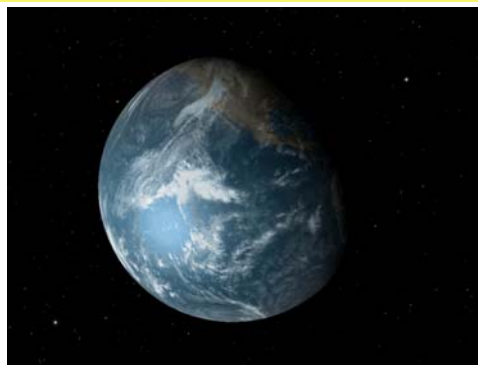


Julho 2004**Brasil****Indicadores Junho****Ibovespa médio****20.910****+ 6,77% no mês****- 4,46% no ano****IBX médio****5.740****+ 4,99% no mês****- 3,47% no ano****S&P 500****1.140,84****+ 1,80% no mês****+ 2,60% no ano****CDI****+ 1,22% no mês****+ 7,57% no ano****Dólar****- 0,69% no mês****+ 7,56% no ano****Paulo Werneck***Chief Investment Officer***Hugo Penteado****Daniela Stucchi***Economics and Strategy***Pedro Villani****Bruno Erbiste***Socially Resp. Investment***Gilberto Nagai****Noriko Yokota****Eduardo Mendonça****Sandra Petrovsky***Equity Portfolio Manager***Gláucia Quinto****Cláudia Abate****Danilo Pereira****Ricardo Maeji***Equity Research***Eduardo Castro****Damont Carvalho****Gustavo Coelho****Jose Malavasi****Ricardo Rossi****Sidney Uejima***Fixed Income P. Manager***Sales Team****55 11 3174 9444****Third Parties****55 11 3174 7898***Homenagem a Nicholas Georgescu-Roegen (1906-1994)***ECOECONOMIA (ECONOMIA SOCIOAMBIENTAL)**

Podem se encontrar explicações para tudo nas teorias econômicas, mas elas podem estar muito condicionadas ao que já nos acostumamos a pensar. Um crítico atento como Jagdish Bhagwati¹ perceberia que o autor das teorias não consegue se desvincular de seus próprios interesses nos resultados alcançados. Segundo Marcelo Tsuji², “uma velha máxima aristotélica mostra que, quando nossos próprios interesses estão em foco, somos os piores juízes de nossas ações”. Os resultados podem ser manipulados e às vezes perdemos de vista os alicerces mais importantes da realidade. É nesse pé que andam hoje as ideologias econômicas. Vejamo-las mais de perto.

Existe hoje um grande apego ao crescimento econômico, como solução de todos os males sociais e financeiros. Há uma falsa relação de causalidade, pela qual todos os resultados sociais dependem do crescimento econômico. É preciso ir contra essa corrente da growthmania que domina as faculdades e os meios empresarial e financeiro. Estamos começando a perceber que os resultados econômicos são na verdade dependentes dos resultados sociais, e não o contrário. Sem uma sociedade sustentável, justa, equilibrada com o meio ambiente, harmoniosa e em paz com outras nações, os resultados econômicos não serão preservados, por mais teorias econômicas de papel e lápis ou de planilhas eletrônicas que sejamos capazes de formular.

Uma outra inversão foi feita nos resultados financeiros das empresas e dos mercados, todos eles vinculados a um crescimento eterno das economias no mundo todo. Os analistas usam o crescimento potencial do PIB - difícil senão impossível de ser estimado - para calcular o valor presente de todos os ativos financeiros. Além disso, as empresas alavancam seus projetos com base nesse crescimento eterno, sujeito a taxas exponenciais. Se houver algum problema significativo de crescimento na economia mundial, seguramente ele será transformado numa crise financeira. A principal explicação para a queda por três anos consecutivos dos mercados acionários globais em 2000-2002 foi a falha de crescimento dos países ricos, causada por um mau funcionamento da política monetária. Não foi, como muitos pensam, por causas das guerras, dos ataques

¹ Professor da Universidade de Columbia, autor de vários livros, entre eles, *The Wind of the Hundred Days: How Washington Mismanaged Globalization*. MIT Press, 2001.

² Economista e filósofo. Ver resenha de um dos livros de E.G. da Fonseca em <http://www.usp.br/revistausp/n15/ftsujitexto.html>.

terroristas ou das fraudes contábeis num punhado de empresas norte-americanas e européias.

Esse fenômeno de falha de crescimento vai voltar a acontecer. Logicamente, ninguém quer reconhecer isso, afinal, a produção de bens e serviços não encontra restrição ambiental e física para crescer a taxas exponenciais, e as únicas políticas recomendadas desde Keynes são de demanda. Afinal, Keynes, como os clássicos, acreditava que, no longo prazo, todos os recursos ociosos da economia seriam utilizados, incluindo o trabalho. Mas não devíamos esperar por isso, pois, no longo prazo, todos estaríamos mortos. Colocamos para trabalhar as máquinas de juros e fiscal - ou as duas juntas, como se fez recentemente nos Estados Unidos -, achando que não há problemas – só benesses – com a busca do crescimento quantitativo dos fluxos do PIB. Mas essas máquinas não estão funcionando bem, e fatores sociais, demográficos, ambientais, financeiros, ligados ao sistema previdenciário e de saúde, riscos geopolíticos e fracassos de demanda vêm tolhendo a capacidade dessas máquinas de continuarem operando como antes.

Sim, no longo prazo, todos estaremos mortos, mas, como espécie, somos praticamente imortais, e deveríamos olhar para os efeitos do crescimento econômico material sobre as gerações futuras. Já deveríamos saber – se nossos interesses permitissem – que o sistema de preços jamais será equalizado para preservar o futuro das próximas gerações, pois elas não nasceram ainda para reclamar seu quinhão de recursos naturais e ecológicos. Que recursos naturais!? Essas palavras praticamente inexistem nos livros-textos, pois tudo brota do nada e só depende de tecnologia e capital.

