

Índice

Projeções, 1

Ecoeconomia, 2

Cenário externo, 3

Cenário Doméstico, 9

Renda Fixa e Renda Variável, 13

Disclaimer na última página

Indicadores dez 2007

Ibovespa médio

63.910

+ 0,80% mês

+ 43,68% no ano

IBX médio

21.549

+ 1,81% mês

+ 48,35% no ano

S&P 500

1.468,36

- 0,86% mês

+ 3,53% no ano

CDI

+ 0,84% no mês

+ 11,76% no ano

Dólar = \$ 1,7713

- 0,70% no mês

- 17,15% 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

Fabrício 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						
	Última atualização 10/01/08	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		4,5	4,8	4,0
Inflação (IGPM/FGV) (%)	12,4	1,2	3,8		7,7	6,7	3,5
Taxa de câmbio média (R\$/US\$)	2,92	2,43	2,18		1,94	1,74	1,73
Taxa de câmbio final (R\$/US\$)	2,65	2,34	2,14		1,77	1,70	1,77
Saldo em conta corrente (US\$ bi)	11,7	14,0	13,6		3,8	0,3	nd
Saldo comercial (US\$ bi)	33,6	44,7	46,5		40,1	32,1	nd
Taxa de juro nominal final do ano (Selic)	17,8	18,0	13,25		11,25	11,25	10,00
Taxa de juro nominal média (CDI)	16,2	19,0	15,0		11,76	11,3	10,6
Taxa de juro real (deflacionado pelo IPCA)	8,0	12,6	11,5		7,0	6,1	6,4
Risco Brasil (spread acima dos treasuries)	383	305	192		222	212	202
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

Questionário, sim e não, físico e economista

Pergunta: o sistema econômico é totalmente independente da natureza?

Economista: sim.

Físico: não.

P: a natureza é inesgotável?

E: sim.

F: não.

P: o ser humano é capaz de produzir matéria e energia?

E: sim.

F: não.

P: os recursos ecológicos são bens livres?

E: sim.

F: não.

P: Crescimento econômico pode contribuir para resolver o problema do aquecimento global?

E: sim.

F: não.

P: o capital humano (máquina e equipamentos) é um perfeito substituto da natureza?

E: sim.

F: não.

P: o ser humano hoje está menos dependente da natureza?

E: sim.

F: não.

P: um bem essencial, como a água, pode ser produzida através de investimentos em infraestrutura?

E: sim.

F: não.

P: energia é produzida?

E: sim.

F: não.

Essa lista de perguntas mostra o distanciamento da economia, dos conhecimentos da física dos últimos 200 anos. Isso é avassalador, uma vez que a economia é uma irmã siamesa da física e tomou emprestado as leis da mecânica clássica para todas as suas representações teóricas. Axiomas e princípios de conservação que estão presentes em todos os modelos de equilíbrio geral fazem uso desse conhecimento até a data de hoje, embora a visão da realidade tenha sido alterada significativamente pelos avanços da física moderna. Por essa razão, todas as vertentes da teoria econômica trabalham com a hipótese surrealista que o sistema econômico é neutro para o meio ambiente e que o meio ambiente é inesgotável. Vai haver, com o avanço do conflito do nosso sistema econômico e natural, uma brutal quebra de paradigma que irá afetar inclusive os mercados financeiros e as decisões de política econômica.

Por volta da criação da cadeira da economia na Inglaterra, uma das propostas, a de Alfred Marshall, que infelizmente não foi seguida, era que fosse uma réplica da biologia e não da física. Seja como for, qualquer paradigma econômico, mesmo o desenvolvimento sustentável, que mantenha a visão de um sistema independente da natureza, irá agravar os problemas planetários, ao invés de solucioná-los. Esse paradigma é claramente parte do problema e não da solução.

A diferença entre bens econômicos e bens livres é assustadora: bens econômicos são bens considerados finitos, que precisam ser apropriados e bens livres são os da natureza, que são considerados infinitos e não podem ser apropriados. A economia só trata dos bens econômicos deixando de lado os bens da natureza inesgotáveis. As consequências disso é que nossas variáveis são apenas fluxos. Dado que o meio ambiente é considerado inesgotável, não nos preocupamos com estoque de carros, casas, usinas, hotéis, mega-construções, populações, etc. Porque olhar estoques se o meio ambiente é inesgotável?

Além disso, a economia trabalha com o conceito de escassez – seria surpreendentemente chato se os bens econômicos fossem abundantes. A escassez dos bens econômicos aliada a falsa noção de necessidades humanas ilimitadas é igual a um cachorro correndo atrás da própria cauda. Nunca conseguiremos resolver o problema de escassez através do tão almejado crescimento econômico, posto que as necessidades humanas são ilimitadas. Criamos um problema que jamais será resolvido. A diferença entre desenvolvimento e crescimento sequer é feita na litania atual em torno do crescimento econômico, pois os países mais desenvolvidos são os que mais crescem. E os países que serão os mais desenvolvidos no futuro, como a China, serão os que mais crescerão.

O próprio tema desenvolvimento tão esquecido, difícil imaginar que não envolva alguma forma de crescimento. O crescimento em qualquer das suas formas, seja na atual, no crescer a qualquer custo ou no mais programático, visando um projeto social ou a sustentabilidade, colide com as restrições planetárias. Sem um novo paradigma, não iremos muito longe como espécie animal e estamos tão dependentes da natureza hoje quanto o homem de Neardental. Eistein estava certíssimo ao dizer que se as abelhas sumirem, os animais irão desaparecer e com eles os homens. As abelhas estão sumindo.

