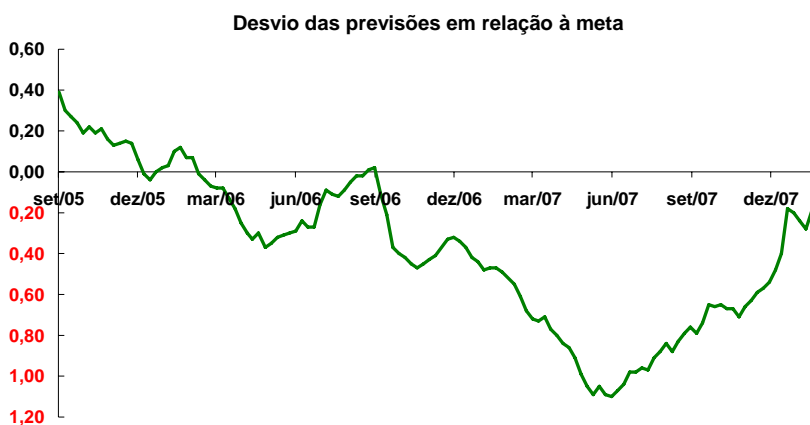
O futuro dos juros no Brasil

Na reunião de janeiro, o Copom decidiu manter a taxa Selic em 11,25% ao ano. Contudo, na ata da reunião foi ressaltada a possibilidade do Copom alterar os rumos da condução da política monetária. Em linguagem mais direta, foi mencionada a possibilidade de aumento nos juros nos próximos meses.

A razão que levou o Copom a considerar tal possibilidade pode ser entendida utilizando-se as mesmas duas variáveis mencionadas anteriormente na parte do cenário externo: o desvio das expectativas de inflação em relação à meta e os desvios do produto da economia (PIB) em relação ao potencial.

A figura 1 apresenta a diferença entre as previsões de inflação para os próximos 12 meses e a meta de inflação, atualmente em 4,5%. As expectativas de inflação estão aumentando desde o 2T07 e se aproximaram muito do centro da meta no início de 2008. Como pode ser visto na figura 1, durante boa parte do período em que o Banco Central reduziu os juros, as expectativas de inflação encontravam-se abaixo da meta. Em outra parte do período, as expectativas se encontravam um pouco acima da meta, mas com tendência de queda. A questão que importa para se avaliar a probabilidade de aumento de juros é se as expectativas de inflação vão continuar aumentando ou não.

Figura 1

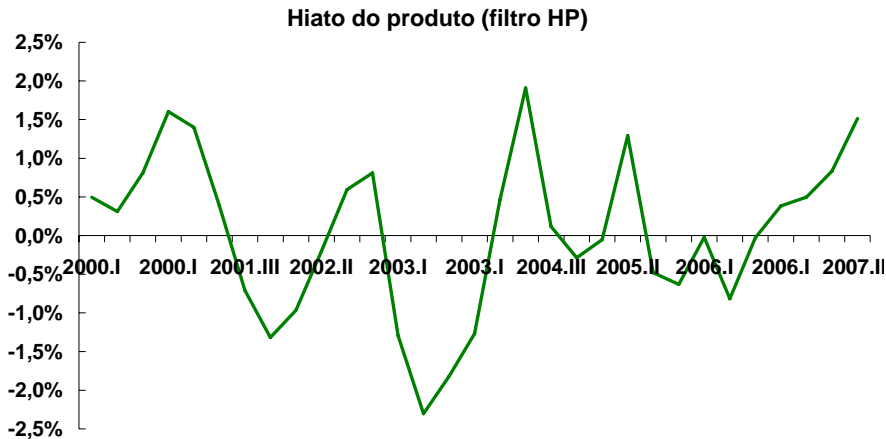


O principal responsável pela elevação da inflação e das expectativas de inflação em 2007 foi o preço dos alimentos. As perspectivas de aumento nos preços para este grupo ainda são elevadas, contudo não tanto quanto em 2007. Apesar disso, fora do grupo alimentação as perspectivas não são muito favoráveis, dado que a inflação vem aumentando de forma generalizada a partir do 3T07. Dois fatores podem explicar este comportamento: primeiro, o maior crescimento econômico e as taxas mais altas de inflação de custo, que facilita o aumento de preços por parte das empresas e em segundo há a possibilidade do efeito inercial da inflação (em cima de serviços, salários e preços administrados). Não é possível saber com certeza qual dos fatores tem sido mais importante, mas podemos dizer que ambos devem continuar pressionando a inflação nos próximos meses. Com base nesta avaliação, acreditamos que a inflação e as expectativas podem ultrapassar a casa dos 4,5% nos próximos meses.