A produção brota do nada, e Nicholas Georgescu Roegen³ mostrou o absurdo desse disparate econômico conceitual: um dia, seremos capazes de atingir a produção imaterial de bens e serviços, e quiçá até nossos corpos venham a ser invisíveis, pois só assim escaparíamos do maior processo de extinção da vida na Terra dos últimos 65 milhões de anos. Essa extinção produzida pelo ser humano em décadas - e não em milhões de anos - já foi vista por muitos como benfazeja, pois estaríamos ajudando a natureza no papel de se desvencilhar das espécies indesejáveis. Resta torcer para que esse processo, que afeta muitos seres que têm até mais de 90% do nosso código genético, jamais se volte contra seus autores - nós...

De acordo com as projeções feitas pelo Comitê do Orçamento do Congresso para o grave problema do déficit de Previdência, o crescimento dos Estados Unidos a uma taxa anual de 4% é impossível. As projeções são de 5% para 2004, 4% para 2005, 3% para 2006 e uma média de 1,9% durante os anos 2007-2103. Mesmo com um crescimento significativamente menor que o potencial considerado pelos analistas em suas planilhas, os Estados Unidos pretendem adicionar 128,5 brasis de hoje ao seu território já completamente explorado, onde já se destruíram 99% das florestas naturais e onde se tem, de acordo com dados oficiais, 50% dos rios, lagos e zonas estuárias poluídos. Mesmo com enormes ganhos de eficiência e produtividade, esses brasis não poderão ser carros, casas, computadores etc., e sim bens e serviços imateriais ou “milagres contábeis”... Há um limite para o crescimento que não gera benesses sociais, e esse limite, imposto pela restrição socioambiental e física, abalará os mercados financeiros tal como nos anos 2000-2002. O Brasil será atingido mais uma vez. A pergunta agora é: como rever esse conceito (antes que ele nos reveja), sem criar um colapso financeiro a la Kindleberger⁴? Pois nossa crença no crescimento eterno foi tão longe que tudo - Previdência, sistema fiscal, financeiro, empresas etc. - se baseia nela...

³ Autor do livro “The Entropy Law and Economic Process” (Harvard University Press, 1971), considerado o pai da Ecoeconomia.

⁴ Professor e historiador norte-americano, escreveu o livro Manias, Pânico e Crashes – Um Histórico das Crises Financeiras. Cidade, Editora, 1978.

Indicadores Macroeconômicos e Projeções (*)

Última atualização 7/07/04	2000	2001	2002	2003	2004
PIB Crescimento Real (%)	4,4	1,3	1,9	(0,2)	3,4
Agropecuária (%)	2,2	5,7	5,8	5,0	3,7
Indústria (%)	4,8	(0,3)	1,5	(1,0)	5,4
Serviços (%)	3,8	1,9	1,5	(0,2)	3,2
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	6,0	7,7	12,5	9,3	7,1
Inflação (IGPM/FGV) (%)	10,0	10,4	25,3	8,7	10,3
Taxa de Câmbio Média (R\$/US\$)	1,83	2,35	2,93	3,07	3,01
Taxa de Câmbio Final (R\$/US\$)	1,96	2,32	3,53	2,89	3,10
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	(24,70)	(23,2)	(7,7)	2,0	1,1
Saldo Comercial (US\$ bi)	(0,73)	2,6	13,1	24,8	23,9
Taxa de Juro Nominal Final do ano (Selic)	15,8	19,0	25,0	16,5	15,0
Taxa de Juro Nominal Média	17,3	17,3	19,2	23,2	15,5
Taxa de Juro Real (deflacionado pelo IPCA)	10,7	8,9	5,9	12,8	7,8
Dívida Pública (% do PIB)	49,5	53,3	55,5	58,2	56,1
Resultado Nominal do Setor Público (% do PIB)	4,5	5,2	10,3	3,7	2,2
Resultado Primário do Setor Público (% do PIB)	(3,5)	(3,6)	(3,9)	(4,37)	(4,37)

(*) As áreas sombreadas são projeções.

ECONOMIA

O mês de junho registrou uma significativa melhora dos mercados brasileiros. Duas razões para esse comportamento podem ser encontradas na redução na percepção dos riscos do cenário externo e nos bons números de atividade econômica, principalmente o das exportações, que bateram recorde este ano novamente. Com isso, as preocupações com a atividade econômica diminuíram bastante. Houve uma onda de revisões de crescimento para baixo a partir da deterioração observada nos indicadores financeiros desde o início deste ano, mas essas as previsões voltaram a subir, ficando no patamar inicial de um crescimento de 3,5-4,0% para 2004.

Figura 1

MERCADOS		Bovespa	Juros futuros (janeiro/05)	Real	Risco Brasil	Petróleo	Euro (*)	EUA título público 10 anos	S&P500
Patamar	Último Pregão (u)	21.670	16,21	3,023	623	38,39	1,2290	4,4570	1125,38
	Penúltimo Pregão (0)	21.568	16,28	3,041	623	38,39	1,2316	4,4610	1125,38
	Última Sexta-feira (1)	21.568	16,28	3,041	623	38,39	1,2316	4,4610	1125,38
	Penúltima Sexta-feira (2)	20.750	16,69	3,110	663	37,55	1,2178	4,6480	1134,43
	Valor em 30/jun (3)	21.149	16,54	3,086	646	37,05	1,2199	4,5830	1140,84
	Valor em 31/mar (4)	19.545	17,81	3,189	698	39,88	1,2188	4,6490	1120,68
%	Var. no dia (u)/(0)	0,5%	(0,4%)	(0,6%)	0,0%	0,0%	(0,2%)	(0,1%)	0,0%
	Var. última semana (u)/(1)	0,5%	(0,4%)	(0,6%)	0,0%	0,0%	(0,2%)	(0,1%)	0,0%
	Var. penúltima semana (1)/(2)	3,9%	(2,5%)	(2,2%)	(6,0%)	2,2%	1,1%	(4,0%)	(0,8%)
	Varição em jul/04 (u)/(3)	2,5%	(2,0%)	(2,0%)	(3,6%)	3,6%	0,7%	(2,7%)	(1,4%)
	Varição em jun/04 (3)/(4)	8,2%	(7,1%)	(3,2%)	(7,4%)	(7,1%)	0,1%	(1,4%)	1,8%
	Varição em 2004	(2,5%)	2,1%	4,5%	34,6%	18,1%	(2,4%)	4,9%	1,2%
	Varição em 2003	97,3%	(47,0%)	(18,0%)	(67,8%)	4,2%	20,0%	11,3%	26,4%

(*) Variações positivas indicam apreciação do Euro

Uma das conseqüências da melhora do cenário externo pôde ser vista na queda do risco global. A balança comercial teve sua projeção revista de um superávit de apenas US\$ 19 bilhões em janeiro para um de US\$ 27 bilhões em julho. Apesar da perspectiva de desaceleração da economia chinesa e do recuo dos preços das commodities, além de questões ligadas às exportações da soja, o mercado segue despreocupado em relação às principais macrotendências por trás da melhora dos mercados, particularmente no mês de junho (Figura 2):

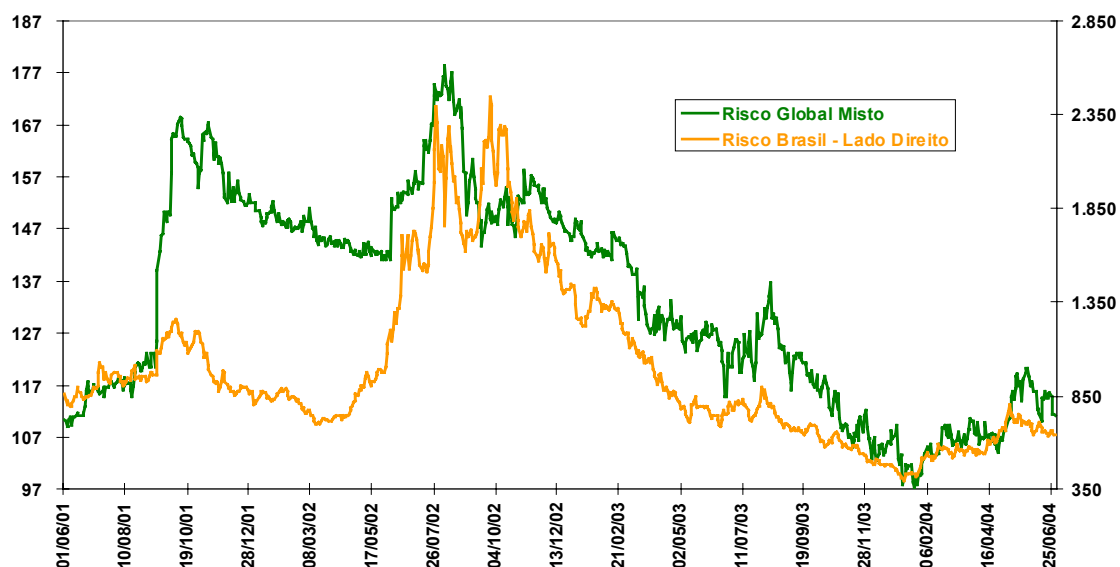
- 1) Expansão mundial e seus efeitos sobre o risco global
- 2) Expansão da atividade econômica no Brasil
- 3) Exportações

- 1) Expansão mundial e seus efeitos sobre o risco global

No início do ano, todos estavam preocupados com a recuperação econômica dos Estados Unidos. Isso é resultado dos fracassos do atual paradigma econômico que vêm se acumulando desde o final de 2000. Mesmo depois de um dos maiores afrouxamentos de sua história, tanto na área monetária quanto fiscal, a economia norte-americana continuou cambaleante por bastante tempo e só mostrou sinais de recuperação no final de 2002, não por acaso início de uma profunda queda nas medidas de risco global. Essa queda de risco global trouxe um maior apetite global por risco e um momento muito favorável para países emergentes como o Brasil. Portanto, também não é coincidência a queda do risco global estar fortemente correlacionada com a melhora dos mercados brasileiros – bolsa, câmbio, risco Brasil e juros futuros. Uma retrospectiva histórica mostra que os fenômenos do passado recente, a partir do final da década de 1990, não podem jamais ser esquecidos nem pelos analistas nem pelas autoridades. Antes do afrouxamento monetário iniciado em 2001, a economia norte-americana vivia uma bolha do setor de alta tecnologia e, apesar do aperto monetário feito pelo FED entre meados de 1999 e meados de 2000, a economia não só não se desacelerava, como estava se acelerando. A política monetária não foi eficaz durante o aperto monetário do biênio 1999-2000 e não funcionou depois, quando foi feito o maior afrouxamento monetário da história norte-americana. Desde então, os efeitos da política monetária sobre o funcionamento da economia têm se mostrado incertos, e isso pode ser reflexo da não inclusão de variáveis importantes no modelo que faz essa vinculação entre os instrumentos de política econômica e a realidade. Nem é preciso dizer que as variáveis omitidas são a demográfica, o processo tecnológico, a questão ambiental, os custos da saúde e da previdência, os aspectos políticos e geopolíticos etc. O mau funcionamento da política monetária trouxe para os mercados financeiros globais grandes incertezas e muita volatilidade, e índices de ações de países maduros hoje exibem taxas de volatilidade jamais vistas. O modelo econômico está soçobrando e os resultados econômicos não são mais uma certeza - são constantemente ameaçados pelas variáveis omitidas.

Um dos maiores problemas atuais é a não criação de empregos, seja pela globalização ou terceirização, seja pelo fenômeno tecnológico. Vivemos um processo de enorme concentração de capital, que mobiliza tecnologias pesadas que dispensam mão-de-obra em todos os setores da economia, não mais só na indústria. O mercado de trabalho nos Estados Unidos vinha mostrando sinais muito fracos e, por conta da enorme alavancagem financeira das famílias norte-americanas e do nível histórico de consumo das famílias sobre o PIB e sobre a renda disponível, havia o risco de uma contração indesejável da atividade no segundo semestre de 2004.

Figura 2



Portanto, a expectativa era de que o FED elevasse os juros no final deste ano ou mesmo só em 2005. Com os bons números recentes de emprego, tudo isso mudou, e o FED começou o aperto monetário já na reunião de 30 de junho, ou seja, houve uma verdadeira reviravolta nas expectativas, em prejuízo dos mercados emergentes, entre eles o Brasil. Essa reviravolta nas expectativas em relação ao aperto monetário norte-americano afetou negativamente os mercados nos meses de abril e maio, mas em junho esses riscos diminuíram. Além de um relatório mais fraco de emprego no início do mês de julho, o FED, na decisão de 30 de junho, ratificou um discurso mais comedido de elevação das taxas. Os treasuries e os mercados emergentes comemoraram, e a Bovespa subiu em função disso. A recuperação sustentável dos Estados Unidos no segundo semestre é mais importante para os mercados emergentes do que a elevação antecipada dos juros pelo FED. Se realmente tivesse havido uma desaceleração, o risco global subiria, deteriorando as condições financeiras para o Brasil. O aperto monetário antecipado, ligado a uma recuperação mais sustentável da atividade dos Estados Unidos e do mundo, é com certeza um fenômeno mais benigno para o Brasil no médio e longo prazo (ver equação abaixo). No relatório do mês passado, falamos sobre a inexistência de correlação entre os ciclos de política monetária dos Estados Unidos e do Brasil e, assim, não é preciso voltar a isso.

desaceleração da atividade econômica nos Estados Unidos e no mundo = elevação do risco global = deterioração dos mercados emergentes, entre eles o Brasil

Apesar de a recuperação sustentada da economia norte-americana estar prevalecendo no segundo semestre, há vários motivos para supor que o FED deve manter uma política moderada de elevação de juros sem aumentar o alerta em relação à inflação, induzindo um aperto nos juros primários mais forte do que o esperado pelos mercados: de 1 para 2% em 2004 e de 2 para 3,5% em 2005. Em primeiro lugar, o mercado de trabalho continua frouxo, com um déficit acumulado de 8 milhões de postos desde janeiro de 2001, apesar da criação de pouco mais de um milhão de empregos nos últimos quatro meses. Não tem sentido falar em criação de emprego absoluta, pois há que levar em conta a dinâmica populacional, que determina o número de pessoas que ingressam ano a ano no mercado de trabalho em busca de posições. Considerando a imigração líquida, a população norte-americana aumenta hoje quase 3

milhões de pessoas por ano, e a dinâmica populacional de 18 anos atrás é uma boa estimativa de quantos empregos são necessários desde 2001 para contrabalançar a maior destruição de empregos observada desde a Grande Depressão de 1929. Portanto, é muito limitado o comentário sobre a robustez do mercado de trabalho norte-americano dos últimos meses. Quando se tem em conta a dinâmica populacional, constata-se no governo Bush um déficit acumulado de 8 milhões de postos de trabalho.

déficit de empregos = criação de empregos (menos) aumento da força de trabalho

Por causa desse enorme déficit de empregos, os custos salariais estão subindo num ritmo menor que o da inflação, e ainda não houve recuperação da massa salarial real. Esses custos explicam 80% do processo inflacionário. A segunda razão pela qual o FED pode se manter despreocupado com a taxa de inflação é o excesso de capacidade ociosa na indústria, pois, apesar do crescimento acima do potencial, o excesso atual é maior que durante a recessão de 1991. Esses fatores mostram ausência de inflação de demanda nos Estados Unidos. Há também a bolha dos preços dos imóveis, a alavancagem das operações financeiras e o alto endividamento das famílias norte-americanas, mas nenhum desses fatores levaria o FED a não fazer um alerta sobre a inflação futura. Os dois primeiros, sim, e foi exatamente o que aconteceu na declaração feita após a decisão do dia 30 de junho.

Portanto, se não há uma fonte de inflação de demanda nos Estados Unidos, há que procurá-la em outro lugar, visto que a inflação anual saltou de 1,1% em 2003 para quase 3% em 2004. A origem dessa alta está quase toda no preço da energia e na elevação dos preços de petróleo - quase 40%, este ano, em relação à média do ano passado. Fazendo um paralelo com os choques de petróleo da década de 1970, há motivos para o FED não soltar um alerta severo sobre inflação, apesar dos preços mais altos da energia: 1) em 1974, o preço de petróleo quadruplicou e, em 1979, triplicou; agora trata-se de uma alta de apenas 40%; e 2) de 1970 para cá, o uso de petróleo por unidade de produto foi reduzido pela metade, de 4 para 2% do PIB.

Apesar de tudo isso, há uma razão para o FED soltar um alerta para a inflação e, portanto, esse alerta não pode ser totalmente descartado: os choques de petróleo da década de 1970 aconteceram por causa de uma restrição de oferta. No caso atual, o choque se deve a uma elevação de demanda mundial, particularmente dos Estados Unidos e da China, que rapidamente se tornou a segunda maior consumidora de petróleo no mundo. Isso faz uma grande diferença. Por fatos estilizados do passado, sabemos que um menor choque de petróleo, aliado a um excesso de demanda mundial, pode ter seus efeitos sobre a inflação potencializados. Sabemos também que em 1974 o governo norte-americano reduziu juros em resposta ao choque, e a economia afundou logo em seguida, por causa da explosão da inflação. Em 1979, as taxas de juros foram elevadas, portanto, um choque dessa natureza deflagra uma política monetária mais austera e não o contrário. Por essa razão, embora muitos fatores importantes revelam a não necessidade de o FED remover sua moderação, um choque de petróleo causado por pressões de demanda mundiais poderia exigir uma ação mais enfática do FED para controlar a alta da inflação e as expectativas inflacionárias. O atual choque de petróleo não pode ser desvinculado das ações futuras do FED, e pode-se atribuir grande parte da volatilidade dos mercados em relação à política monetária do FED a essa questão, além, é claro, do já mencionado mau funcionamento da política monetária. Chegamos, então, ao segundo ponto do cenário externo, que discutiremos a seguir.

Petróleo

O maior risco do mercado de petróleo segue sendo um ataque terrorista. Não há excesso de demanda na produção de petróleo cru, e isso pode trazer melhora nos estoques, que estão em patamares historicamente muito baixos. Os estoques reduzidos e um ataque recente contra um oleoduto importante do Iraque voltaram a pressionar o preço, aproximando-o novamente dos 40 dólares o barril (WTI-Texas). Enquanto esse preço estiver abaixo de 40 dólares, não vemos comprometimento algum do ciclo econômico mundial, sempre lembrando que esse é o único impacto relevante para o cenário externo no momento. Além disso, o petróleo não deve trazer problemas para a inflação dos Estados Unidos, posto que a desaceleração da China e o próprio aperto monetário dos Estados Unidos acabarão induzindo uma desaceleração nos preços do petróleo no médio prazo. Dessa forma, conforme discutido anteriormente, continuamos apostando numa política moderada de elevação de juros nos Estados Unidos, o que é benigno para os países emergentes, mesmo porque isso está se inserindo num cenário de crescimento sustentado da economia mundial, fator primordial pelo qual devemos continuar observando um risco global ainda baixo, que não reduz o apetite pelos países emergentes, entre eles o Brasil.

Economia brasileira

2) Expansão da atividade econômica no Brasil

3) Exportações

Vamos discutir as duas outras macrotendências mencionadas acima, que motivaram a melhora dos mercados do mês de junho, a saber: a expansão da atividade econômica no Brasil e as exportações. Esses dois fatores estão por trás da melhora dos indicadores financeiros de solvência do país, pois, com um saldo em contas correntes bastante beneficiado pelas exportações, houve uma melhora significativa no quociente dívida externa sobre exportações. A variação da dívida externa é igual ao saldo em contas correntes e, por ter havido uma substancial melhora nesse saldo, pari passu com um estrondoso crescimento das exportações, os quocientes melhoraram acentuadamente desde o ano 2000 (Figura 3). O crescimento também ajuda na razão dívida pública em percentual do PIB. Ademais, o governo foi capaz de manter o salário mínimo de R\$ 260,00, e o superávit primário continua batendo as metas estabelecidas com o FMI. A discussão a seguir vai nos ajudar a antever as perspectivas futuras e a fazer um levantamento dos riscos potenciais.

Figura 3

Quocientes (*)	2000	2002	2004	2005
Saldo em Conta Corrente / PIB	(4,3)	(1,7)	0,3	(0,3)
Dívida Externa / PIB	41,6	49,5	39,0	36,4
Exportações / PIB	10,7	15,5	17,0	18,0
Dívida Externa / Exportações	3,9	3,2	2,3	2,0

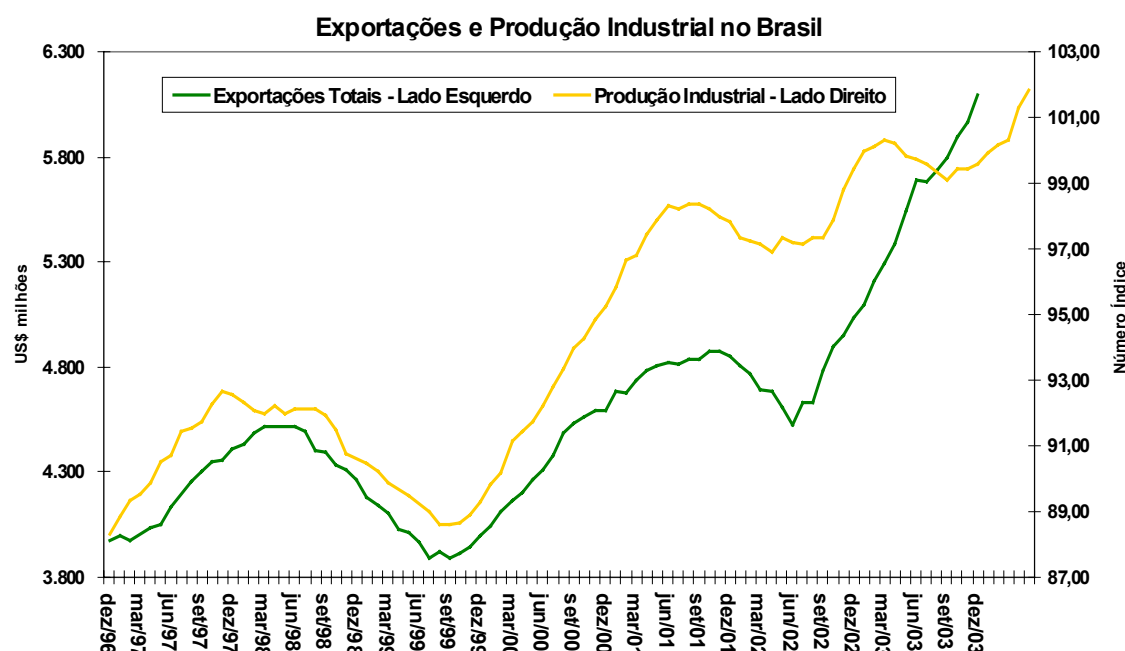
(*) Números absolutos

Fonte: ABN AMRO Asset Management, IBGE e Latin Focus

A atividade continua mostrando sinais claros de forte reativação, com o PIB registrando provavelmente um crescimento anualizado de 6% no primeiro semestre deste ano. Os demais indicadores (vendas reais do comércio, da indústria, nível de utilização da capacidade instalada, produção industrial etc.) seguem mostrando forte recuperação (Figura 4). O receio de uma desaceleração causada pela elevação dos juros reais de longo prazo não se concretizou como esperávamos, embora justifique em

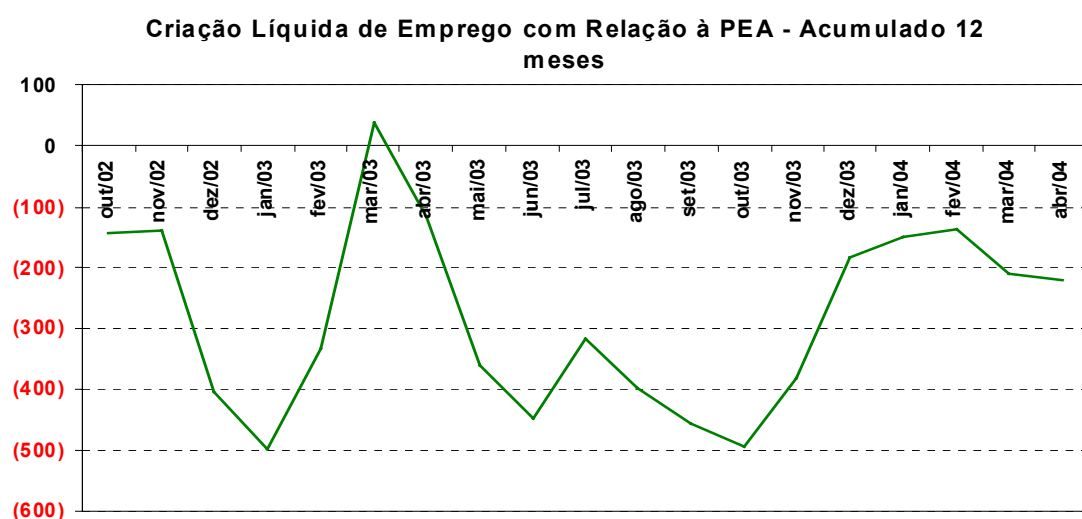
grande medida o mau desempenho do mercado acionário neste ano, a despeito dos bons números da economia. O mercado olha para a frente, e essa deterioração realmente poderia ter acarretado uma diminuição do ritmo de aquecimento da economia. Isso não aconteceu talvez por dois motivos: o primeiro, o já mencionado êxito das exportações brasileiras e o segundo, o atual patamar de juros: apesar da elevação, continua igual à metade do que prevalecia há um ano, e é compatível com o reaquecimento da economia, comparável aos números de 2000. É digno de nota que a deterioração dos mercados brasileiros tenha praticamente desaparecido no mês de junho, e os juros reais de longo prazo tenham caído antes pela queda dos juros nominais do que pela elevação das expectativas inflacionárias. As taxas de swap de um ano caíram de 19% em maio de 2004 para 16,7% em junho, muito mais do que subiu a taxa de inflação acumulada em 12 meses, de 5,90% para 6,50%, justificando a queda dos juros reais. Portanto, não só a elevação dos juros reais foi insuficiente para afetar a economia, como grande parte dessa elevação já foi revertida, o que é por si um bom sinal.

Figura 4



Outro efeito importante sobre a atividade, que poderia ser visto como negativo, foram as preocupações com a taxa de inflação, obrigando o BC a parar o processo de redução de juros duas vezes no ano: a primeira, em janeiro, e a segunda, em abril. Há várias razões para essa decisão: a elevação das expectativas de inflação; os núcleos de inflação em alta ou elevados, incompatíveis com a meta; a depreciação do câmbio e o choque de commodities, ambos pressionando o IPA, e finalmente os IPCs. Cabe à política monetária suavizar os efeitos secundários sobre os preços a partir desses choques, e isso claramente será feito por meio de uma não redução de juros, não cabendo um aperto nas taxas no atual cenário inflacionário. A explicação para isso é simples: a inflação de demanda continua contida, pois o mercado de trabalho, apesar da recuperação recente, ainda está bem defasado em relação à expansão observada na economia e nos últimos 12 meses ainda não se eliminou o déficit acumulado de empregos quando se considera o crescimento da população economicamente ativa (Figura 5). Além disso, grande parte das pressões atuais podem ser consideradas temporárias (questão dos alimentos) ou facilmente contornáveis por uma política monetária não acomodativa.

Figura 5



Assim, a depreciação do câmbio e a conseqüente elevação das expectativas inflacionárias explicam a parada na redução de juros em abril deste ano e, a partir daí, o BC deixou bem claro que jamais irá acomodar mais do que os choques primários provenientes do câmbio e dos preços das commodities. Para reduzir a volatilidade do câmbio, o BC fez a rolagem parcial dos vencimentos de swaps e uma colocação de dívida soberana. A decisão de manter a meta de inflação para 2005 em 4,5%, com banda de 2,5 pontos percentuais, e a definição da meta de 2006 em 4,5%, com banda de 2 pontos percentuais, também contribuiu para um cenário de estabilidade das expectativas inflacionárias.

Para entender melhor por que o descontrole das expectativas inflacionárias é um risco para a estabilidade macroeconômica, temos que lembrar dois pontos importantes: a formação dos juros nominais, que são iguais aos juros reais somados às expectativas de inflação, e a rolagem da dívida pública.

$$\text{juros nominais} = \text{juros reais} + \text{expectativas de inflação}$$

Pela equação acima, os juros nominais ficam proporcionalmente mais altos com uma expectativa de inflação mais alta. Com juros nominais mais altos, a rolagem da dívida pública acaba ficando mais cara para o governo, deteriorando suas condições financeiras e afetando negativamente os juros reais. Os juros reais mais altos afetam negativamente o processo de investimentos, que, por sua vez, é um determinante fundamental do crescimento futuro, pois o fluxo de investimento amplia a capacidade produtiva e permite um crescimento maior. Sem isso, o crescimento fica prejudicado e os quocientes de dívida pública, em percentual do PIB, e outros parâmetros financeiros que medem a solvência do governo deterioram, afetando mais uma vez os juros reais. Portanto, trata-se de um círculo vicioso, e é fácil entender por que o Banco Central tem uma preocupação enorme em estabilizar as expectativas inflacionárias, assim como fica claro por que a decisão do Conselho Monetário Nacional (CMN) em manter a meta de inflação em 2005 diminui o risco de isso acontecer. O círculo vicioso não está acontecendo; só o mencionamos para mostrar que o Banco Central está no caminho certo ao manter as taxas de juros constantes num ambiente de elevação das expectativas inflacionárias, além de ter adotado medidas visando reduzir a volatilidade do câmbio. Acreditamos que esse conjunto de medidas deve trazer resultados bastante positivos no final do ano e,

dependendo da evolução do cenário externo, há uma possibilidade não desprezível de observarmos alguma redução de juros a partir de setembro.

Embora o governo tenha adotado medidas para conter a volatilidade do câmbio, a grande preocupação, no que diz respeito à inflação, é uma possível mudança de patamar do valor da moeda brasileira, pois, através do mecanismo de transmissão da variação cambial para os preços, podemos estimar antecipadamente uma elevação da inflação. A inflação anual esperada para o IPCA de 2004 era estimada, no início do ano, em 6,0%, ligeiramente acima da meta de 5,5%, mas agora as projeções dos analistas estão começando a superar os 7%. Essa alta se explica pelo efeito primário do choque cambial, cuja transmissão é estimada em 15% a 18% da variação cambial dos últimos 12 meses, atualmente próxima dos 10%. É sempre bom lembrar que o mecanismo de transmissão é mais rápido e mais forte quando a economia está em expansão, justamente como agora. Portanto, o comportamento do câmbio daqui até o final do ano e as componentes tendenciais de inflação – os chamados núcleos e os índices de generalização do IPCA – precisam mostrar um comportamento favorável, para induzir a queda nas expectativas inflacionárias de 12 meses e, por conta disso, novas reduções de juros pelo Banco Central.

A possibilidade de esses fenômenos acontecerem nos próximos meses não é pequena: o câmbio pode estar sendo favorecido por um cenário externo benéfico, em que a desaceleração da economia chinesa fique dentro do esperado e a política monetária norte-americana não surpreenda com uma elevação mais forte dos juros. Ao lado disso, o preço do petróleo pode se estabilizar sistematicamente abaixo dos 40 dólares por barril (WTI-Nymex). Outros eventos negativos são possíveis, comprometendo o cenário externo, mas, por estarem todos no campo das incertezas, não serão antecipadamente precificados pelos mercados e não servem para projetar o futuro. Um ataque terrorista fulminante contra os meios de transporte de petróleo na Ásia – uma grande preocupação hoje – ou contra a produção da Arábia Saudita traria consequências gravíssimas para toda a economia mundial, elevando o risco global e criando uma onda de choque da qual o Brasil não sairia ileso.

**ataque terrorista = elevação forte do petróleo = contração da economia mundial =
elevação do risco global = deterioração dos países emergentes**

Dentro dos eventos prováveis, podemos trabalhar com um cenário externo favorável e, portanto, tanto o volume de captações externas quanto o comportamento do câmbio tendem a favorecer os prognósticos da inflação nos próximos meses, passado esse pico temporário e sazonal causado pela entressafra agropecuária e outros itens como reajustes de telefonia, gasolina e energia elétrica. Isso pode abrir uma oportunidade para a redução de juros, e todo esse cenário tende a se materializar num comportamento favorável dos mercados brasileiros. A única preocupação reside na esfera política, em que a decisão do STF sobre a contribuição dos inativos pode ter um efeito bastante negativo. Discutiremos mais detalhadamente esse assunto na parte política. Por ora, vamos apenas explicar por que a decisão contrária ao governo pode afetar tanto os mercados brasileiros.

O risco Brasil mede a solvência do governo brasileiro, pois é uma cesta de papéis soberanos emitidos e negociados diariamente no exterior. Quanto mais alto o risco Brasil, mais mal avaliadas são as condições de solvência do país. Um exemplo recente ocorreu em outubro de 2002, quando a taxa de risco acima dos treasuries norte-americanos atingiu 2.400 pontos (hoje está em pouco mais de 600 pontos). A solvência do

governo brasileiro depende da estabilidade da dívida pública, em percentagem do PIB, e esta, por sua vez, depende da obtenção de superávits fiscais primários de longo prazo. O Brasil passou grande parte da sua história praticando a indisciplina fiscal, e só a partir de 1998, no segundo mandato do governo FHC, inaugurou um período de elevados superávits primários a fim de corrigir o enorme crescimento da dívida pública, que praticamente dobrou entre 1994 e 2004. Apesar de toda a extensa discussão sobre a dinâmica da dívida pública, a variável mais importante para atingir a estabilidade e garantir a solvência do governo brasileiro é a concretização dos superávits fiscais de longo prazo. Aliás, dentre todos os determinantes dessa dinâmica, essa é a única variável passível de ser controlada e determinada pela política econômica. É ocioso discutir a dinâmica da dívida pública fora de qualquer outro parâmetro que não seja a preservação, sob quaisquer condições, do superávit primário. No entanto, existia e ainda existe uma ameaça ao superávit primário fiscal de longo prazo: o déficit da Previdência. E agora podemos assimilar o teor da derrota do governo em relação à contribuição dos inativos. Sem essa medida, que foi uma das principais da reforma da Previdência do ano passado, os superávits fiscais e, por consequência, a dinâmica da dívida pública e a solvência do governo brasileiro ficam ameaçados. Isso significa risco Brasil e juros reais mais altos, Bolsa mais baixa e câmbio mais depreciado. Isso explica a cautela em relação aos investimentos, principalmente na segunda quinzena de julho, quando termina o recesso do Poder Judiciário.

POLÍTICA

Julho deve ser marcado pela escassez de notícias vindas do fronte político. O Congresso entrará em recesso tão logo a Lei de Diretrizes Orçamentárias seja aprovada, no começo do mês. Adicionalmente, notícias positivas trazidas pelos bons resultados econômicos devem continuar sustentando o apoio à política econômica gradualista conduzida pelo Ministro da Fazenda, Antonio Palocci.

Ao longo do primeiro semestre de 2004, não houve muitos progressos na agenda legislativa, e nenhum projeto de relevância foi aprovado de forma conclusiva até o momento. A única matéria que tem chances de ser aprovada até o início do recesso parlamentar, previsto para 8 de julho, é a Lei de Falências. O segundo semestre, entretanto, será marcado pelas eleições municipais e, por isso, as votações só voltarão a tomar fôlego no Congresso a partir de novembro.

Na pauta da Câmara, ainda tramitam matérias importantes para o crescimento econômico como a PEC paralela da reforma da Previdência, a reforma Tributária, o projeto de lei das agências reguladoras e o projeto de lei de estímulo à construção civil. No Senado, aguardam votações a lei de Falências, a reforma do Judiciário e a Parceria Público-Privada (PPP).

Assim, o maior risco no cenário político segue sendo a decisão do Supremo Tribunal Federal (STF) quanto à constitucionalidade da contribuição dos servidores inativos e pensionistas, aprovada na reforma da Previdência de 2003. A decisão do STF deve ficar para agosto, e estima-se que, dentre os 11 votos, 5 sejam contrários, 4, favoráveis e 2, incógnitos □ o governo está em desvantagem, portanto. Caso a contribuição seja julgada inconstitucional, além do impacto fiscal, haverá o impacto – ainda mais grave □ sobre as expectativas dos agentes. A decisão do STF contra o governo traria a percepção de que é praticamente impossível alterar a Constituição, principalmente porque um dos argumentos contrários evoca “direito adquirido” e “cláusulas pétreas” (direitos e garantias individuais que não podem ser abolidos por emenda constitucional).

MERCADO DE AÇÕES

Com a absorção e evolução recente dos principais itens de preocupações do mercado - preço do petróleo, desaceleração do crescimento da China , juros americanos , votação do salário mínimo e a postergação da votação sobre a contribuição dos inativos- o mercado voltou-se para os fundamentos macroeconômicos domésticos que vem trazendo notícias positivas e para o valuation de companhias. No mês de junho o Índice Bovespa médio fechou com alta de 6,76 % e o IBX50 médio com alta de +4,50%. Na esteira do lançamento de ações da Natura, as emissões de ações da Gol e da ALL Logística, também, foram bem sucedidas e com forte demanda.

Para julho, a nossa expectativa é de um mês positivo para a Bolsa até por falta de notícias negativas – férias no hemisfério norte, não tem reunião do FED, recesso do Judiciário e, algumas notícias positivas – decisão favorável do Supremo Tribunal de Justiça pelo IGP-DI como indexador para correção das tarifas de telefonia fazendo com que o desconto excessivo nos preços das ações de empresas dos setores regulados se reduzam. No curto prazo, as atenções do mercado estarão voltadas para os resultados do 1º semestre das companhias, a evolução das votações do Projeto de Parceria Público Privado(PPP) , do novo modelo das Agencias Reguladoras e a retomada das atividades do Supremo Tribunal Federal em agosto.

MERCADO DE RENDA FIXA

O mês de junho foi novamente caracterizado pela diminuição do prêmio de risco embutido nos mercados de juros e câmbio, com uma grande reversão de expectativas em relação ao cenário econômico interno e externo. No cenário internacional, a expectativa em relação ao aumento de juros na economia norte-americana continuou sendo avaliada diariamente pelos dados nos mercados de trabalho e de preços. O preço do barril de petróleo recuou devido principalmente à melhora nos estoques mundiais de gasolina e petróleo cru, revertendo a especulação nos mercados futuros.

Já no cenário interno, o mês foi marcado pela forte reversão de expectativas, mas desta vez no sentido da diminuição de prêmios. A ineficácia do governo em articular e unificar sua base, principalmente na condução da votação da MP do salário mínimo no Senado e na Câmara, continuou tensionando o ambiente político. Porém, a muito custo, aprovou-se o salário de R\$ 260,00 proposto pelo governo, reafirmando o compromisso com a austeridade fiscal. A nosso ver, esse evento foi determinante para a melhora do sentimento do mercado, reduzindo drasticamente o prêmio embutido nos mercados.

O mercado demonstra uma tendência de baixa na volatilidade ao longo de julho, mas com uma expectativa de melhora e continuidade na redução dos prêmios dos ativos. O cenário político voltará a ter importância com a proximidade da votação, no STF, da contribuição dos inativos do setor público, a ser retomada em agosto. Como esse ponto é crucial para o mercado, deverá afetar os preços dos ativos no final do mês - até a terceira semana pode haver uma certa "calmaria".

As taxas futuras de juros com vencimento em janeiro de 2005, que iniciaram o mês em torno de 17,80% a.a, encerram-no em 16,53% a.a. Ao longo de junho, o real se valorizou em 0,69% e fechou o mês em R\$ 3,1075.

Este material foi preparado pela ABN AMRO ASSET MANAGEMENT S.A., uma empresa do grupo ABN AMRO, em caráter meramente informativo, não constituindo oferta de venda ou solicitação para compra de qualquer título, valor mobiliário ou outro instrumento financeiro. Embora tenha sido elaborado com base em informações julgadas confiáveis, o mesmo não representa qualquer garantia por parte do ABN AMRO de que tais informações sejam exatas ou completas. Embora o objetivo deste trabalho seja apresentar as informações e opiniões de forma apropriada, podem existir razões alheias ao conhecimento do ABN AMRO que o impeça de assim proceder. As opiniões, projeções, suposições, estimativas, avaliações e preços apresentados neste material referem-se à data nele indicada e estão sujeitos a alterações a qualquer momento, sem o aviso prévio por parte do ABN AMRO. Por atuar de forma absolutamente segregada das demais empresas do grupo, as opiniões, projeções, análises ou estimativas demonstradas pela ABN AMRO ASSET MANAGEMENT S.A. neste material podem apresentar divergências em relação àquelas eventualmente apresentadas pelas demais empresas do grupo. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído ou copiado, total ou parcialmente, sem a prévia e expressa autorização do ABN AMRO.