Cenário externo

2008, ano da virada?

O mercado de trabalho sempre foi a variável mais importante do ciclo, que no caso, geralmente indica o início da redução de juros pelo FED em situações normais. O FED iniciou um ciclo de afrouxamento antes mesmo do mercado mostrar sinais de fraqueza mais sérios, isso ocorreu por conta da crise de crédito que atingiu em cheio o mercado interbancário e deixou claro que havia também uma crise de confiança entre os bancos, cujas perdas embutidas nos colaterais e nos seus ativos eram ainda desconhecidas. A forte queda da criação de emprego do mês de dezembro tem o agravante de deixar o consumo das famílias americanas sem a sua última peça de sustentação, embora, no frigidar dos ovos, não era realmente a peça mais importante. A propensão marginal a consumir dos norte-americanos em função da renda (salários e benefícios) atualmente é maior que um, ou seja, os americanos estão gastando mais do que a sua renda. Só há uma forma disso ser possível: através dos ganhos de riqueza, que foram, na verdade, monumentais, tanto no ciclo de ações de tecnologia, quanto no ciclo de alta dos preços dos imóveis, que acumularam um ganho de 128% em 5 anos ou incrementaram os bolsos dos americanos em 25,6 trilhões de dólares nesse período. Embora a renda impulse o consumo, o efeito riqueza positivo tem sido um fator preponderante da robustez do consumo nos anos 1996-2007.

Para dificultar, a riqueza, que está entrando no terreno negativo, agora terá também a ajuda do mercado de trabalho mais fraco: 2007 foi o primeiro ano desde a crise da Nasdaq a registrar uma criação líquida significativamente inferior ao aumento da população economicamente ativa, que mede o número de pessoas que ingressa no mercado de trabalho

procurando emprego ou pessoas acima de 18 anos, fruto da dinâmica populacional, portanto de 18 anos atrás (figura E1). Esse foi um sinal de alerta para uma possível recessão, na visão dos mercados, embora o alerta maior – perda de riqueza – já tinha sido dado há vários meses. Uma forte contração do emprego provavelmente é uma resposta a esse ciclo de perda de riqueza e de consumo e não uma causa. Por exemplo, no final de dezembro, as vendas no varejo durante a estação dos feriados¹ despencaram e apresentaram taxa de crescimento real negativa, o que tirou toda e qualquer possibilidade de recuperação das expectativas de crescimento do PIB para o último trimestre do ano, que deve terminar entre 1,5 e 2%, bem abaixo dos 4,9% registrados no 3T07. A queda de mais de 10% do mercado acionário americano desde novembro já provocou uma perda de 2 trilhões de dólares só de riqueza em ações. O preço dos imóveis está com uma queda acumulada indo de 5 para 10%, o que também vai tirar do estoque de riqueza outros 2 trilhões de dólares no começo do ano e essa queda de riqueza pode se estender até 6 trilhões de dólares, caso os preços recuem até 30%. Perda de riqueza via ações e imóveis em baixa, aumento do preço de combustível e alta da inflação, foram fatores que estiveram por trás da forte queda de vendas no final do ano. Esses fatores não mostram nenhum sinal de mudança no ano de 2008, ao contrário, essa piora tende a se intensificar, mesmo com o socorro governamental típico através dos estímulos monetários e fiscais.

Figura E1

Dados Mercado de trabalho: médias mensais, milhares de postos				
	Criação de empregos	Criação setor privado	Aumento da força de trabalho	situação do mercado (+) aperto (-) afrouxamento
média 2002	(45)	(65)	170,1	(214,7)
média 2003	9	14	176,5	(167,2)
média 2004	172	159	182,0	(10,0)
média 2005	212	198	179,4	32,4
média 2006	189	169	184,8	3,8
média 2007	111	88	193,4	(82,7)

Figura E2



Por isso posto, a retração do emprego veio para ficar, mesmo assim essa estatística tem que registrar números negativos por vários meses consecutivos para denotar a queda de demanda dos principais componentes do PIB e uma recessão (figura E2). O dado de dezembro, de apenas 18.000, revela que esse número foi na verdade negativo. Isso se deve a um cálculo estatístico para estimar o ganho de empregos nos novos negócios, que não são capturados pelas pesquisas do Escritório de Estatísticas Trabalhistas (EET). Esse método chama-se “quociente de nascimento e morte de empresas” e ele adicionou 66.000 postos de trabalho ao

¹ Que vai da sexta-feira subsequente ao dia de Ação de Graças no final de novembro até o primeiro dia do ano.

número de dezembro. Desse total, 17.000 teriam sido criados no setor financeiro, mas é bastante provável que tenha sido negativo. Na verdade, esse truque estatístico apenas repete o padrão de anos anteriores e claramente tende a superestimar os números de emprego quando a economia está em retração. O mais impressionante dos números de emprego é que foram criados por essa “cosmética estatística” 1.130.000 empregos, 85% dos 1.328.000 totais observados em 2007, bem inferiores aos necessários 2.300.000 postos para absorver a demanda por trabalho na nova população economicamente ativa². A Pesquisa Familiar (PF) é um número mais apropriado para refletir a situação econômica, pois captura pequenas empresas e trabalho de imigrantes ilegais, por simplesmente fazer telefonemas a uma amostra enorme de pessoas. Essa série tende a andar lado a lado com a do EET, no entanto é considerada mais eficiente para capturar mudanças de ciclos. Em dezembro, a PF registrou uma queda de 436.000, mas o mês anterior registrou uma alta de 631.000, o número é bem mais volátil, portanto, olhando o acumulado 12 meses, vemos que o dado mostra realmente inflexões mais nítidas em momento de mudança de ciclo econômico (figura E2).

Uma outra forma de evidenciar a importância que teve o “quociente de nascimento e morte de empresas” é através da contribuição de cada setor da economia para a criação de empregos no ano em 2007, comparativamente a 2006. Grande parte da contração do setor manufatureiro e de construção ao longo de 2007 foi compensada por um forte incremento da participação do setor público e do setor de saúde na formação de empregos ao longo do ano. Esse fenômeno parece que não tem espaço para se repetir, pelo menos não na mesma intensidade ao longo de 2008. Ao lado disso, outros setores da economia devem fraquejar mais, sentindo o peso da retração de demanda dos consumidores que irá se abater sobre o mercado, conforme a perda de riqueza gere seus efeitos sobre os gastos (figura E3).

Figura E3

SETORES	% do total	2006	2007
		criação em % do total	criação em % do total
Total	100,0%	100,0%	100,0%
Privado	83,8%	89,4%	79,4%
Público	16,2%	10,6%	20,6%
Saúde	13,4%	21,7%	42,5%
Manufatureiro	10,1%	(3,4%)	(16,0%)
Construção	5,4%	5,9%	(14,7%)

A queda do emprego, portanto, não é uma explicação para a recessão nem para a redução de juros feita pelo FED, que aconteceu antes dessas evidências. A importância do mercado de trabalho agora é revelar as consequências dos problemas de crédito e do setor imobiliário sobre o último porto seguro da economia, que era o emprego e a renda dos trabalhadores resistindo bravamente à tormenta. Muito provavelmente o FED irá reduzir as taxas mais ainda e em 0,50 ponto percentual agora na reunião de janeiro. O ano de 2007 terminou com sinais preocupantes. Vale a pena rever os acontecimentos e comparar a atual situação econômica com o ano de 2000, comparando os estímulos monetários e fiscais daquele período com o atual (já escrevemos outros pontos de comparação em relatórios anteriores, sob o título “Repetindo 2000”). De acordo com a comparação com junho de 2000 e dezembro de 2007, vemos que o espaço para estímulo monetário é menor, para estímulo fiscal é bem menor e o nível de poupança das famílias é bem mais baixo. Dessa vez, o estímulo total a ser dado deverá ser menor que na crise de 2000 e as respostas dos consumidores tendem a ser mais fracas (figura

² As populações do mundo todo aumentam continuamente, os EUA registram um incremento populacional anual de quase três milhões de pessoas, a China, dez milhões, no Brasil, 1,5 milhão são adicionados todos os anos. Isso significa que o emprego tem que crescer sempre para absorver essa adição ao contingente populacional.

E4). Para completar, não existe nenhuma outra opção de ativos que possa se transformar numa nova bolha, como ocorreu das ações de tecnologia para o preço dos imóveis. Tudo isso sugere que mesmo não havendo uma recessão mais pronunciada da economia, o processo de ajuste será bem mais longo do que naquela crise anterior.

Figura E4

EUA: estímulos	jun-00	dez-07
Juros Nominais	5,99%	5,04%
Juros Reais	2,77%	2,37%
Resultado Fiscal (US\$bi)	206,73	(186,21)
Poupança das famílias	1,24%	0,40%

Bastão da política monetária nas mãos de Ben Bernanke.

A mudança de bastão em janeiro de 2006 tem relevância, porque Alan Greenspan e Ben Bernanke não pensam igual (figura E5). A política monetária sob o comando de Ben Bernanke ganha um contorno mais impreciso, pela sua atuação ainda recente e pelo triplo dilema enfrentado hoje: "moral hazard", pressão inflacionária e riscos para a atividade. O "moral hazard" é reduzir demais os juros para apressar a melhora da contração de crédito que em grande parte foi causada pela leniência dos reguladores, legisladores em práticas de concessão de crédito praticamente fraudulentas. A redução abrupta dos juros pode mandar a mensagem para os agentes do mercado financeiro que eles podem fazer novamente uma farra semelhante ao "subprime" e seus produtos estruturados, que o socorro sempre virá. A pressão inflacionária é decorrente de choques, no entanto, está pressionando as expectativas inflacionárias, juntamente com nova onda de pressão dos núcleos de inflação, via aluguéis inputados. A atividade mostra claros sinais de enfraquecimento, somando tudo e dada a pressão em ano eleitoral para se evitar grandes solavancos na economia, é provável que a redução de 0,50 ponto percentual em janeiro não seja a última.

Figura E5

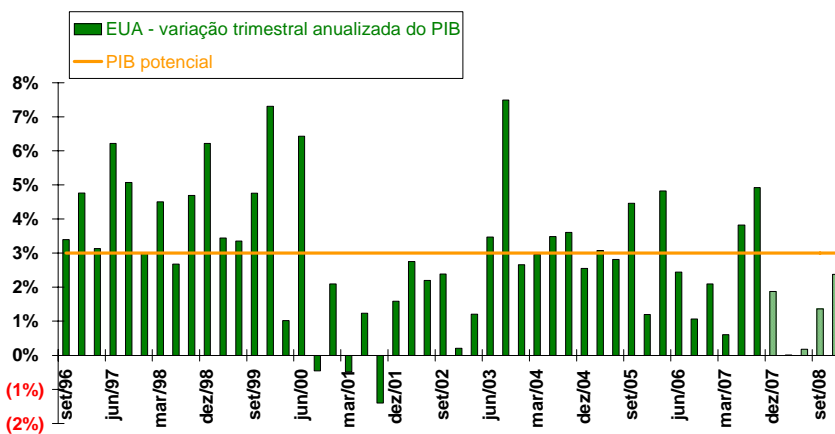
Tema	Greenspan	Bernanke
Meta de inflação	Implícita	mais explícita, adotando metas de inflação
Tendência	POMBO	
Atuação do Fed	Ativa, com mudanças graduais bem sinalizadas	
Funcionamento PM	Foco no efeito da demanda agregada sobre a inflação	
Preços de ativos	Foco se afetar atividade	Foco apenas se afetar inflação, do contrário, atuação do FED criaria mais instabilidade
Setor imobiliário	Mais preocupado	Bem menos preocupado
Desequilíbrios da economia americana	Razões internas, como política fiscal frouxa, levou G.a fazer uma mea culpa do apoio dado ao corte de impostos feito pelo governo federal	"Saving glut": desequilíbrio tem origem externa.
Zona de conforto do núcleo de inflação		1 a 2% do núcleo dos gastos pessoais do consumo

Começo da crise...vale a pena ver de novo...

A economia americana completa esse mês (Jan08), um ciclo de quase dois anos de desaceleração e, embora o crescimento tenha ficado abaixo do potencial por período considerável desde abril de 2006, muitos negavam os problemas por conta da resistência do

emprego e do consumo. Na verdade, esse era um importante erro analítico, posto que o ciclo do emprego é defasado em relação ao ciclo econômico. Basta lembrar que o mercado de trabalho só mergulhou em águas profundas mais de um ano depois da crise da Nasdaq e o ajuste, no entanto, foi muito rápido, porque aquela foi uma “pequena” recessão causada por excesso de investimentos, muito diferente dessa que pode ser causada por excesso de consumo. Assim como o mercado de trabalho reage mal, longo tempo depois de crises durante a expansão, também demora a mostrar recuperação. Foi o caso da economia norte-americana a partir do final de 2002: o mercado de trabalho só começou a recuperar a partir de 2004. Na verdade, é muito simples esse conceito: quando as vendas se retraem, as empresas começam a acumular estoques. O acúmulo de estoques põe um freio na produção e todo esse ajuste é feito na esperança que a queda das vendas (ou da demanda) seja temporária. Se a demanda continua caindo, o processo de ajuste atinge o mercado de trabalho e essa é a última variável a ser ajustada, porque é muito caro demitir a mão de obra, bem como treiná-la. Para o inverso do ciclo – uma recuperação – o processo é o mesmo, só que com sinal contrário. Portanto, quando o mercado de trabalho está afundando, isso pode ser um sinal que a queda de demanda realmente veio para ficar e que há espaço para redução de juros em situações normais. No caso atual só agrava os riscos de recessão, uma vez que a perda de riqueza já em curso se somaria com a perda de ritmo de empregos. A política monetária é incapaz de corrigir isso.

Figura E6



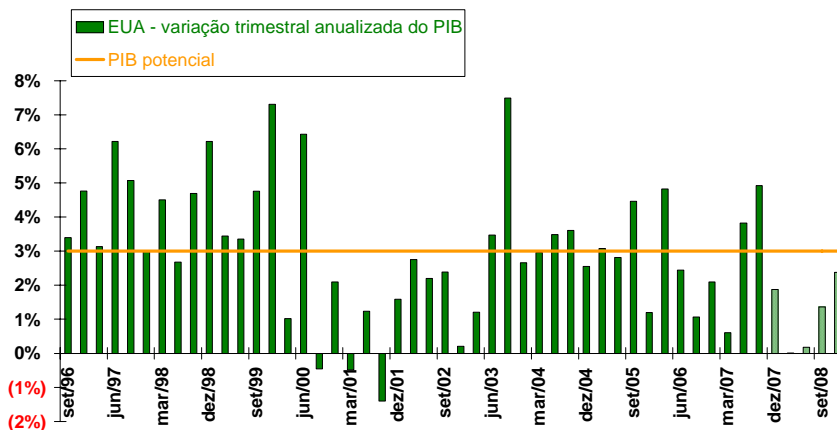
Outro erro de análise frequente é olhar os números de criação de postos de trabalho positivos e achar que sendo o número positivo, tudo está bem. Isso também não é verdadeiro, o mercado de trabalho nos Estados Unidos já mostrava moderação desde janeiro do ano passado e em 2007, em relação ao crescimento da população economicamente ativa, foi gerado um déficit de um milhão de empregos. Os números devem sempre ser olhados em relação a dinâmica da população economicamente ativa, que são o ingresso novo de pessoas no mercado de trabalho, ligados ao crescimento populacional. A população norte-americana, mais a imigração líquida, mostra hoje um crescimento de quase 3.000.000 de pessoas a mais todos os anos³. A dinâmica anterior, de 18 anos atrás, que determina a expansão da PEA hoje, é inferior

³ A enorme desigualdade social entre os países e dentro dos países (principalmente nos mais ricos), somada ao incremento populacional contínuo, está por trás dos principais argumentos da necessidade de crescer sempre, com investimentos sempre maiores, embora isso esteja totalmente em conflito com a finitude da Terra e precisa ser revisto o quanto antes, do contrário o preço a pagar por esse conflito é muito alto: provável extinção da humanidade. Finalmente, o crescimento sem empregos, por causa da tecnologia pesada que caracteriza o modelo econômico atual, também é um grande problema, ou seja, o crescimento não está sendo capaz nem de entregar o que promete para a sociedade e vem sendo acompanhado de uma péssima distribuição dos resultados.

esse número: 2,3 milhões ou 193.000 postos de trabalho são necessários todos os meses para absorver o aumento da mão de obra⁴. Com crescimento médio de 111.000 postos de trabalho no ano de 2007, a taxa de desemprego iria acabar aumentando e a moderação do mercado de trabalho iria abrir espaço para reduções de juros. No entanto, a criação de empregos do mês de dezembro, ligada à pior estação de vendas durante o período de feriados dos últimos anos, mostrou que os problemas ligados ao setor imobiliário estão realmente freando mais drasticamente a demanda e forçando uma queda mais pronunciada dos empregos. O ano de 2008 nasce com uma preocupação ainda maior sobre o futuro da economia norte-americana e suas prováveis repercussões sobre o resto do mundo.

Ao contrário do segundo e do terceiro trimestres, quando os números estimados do crescimento do PIB foram continuamente sendo revisados para cima e terminaram em patamares superiores ao crescimento potencial de 3%, o 4T07 não mostrou nenhuma melhora das estimativas, que devem terminar com um crescimento fraco, ao redor de 1,5%-2%. As estimativas para o 1T08 estão ao redor de 0 e 1% na média (figura E6). As fracas vendas do final do ano e a queda na criação dos empregos aumentaram o pessimismo em relação aos seis primeiros meses do ano nos Estados Unidos. E as incertezas também, são maiores.

Figura E6



Conclusão: perspectivas da economia mundial e o descolamento

Em relatórios anteriores discutimos a possibilidade do descolamento do resto do mundo em relação aos Estados Unidos, que é uma tese particularmente recente e que não teve nenhum teste ao longo de todo esse tempo de problemas observados nos Estados Unidos, simplesmente porque o setor que mais sofreu entre os componentes do PIB foi o investimento residencial, que além de ser muito pequeno, não é globalizado (figura E7). Quando o consumo capitular, com impactos também sobre outras áreas de investimentos não residenciais (construção de shopping centers, lojas e escritórios), o teste da tese do descolamento será feito. Difícil imaginar que a economia asiática passará ilesa aos problemas norte-americanos, quando se tem em vista a grande contribuição das exportações líquidas para o crescimento do PIB e o crescimento das exportações em percentual do PIB, sendo o dobro do que era há 25 anos atrás. Na China, por exemplo, o consumo das famílias é um décimo dos Estados Unidos. A maior ameaça de desaceleração econômica da China não vem das políticas mais apertadas, por conta da inflação alta e do aquecimento, mas sim de uma resposta negativa em relação aos Estados Unidos. A fala de consistência das políticas econômicas da China, faz com que a tentativa de aperto acabe resultando em jogar mais lenha na fogueira. Enquanto a China mantiver câmbio fixo, ela não tem como frear a economia através de políticas monetárias de aperto. Se algum sofrimento for imposto à dinâmica de crescimento da China através da

⁴ Interessante notar que o crescimento sem empregos é uma característica hoje das economias modernas e que apesar de toda a expansão observada nos últimos 5 anos, foi produzido um déficit acumulado de 9.143.000 postos de trabalho de 2001 a 2007 nos Estados Unidos, exclusão social definitiva, que jamais será resolvida.

capitulação do consumo dos Estados Unidos, isso pode ser aliviado via investimentos em infraestrutura e aumento dos gastos do governo, que é bastante factível. No entanto, os desequilíbrios e o aquecimento podem gerar um excesso de produção e um tombo mais adiante. O descolamento pode até prevalecer, mas será através de criação de mais desequilíbrios e excessos na economia chinesa. O que vale é que o mercado só olha o curto prazo e isso pode ser um amortecedor da crise ao longo do ano, caso a recessão dos Estados Unidos seja moderada.

Figura E7

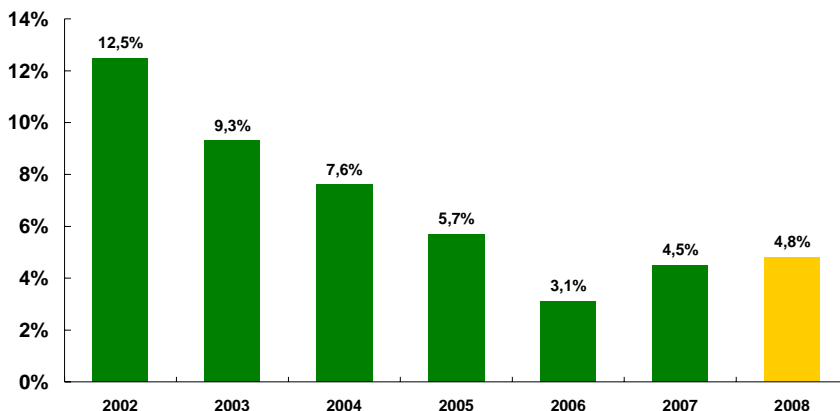
	2007	2008	Tx.desac.	Viés	% mundo (valor de mercado)
REINO UNIDO	3,0%	1,7%	(43,3%)	pior	6,5%
EUA	2,0%	1,2%	(40,0%)	pior	33,5%
EU12	2,6%	1,7%	(34,6%)	neutro	29,0%
AM.LATINA	4,7%	3,8%	(19,1%)	neutro	4,0%
JAPÃO	1,8%	1,5%	(16,7%)	pior	13,0%
EEMEA	6,4%	5,8%	(9,4%)	neutro	5,0%
ÁSIA EMERG.	9,0%	8,3%	(7,8%)	neutro	9,0%
CHINA	=>> Perdendo momento, com aperto de juros, que deve continuar. A alta da inflação não alivia e a economia continua acelerada.				
MUNDO	3,2%	2,4%	(24,6%)	pior	100,0%
EMERGENTES	7,3%	6,6%	(9,8%)	neutro	82,0%
DESENVOLVIDOS	2,3%	1,5%	(35,2%)	pior	18,0%

Cenário Doméstico

Inflação deve continuar aumentando em 2008

Após quatro anos em queda, a inflação deve fechar 2007 em alta e provavelmente irá se elevar também em 2008. O principal fator para o aumento da inflação em 2007 foi o preços dos alimentos. Para 2008 acreditamos que os alimentos deverão continuar pressionando a inflação, desta vez em companhia de outros itens, principalmente os mais relacionados com a demanda interna (figura 1).

Figura 1 IPCA dos últimos anos



O ano de 2007 foi marcado como mais um ano de aumento no preço das commodities, com destaque para as commodities agrícolas. Desde 2006, quando os EUA e muitos outros países, passaram a estabelecer incentivos para a produção de biocombustível, o preço dos grãos passaram a aumentar acentuadamente. A razão para isto é simples: a maior demanda por biocombustível representa maior demanda por alimentos, principalmente grãos. Pela lei da oferta e demanda, o deslocamento da demanda deve causar um aumento nos preços, principalmente no curto prazo, quando a oferta está fixa.

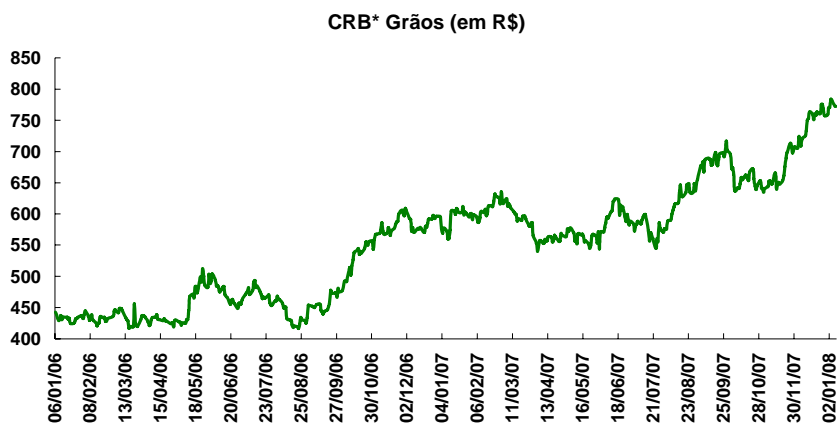
Outro fator de pressão sobre a demanda é o crescimento econômico global e mais especificamente o forte crescimento de países pobres, como China e Índia. Nos países ricos, onde a renda per capita permite à população ter uma alimentação balanceada, o aumento da renda afeta pouco a demanda por alimentos. Já no caso dos países mais pobres, como a renda per capita é baixa, o aumento da renda eleva significativamente a demanda por alimentos. Esta demanda gerada pelos países emergentes deve ser somada ao crescimento da demanda por biocombustível (figura 2)⁵.

Do lado da oferta, a situação também induz ao aumento de preços. As alterações climáticas dos últimos anos têm prejudicado as safras agrícolas em muitas regiões⁶. Em alguns casos há inundações, como na Inglaterra em 2006 e 2007, enquanto outros sofrem com secas, como a Austrália na safra 2006/07. Safras ruins devido a problemas climáticos também contribuíram para o aumento dos preços em 2006 e 2007 e deverão contribuir para novos aumentos em 2008. Na Austrália houve uma redução de cerca de 20% na safra 2006/07 devido ao tempo seco e não se espera aumentos significativos na safra 2007/08, novamente devido a problemas climáticos. O clima seco também deve prejudicar parte da produção de trigo da Europa e Argentina e de soja no Brasil. De forma geral, o clima não deve permitir grandes avanços na produção agrícola na safra 2007/08 a despeito do esforço por maior produção em diversos países (no Brasil a área plantada cresceu quase 3% na safra 2007/08, ante crescimento de apenas 1% na safra 2006/07).

⁵ A China está vivendo uma crise de combustível e a produção de biocombustíveis compete com a dos alimentos. O aumento de consumo per capita de carne também é um grande problema, posto que o aproveitamento dos grãos para alimentação humana é reduzido a apenas 10%, quando as pessoas saem de uma alimentação vegetariana para carnívora. Em outras palavras, de cada 10 kilos de produção de grãos, só 1 kilo é aproveitado para consumo humano, via carne.

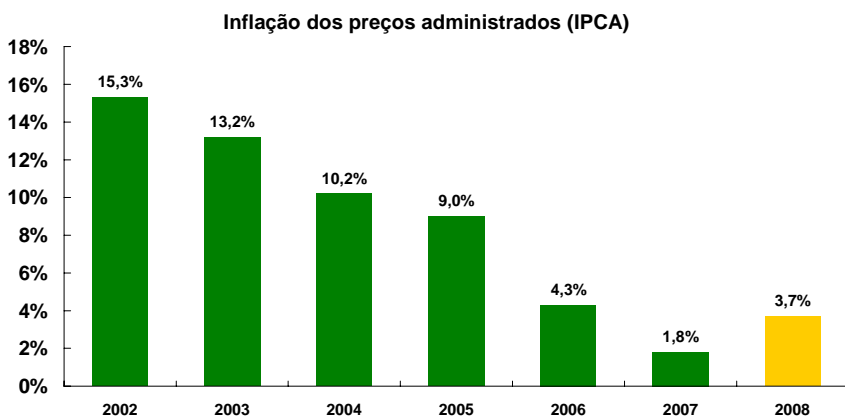
⁶ As mudanças climáticas são uma séria ameaça à produção agrícola, posto que a estabilidade do clima dos últimos 6.000 anos está por trás do grande sucesso da agricultura humana. No entanto, o fim da estabilidade do clima com o aquecimento global, que já é um fenômeno irreversível, já tem causado problemas, como no caso da Austrália, que praticamente parou de produzir leite. Um dos maiores riscos do aquecimento global não é a elevação do nível dos oceanos, mas a perda de recursos hídricos (ou de sua frequência, tanto no regime de chuvas, quanto na formação deles). Basta lembrar que se a temperatura da Terra se elevar apenas 1 grau nas próximas décadas, parte da Amazônia será "savanizada". Sem a Amazônia, os recursos hídricos da região mais povoada e desenvolvida do Brasil (São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Espírito Santo) estarão comprometidos. Até mesmo o aquífero Guarani irá sofrer não só com mudanças climáticas, mas com o avanço da destruição do Cerrado, um ecossistema de bilhões de anos que já perdeu 57% do seu estado natural. Sem o Cerrado, o Guarani desaparece.

Figura 2 Índice de preço de commodities



Outra fonte de preocupação é o petróleo. O preço do petróleo tem aumentado significativamente nos últimos meses implicando em repasses para diversos itens nos próximos meses, incluindo combustíveis e produtos químicos. No Brasil, até o momento não há previsão para aumento no preço da gasolina, mas não é improvável que isto ocorra ainda em 2008: o preço cobrado pela Petrobrás está cerca de 10% abaixo do preço no mercado internacional (Bolsa de Mercadorias de Chicago). Se considerarmos um ajuste de aproximadamente 10% para a menor qualidade da gasolina brasileira, o preço doméstico estaria em linha com o internacional. Contudo, se o preço do petróleo e da gasolina continuarem aumentando, seguramente haveria aumento de preços no Brasil. No caso de outros derivados, como petroquímicos, os ajustes já vêm aparecendo no atacado.

Figura 3



Além dos preços definidos no mercado internacional, fatores puramente locais devem fazer com que a inflação aumente em 2008, sendo os mais importantes a elevação dos preços administrados e dos itens mais relacionados ao mercado doméstico, em função do maior crescimento econômico.

De forma geral, os preços administrados acompanham a inflação do ano anterior devido aos mecanismos de indexação ainda existentes neste grupo. Com o aumento em 2007, tanto na inflação medida pelo IPCA quanto pelo IGP-M (os dois indicadores mais utilizados nos reajustes), é praticamente certo que os reajustes dos preços administrados sejam maiores em 2008 do que foram em 2007. Mesmo porque, a redução dos preços administrados só foi possível por fatores muito particulares, como por exemplo a redução dos preços de energia elétrica residencial que deve atingir 6% em 2007. Os principais fatores que influenciaram o preço da energia elétrica e consequentemente uma redução na taxa de inflação foram: o fim do subsídio que existia dos consumidores residenciais para os industriais e a diminuição da

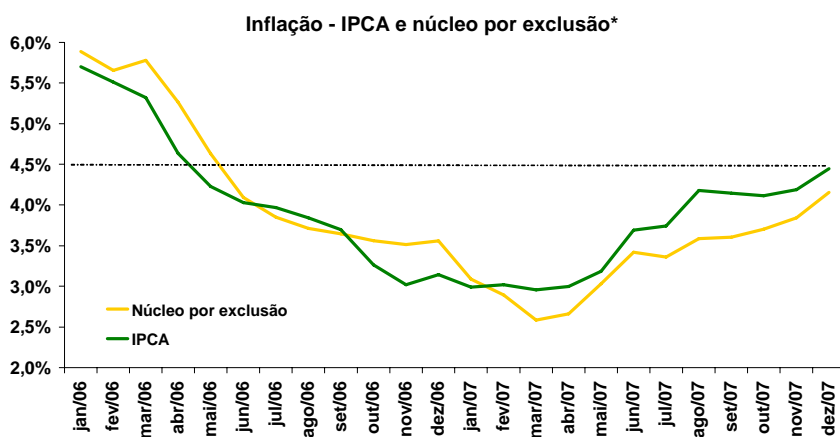
alíquota de alguns impostos. Devido ao processo de revisão tarifária estar bastante adiantado, não devemos ter em 2008, a mesma redução de tarifas observada em 2007. Além disso, não dá para contar com mais redução de impostos neste grupo (figura 3).

Outro fator relacionado ao mercado interno que tem motivado o aumento da inflação é o crescimento econômico. Nos últimos trimestres o PIB passou a crescer a taxas cada vez mais elevadas, o que tem causado pressão para aumento em alguns preços. É o caso, por exemplo, da indústria de materiais para construção, onde a inflação passou de 4,3% em 2006 para 6,0% em 2007. Esta indústria está crescendo a taxas elevadas e há sinais de esgotamento da capacidade de produção: a utilização da capacidade instalada (NUCI) neste setor está nos níveis mais altos da série e já há sinais de falta de estoque de alguns produtos.

Mais um foco de preocupação são os serviços. O crescimento acelerado da economia, associado ao crescimento elevado do salário mínimo, pode estimular o aumento no preço dos serviços, como empregada doméstica, consertos de automóveis, cabelereiro, etc. Além destes fatores, há mais outros dois que poderiam impulsionar o aumento no preço dos serviços: falta de concorrência externa e dificuldade de ganhos de produtividade. A apreciação do real tem contribuído para reduzir a inflação, uma vez que reduz o preço de produtos concorrentes aos produzidos no país e/ou reduz o custo dos insumos para produtos produzidos localmente. Como os serviços não são transacionados no mercado internacional e utilizam como insumo apenas o trabalho, a apreciação cambial pouco contribui para a redução do preço dos serviços. Além disso, há pouco espaço para ganhos de produtividade no ramo de serviços, outro motivo pelo qual, nas atuais circunstâncias, os preços neste segmento podem ser mais sensíveis ao ciclo econômico.

Estes fatos podem ser vistos na figura 4: excluindo-se preços administrados e alimentos, a inflação passa a apresentar clara tendência de alta a partir do segundo trimestre de 2007. A julgar pelos indicadores antecedentes de atividade econômica, acreditamos que o crescimento deverá continuar elevado em 2008, e continuará pressionando o preço dos itens mais relacionados ao ciclo econômico doméstico.

Figura 4



*Exclui preços administrados e alimentos no domicílio.

Considerando estes fatos, acreditamos que a inflação de 2008, medida pelo IPCA, deverá ser de 4,8%. Novamente, acreditamos que os preços administrados serão menores que o IPCA cheio. Esperamos que os preços administrados apresentem variação de 3,7%, resultado ainda favorecido por fatores específicos deste grupo, como as revisões tarifárias e a exigência de ganhos de produtividade por parte das agências reguladoras.

Renda Fixa

O mercado foi bem desfavorável em dezembro com elevação da inflação, perda do CPMF pelo governo (ameaça ao superávit primário) e números de crescimento robustos, que aumentam os riscos de inflação em 2008, num ambiente de maior pressão inflacionária e maior inércia. O mercado de juros já precifica um ciclo de alta de juros e embora o cenário base seja de manutenção das taxas em 11,25%, o risco de alta de juros precificado pelo mercado faz todo sentido por várias razões: ciclo de alta do preço dos alimentos é mais longo do que se imagina e é estrutural, inércia de 2007 para 2008 em salários e preços administrados também será maior, as projeções já giram em torno do centro da meta e não há espaço para notícias negativas como ocorreram em 2007. Adicionalmente, a atividade está robusta e em piloto automático, o que diminui a margem de manobra da política monetária.

A taxa de câmbio mostrou-se volátil e sem tendência definida. Apesar dos bons fluxos, o ano terminou com uma queda forte do saldo em conta corrente, tanto pela queda do saldo comercial, como pela deterioração de várias contas da balança de serviços, como remessa de juros, turismo e lucros. A folga com as reservas internacionais, somadas às baixas necessidades de financiamento externo do país hoje determinam que não há muito espaço para depreciação da moeda, apesar da mudança do cenário externo e dos riscos do cenário doméstico, no fronte fiscal, com a perda do CPMF. Embora o saldo em conta corrente deva ser negativo em 2008, com uma nova queda adicional do saldo comercial, os fluxos e as necessidades de dólares são positivos o suficiente para permitir um bom comportamento do dólar em 2008. Isso muda se a tese de descolamento (que mantém crescimento global robusto) não prevalecer ou se houver uma recessão muito maior nos Estados Unidos.

Renda Variável

FED frustrou as expectativas do mercado ao reduzir apenas 0,25 ponto percentual sinalizando preocupação com inflação. Adicionalmente, sensação de queda maior das vendas no final do ano pesaram. As perspectivas de desaceleração dos EUA são muito maiores e claramente sem sinal de melhora num tempo muito curto, devendo piorar antes de melhorar. Os riscos desse cenário são maiores dessa vez e estão afetando o comportamento das bolsas de forma definitiva.

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.