Do lado da atividade econômica também acreditamos que as perspectivas apontam para a necessidade de aumento de juros nos próximos meses. Segundo nossas estimativas, que são muito similares às apresentadas pelo Banco Central no Relatório de Inflação do 4T07, o PIB

está crescendo significativamente acima do potencial há pelo menos dois trimestres. Diversos indicadores divulgados até o momento mostram que o crescimento do PIB no 4T07 deve ter sido elevado: o crescimento da produção industrial no 4T07 foi pouco menor que o observado no 3T07, as vendas no varejo e os investimentos também devem apresentar desempenho similar ao do trimestre anterior, e comércio exterior apresentou resultados melhores no 4T07 (em termos de quantidade e com ajuste sazonal). Enfim, podemos esperar mais um dado de crescimento elevado no 4T07 (figura 2).

Figura 2



Para os próximos meses também não se deve esperar resultados ruins. O efeito das reduções de juros realizadas ao longo de 2007 ainda não foram sentidos em sua plenitude pela economia. A concessão de crédito deve continuar elevada, com taxas de juros cada vez menores e prazos mais longos, principalmente nas operações de crédito privado. A criação de emprego tem sido elevada, com o recorde de criação tendo sido obtido no 4T07, o que significa que uma parte do crescimento da massa salarial ainda não foi sentido nos dados do PIB.

Se a situação é tão ruim, porque o Banco Central não aumentou os juros ainda? Porque ainda há dúvidas sobre o tamanho do distanciamento das duas variáveis mencionadas anteriormente, em relação à seus valores de equilíbrio. A inflação está aumentando, mas até agora as previsões ainda estão um pouco abaixo da meta. Para justificar um aumento de juros, seria necessário que as previsões indicassem risco da inflação se distanciar significativamente da meta, o que ainda não ocorreu.

Além disso, os dados do 4T07 podem ter marcado o pico do crescimento econômico dos últimos trimestres. Não é possível saber exatamente qual o tamanho da defasagem com que a redução dos juros afeta a atividade econômica, mas sabemos que os juros deixaram de ser reduzidos no início do 4T07. Com isto, podemos considerar que a partir do 1T07 haveria uma redução do impacto da queda dos juros realizada ao longo de 2007 sobre a atividade econômica.

Concluindo, embora o cenário de taxas ao longo de 2008 possa permanecer inalterado, a probabilidade de aumento de juros continua significativa.

Renda Fixa

As taxas dos contratos com vencimento mais próximos subiram em janeiro devido ao tom mais conservador da ata do Copom. Nos contratos mais longos as taxas subiram principalmente devido à maior aversão ao risco impulsionada pelos dados fracos da economia americana, que aumentaram as apostas de recessão naquele país em 2008. Os juros devem oscilar sem direção definida ao longo de fevereiro. A inflação está diminuindo mas os dados de atividade econômica vão mostrar um ritmo forte de expansão, indicando que a inflação pode voltar a acelerar nos próximos meses. O Copom volta a se reunir nos primeiros dias de março: julgamos que até lá não haverá dados suficientes para justificar um aumento de juros.

A taxa de câmbio continuou volátil e sem tendência definida. Dados relativos às contas externas brasileiras, como balança comercial e conta-corrente, mostraram redução em janeiro. Contudo, o movimento das moedas no mercado internacional tem sido mais determinado pela cotação do US\$, e pouco por fundamentos domésticos. A taxa de câmbio deve continuar sendo levada pelos dados externos. Dados piores que o esperado nos EUA podem levar a um novo movimento de aversão ao risco e depreciar o Real. Contudo, o cenário alternativo é de enfraquecimento das economias dos EUA e na zona do Euro, o que poderia levar a um movimento mais generalizado de redução dos juros nos países desenvolvidos. Neste cenário o Real pode se apreciar.

Renda Variável

A bolsa brasileira acompanhou as bolsas internacionais e apresentou queda em janeiro. O aumento da probabilidade de recessão nos EUA, com menor crescimento global e maior aversão a ativos de risco, levaram a uma desvalorização das bolsas mundiais. A bolsa deve continuar oscilando em função do mercado internacional. Como os riscos associados ao cenário americano ainda não se dissiparam, há grandes chances de movimentos agudos tanto de alta quanto de baixa.

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 à s regras e supervisão da Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil.