

Índice

Projeções, 1

Ecoeconomia, 2

Cenário externo, 3

Cenário Doméstico, 15

Renda Fixa e Renda Variável, 20

## Indicadores Junho 2007

Ibovespa médio

54.393

+ 3,56% mês

+ 22,29% no ano

IBX médio

17.473

+ 3,43% mês

+ 20,29% no ano

S&amp;P 500

1.503,35

-1,78% no mês

+ 6,00% no ano

CDI

+ 0,90% no mês

+ 5,96% no ano

Dólar = \$ 1,9262

- 0,14% no mês

- 9,91% 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

Everaldo Cunha

João Mamede

João Miyashiro

Luiz Binz

Michela Aimar

Gestão Renda Variável

Cal Constantino

Fabrício Oliveira

João Marcelo Barros

Jose Malavasi

Ricardo Rossi

Sidney Uejima

Gestão Renda Fixa

Sylvio de Castro

Gabriela Cavarzan

Nathalie Ricconi

Renato Santaniello

Alocação de Ativos

Área de vendas

55 11 3174 6166

## Projeções

Indicadores macroeconômicos (*)	Projeções					
Última atualização 3/07/07	2003	2004	2005	2006	2007	2008
PIB crescimento real (%)	1,2	5,7	2,9	3,7	4,6	4,4
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	9,3	7,6	5,7	3,1	3,3	3,5
Inflação (IGPM/FGV) (%)	8,7	12,4	1,2	3,8	3,7	2,6
Taxa de câmbio média (R\$/US\$)	3,07	2,92	2,43	2,18	1,99	1,94
Taxa de câmbio final (R\$/US\$)	2,89	2,65	2,34	2,14	1,90	1,98
Saldo em conta corrente (US\$ bi)	4,2	11,8	14,1	13,4	16,4	8,4
Saldo comercial (US\$ bi)	24,8	33,7	44,8	46,3	46,0	39,0
Taxa de juro nominal final do ano (Selic)	16,5	17,8	18,0	13,25	10,50	9,50
Taxa de juro nominal média (CDI)	23,2	16,2	19,0	15,0	11,6	10,0
Taxa de juro real (deflacionado pelo IPCA)	12,8	8,0	12,6	11,5	8,1	6,3
Risco Brasil (spread acima dos treasuries)	463	383	305	192	142	132
Dívida pública (% do PIB)	52,4	47,0	46,5	44,9	43,3	40,8
Resultado nominal do setor público (% do PIB)	(3,3)	(2,3)	(2,8)	(2,9)	(1,5)	(0,6)
Resultado primário do setor público (% do PIB)	3,9	4,2	4,4	3,9	3,8	3,8

(\*) As áreas sombreadas são projeções.

# Ecoeconomia

## A estranha lógica da economia

O maior inimigo do sistema atual que dá sustentação à vida de todas as pessoas, não é quem formula as críticas, mas quem as ignora. O crescimento populacional exponencial lado a lado com a expansão material econômica também exponencial é a causa dos colapsos socioambientais que se avizinham e que podem pôr um fim à trajetória humana na Terra, segundo a maior parte da comunidade científica, que assinou um alerta para a humanidade em 1990. É comum ouvir dos incrédulos que a maior parte das profecias feitas sobre o futuro sombrio da humanidade jamais foram confirmadas. Embora isso seja verdadeiro, há três pontos falhos nesse argumento.

Primeiro, porque embora realmente tenham havido profetas, agora os alertas estão sendo feitos por prêmios nobéis e pelo melhor que há da comunidade científica internacional. Esses alertas fazem parte de um consenso científico jamais visto e estão bem fundamentados empiricamente.

Segundo, porque os cientistas sempre alertaram sobre o fraco alcance preditivo dos seus modelos, principalmente no que diz respeito aos limites da Terra, claramente evidenciados pela mudança climática e pela maior extinção da vida dos últimos 65 milhões de anos, fenômenos que embora possam parecer novidade para a maioria, já têm mais de 30 anos de estudos e evidências. Não interessa se o prazo é de 50 ou 1000 anos, o mais importante sempre foi definir as causas do colapso, pois somente assim poderemos revertê-lo. Ao destacar os limites da Terra como a principal razão dos nossos problemas, estamos tomando o cuidado de não tornar o aquecimento global um fenômeno geral e sim particular do atual desafio humano. O aquecimento global não é o nossa única ameaça nem a maior delas e essas ameaças não brotaram do nada, são decorrentes do crescimento econômico a qualquer custo e do contínuo avanço populacional. Por causa do comércio global, os problemas ambientais são agora planetários pela primeira vez na história e estão diretamente relacionados com os limites da Terra e com a nossa teimosia em avançar aceleradamente na direção desses limites, como se eles não existissem. O debate do aquecimento global que ganhou notoriedade só agora, com 30 anos de atraso, corre o risco de levar a discussão para onde menos interessa.

Terceiro, o fato de nunca termos morrido não significa que não devemos nos preocupar com a nossa morte. Em outras palavras, o fato de um mau evento nunca ter ocorrido, não significa que jamais irá acontecer. Infelizmente, a humanidade tem a sorte de contar com a resiliência da natureza, uma fronteira que antes de ser ultrapassada, permite que os desequilíbrios ambientais sejam neutralizados. Quando essa fronteira for ultrapassada, será um ponto de não retorno e a mudança abrupta ocorrerá em poucos anos e inviabilizará a sobrevivência de parcela significativa da humanidade. Por isso, o conceito da precaução é validado pela ecologia, biologia, paleontologia e a física, que são as ciências mais puras que podemos ter. Ao contrário dessas ciências, a economia está unidisciplinarmente definindo todas as tendências globais de políticas econômicas e de investimentos, como se nada mais importante de conhecimento de outras esferas fosse válido para mudar seus conceitos. Do ponto de vista epistemológico, não faz sentido a economia não absorver os avanços da física moderna, sendo ela uma irmã siamesa da física. Ao nascer, a economia tomou emprestado as leis da física clássica para explicar todos os processos econômicos, no entanto, os avanços da física moderna mudaram a forma como o ser humano percebe e entende a realidade à sua volta. Para corrigir esse erro, o único caminho possível é através da economia ecológica, um avanço científico multidisciplinar que nasceu há 30 anos atrás, a partir das críticas nunca refutadas de Nicholas Georgescu Roegen (1906-1994).

Apesar de Roegen, todas as vertentes da economia assumem ainda hoje e corajosamente que o sistema econômico é neutro para o meio ambiente e que o meio ambiente é inesgotável, embora isso seja considerado um absurdo por todos. Robert Solow, o pai da teoria de crescimento dominante até os dias de hoje, afirmou que as economias podem se ver livres dos recursos naturais, dado que o capital (máquina, equipamento, fábrica, etc.) é um perfeito substituto da natureza. Ele vai além: afirma que o ser humano será capaz de produzir outros fatores materiais que não os da natureza. Os físicos sabem que o ser humano não produz nem matéria nem energia, portanto, tudo vem da natureza. Na realidade, ao contrário da hipótese de Solow, não existem outros fatores materiais que não os da natureza. A economia está em xeque com a realidade.

Propor crescimento como salvação social sem avaliar as condições necessárias e sem mensurar os resultados socioambientais não se justifica mais, tanto pelos descalabros ambientais, como também pelas questões sociais, como a concentração de riqueza recorde dentro e fora das nações, a alteração das relações de trabalho, o aumento da desigualdade, a destruição do emprego, etc. É urgente os economistas incorporarem a realidade física, ecológica, social, política e planetária nos seus modelos e atuar positivamente para o futuro da humanidade, do contrário, continuaremos seguindo na rota de colisão com o planeta, da qual dessa vez não sairão vencedores.

## Cenário externo

### Reafirmação do cenário base apesar das dúvidas

Ao longo dos últimos meses defendemos que o cenário mais provável era o de redução de juros nos Estados Unidos. Isso não mudou. Os mercados futuros já chegaram a precificar no início desse ano mais de 90% de chances de redução de juros de 5,25% para 5,0% na próxima reunião do FED, no dia 7 de agosto de 2007. De lá para cá, essa probabilidade caiu para 4,5%. A probabilidade de aumento de juros continuou igual a zero, desde o início do ano até agora. Parece que os mercados possuem uma visão mais clara da política monetária que parte de Wall Street, onde o cenário de aumento de juros era considerado provável por alguns. Na reunião de 18 de setembro, a possibilidade de redução de 5,25% para 5,0% caiu de 70% no início do ano para apenas 8%. Mais uma vez, a possibilidade de aumento de juros nessa reunião foi o tempo todo considerada nula. A mesma análise vale para as duas últimas reuniões seguintes, a de 31 de outubro e a de 11 de dezembro. A possibilidade de redução de juros foi fortemente revisada para baixo, mas a probabilidade de alta sempre foi zero para as reuniões desse ano. A queda da probabilidade implícita de redução de juros está diretamente relacionado com a elevação das taxas de juros de longo prazo dos treasuries (figura E1) no ano de 2007.

A queda de demanda por treasuries na margem (figura E2), fruto do uso de cesta de moedas aqui e acolá e de diversificação, mesmo que gradual, é também uma boa explicação do fenômeno de alta dos treasuries, não apenas a desconfiança que a economia está forte e não irá crescer abaixo do potencial sistematicamente daqui até o final do ano, conforme o previsto pelo FED. A perspectiva do crescimento nos Estados Unidos, por conta dos efeitos do setor imobiliário, que já está em desaceleração há mais de um ano, é de moderar o consumo e investimentos residenciais (76% do PIB) e tal fenômeno, embora atenuado pelos 24% restantes da economia (demanda externa, gastos do governo e investimentos não residenciais), dificilmente colocará a economia crescendo acima do potencial. Crescimento abaixo do potencial (figura E3) é exatamente o resultado buscado pelo FED para combater as pressões inflacionárias que surgiriam caso ele não promovesse o aperto nos juros de junho de 2004 (1%) até junho de 2006 (5,25% atuais).

Figura E1

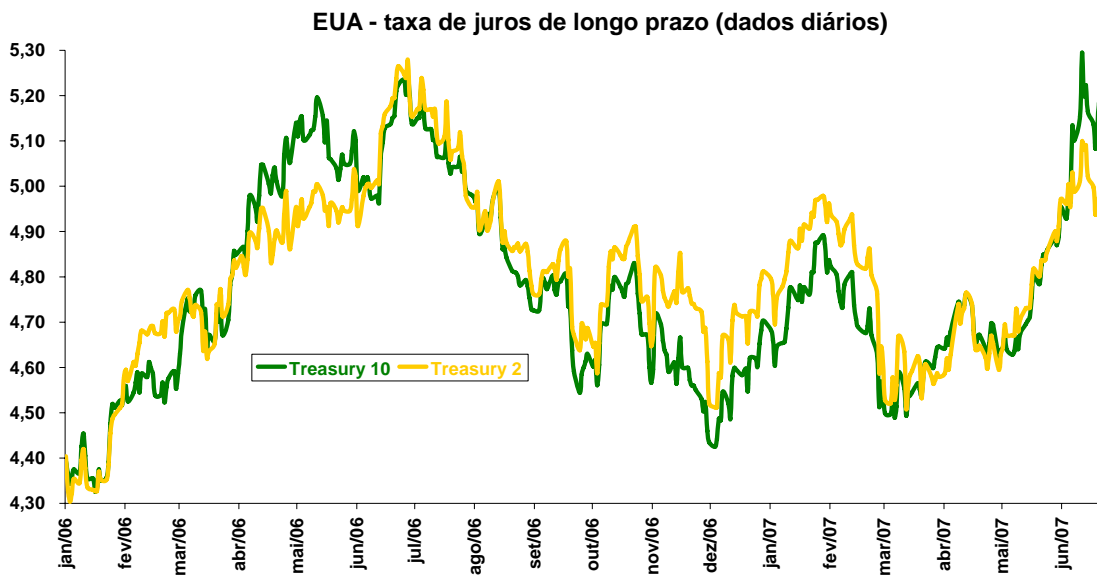
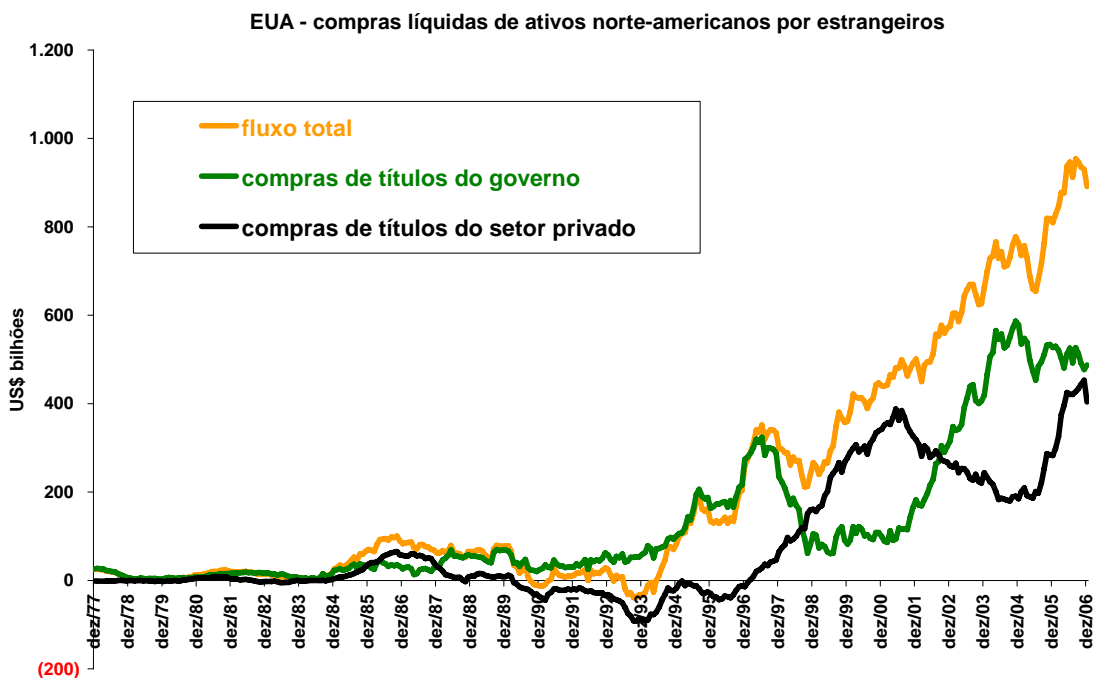


Figura E2



Contribuiu para essa visão mais otimista com a atividade (e mais pessimista com juros), uma queda menor do consumo de acordo com os dados dos dois primeiros meses do segundo trimestre, além de sinais mais robustos na área de sentimento do industrial, de emprego e de investimentos. Mesmo assim, consumo deve começar a diminuir, principalmente em junho, onde há sinais de queda da confiança do consumidor (figuras E4 e E5).

Figura E3

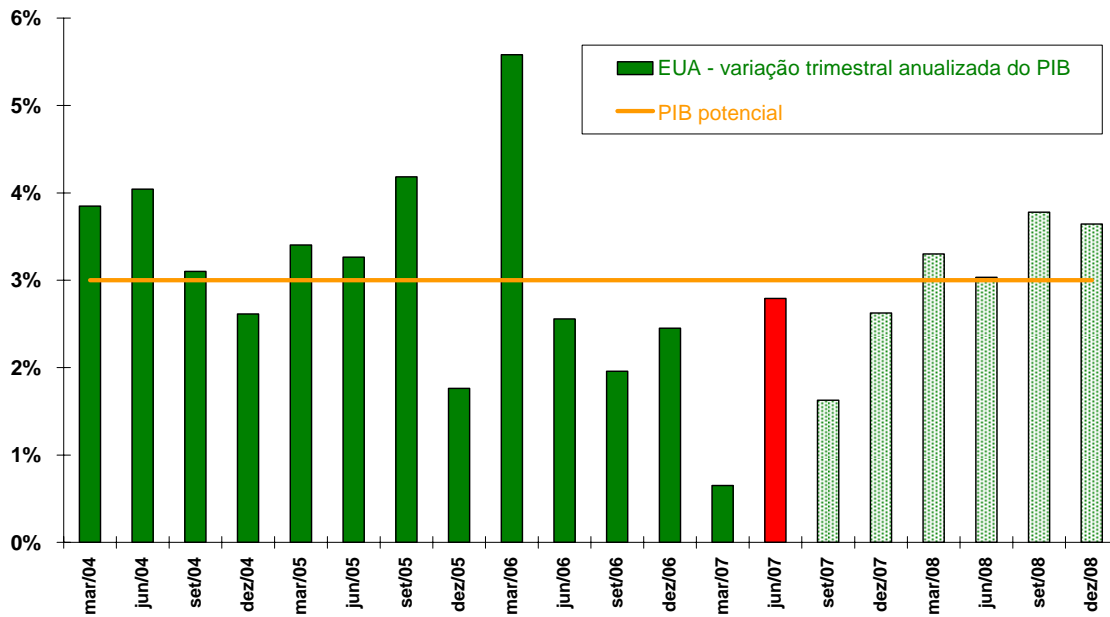
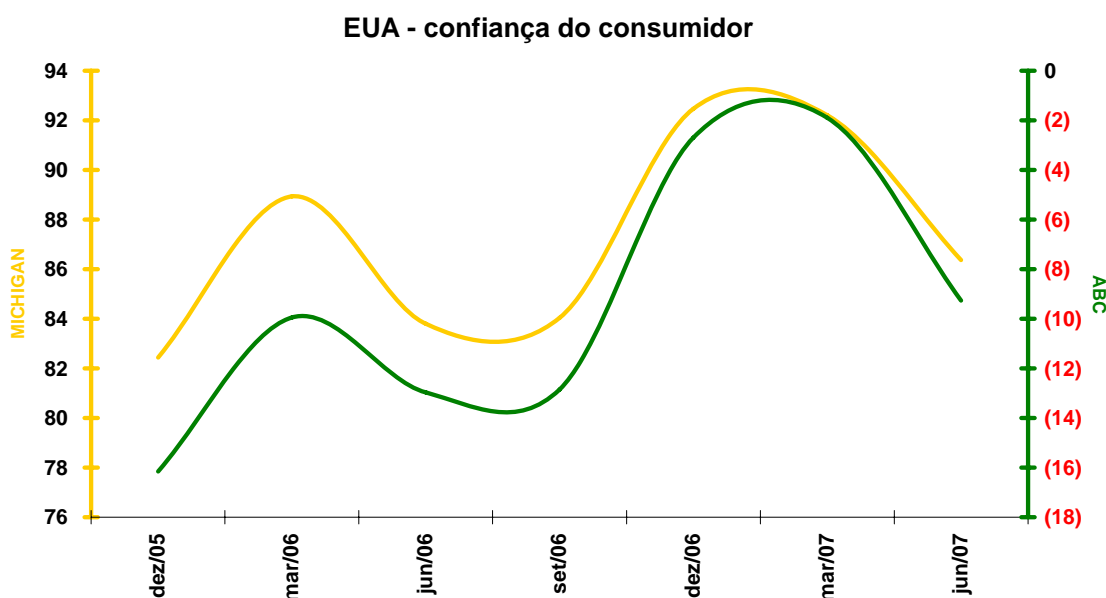


Figura E4

Componente	Peso	mar/07	jun/07	Tendência
<b>PIB</b>	100,0%	0,69%	2,30%	↕
Consumo pessoal	71,8%	4,20%	2,04%	↘
Investimento total	15,9%	(9,56%)	1,21%	↕
Gasto do governo total	17,5%	1,00%	2,02%	↕
Exportações líquidas	(5,2%)	17,21%	(4,32%)	↕
Exportações	11,8%	0,66%	7,40%	↕
Importações	17,0%	5,47%	3,65%	↘

Figura E5

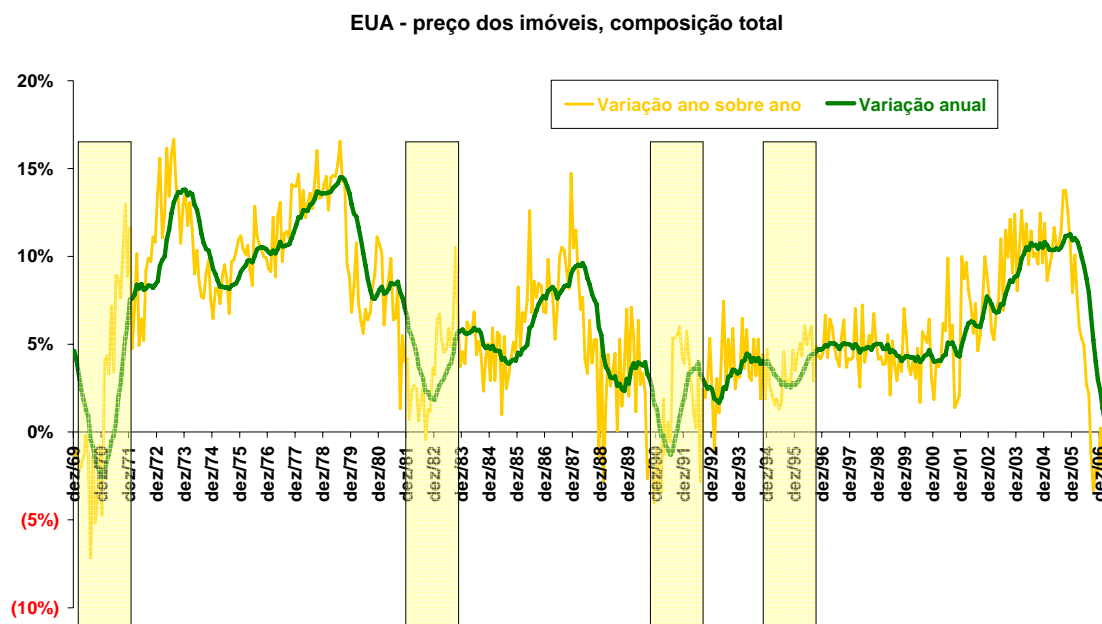


A confiança do consumidor depende de emprego, preço da gasolina, alta das ações e extração de riqueza a partir de seus investimentos imobiliários. A gasolina está em queda no período mais recente depois de uma alta considerável e embora possa ser um fator positivo para a confiança do consumidor (e para o consumo) daqui em diante, acabou afetando negativamente até agora. A contradição entre informações relativas a situação do trabalho e dos setores mais afetados pela atual desaceleração da atividade não foram capazes de evidenciar que há uma moderação em curso desde o início do ano passado na criação de empregos, principalmente no setor privado. Essa moderação deve ficar mais pronunciada nos meses a frente.

Ainda entre os fatores que explicam a confiança do consumidor, a alta das ações moderou recentemente, tanto pela alta recorde anterior, como pelas dúvidas novamente com o setor imobiliário, mas continua valendo a tese que os preços das ações estão baratos e que os fundamentos da economia suportam essa alta, principalmente quando se considera que o cenário mais provável é de desaceleração suave com queda de inflação e juros pela frente.

A extração de riqueza está sofrendo um grande abalo com queda dos preços dos imóveis, primeira vez que isso ocorre em abrangência nacional desde a Grande Depressão de 1929. Essa queda nos preços dos imóveis (figura E6), lado a lado com demanda fraca e estoques elevados, tende a colocar pressão adicional sobre essa variável e sobre o setor como um todo e deve agravar tanto a confiança do consumidor, quanto o consumo. Adicionalmente, a pressão sobre os investimentos relacionados ao setor subprime e outras operações exóticas deve aumentar nesse contexto. A contração do setor também exercerá pressão negativa sobre a criação de empregos, que deve se situar bem abaixo do número necessário de postos de trabalho para absorver a dinâmica populacional, ao redor de 180.000 por mês atualmente. Isso indica afrouxamento do mercado de trabalho, elevação da taxa de desemprego e por último, razão suficiente para ficar menos preocupado com inflação, abrindo espaço para redução de juros, provavelmente antes do final de 2007.

Figura E6

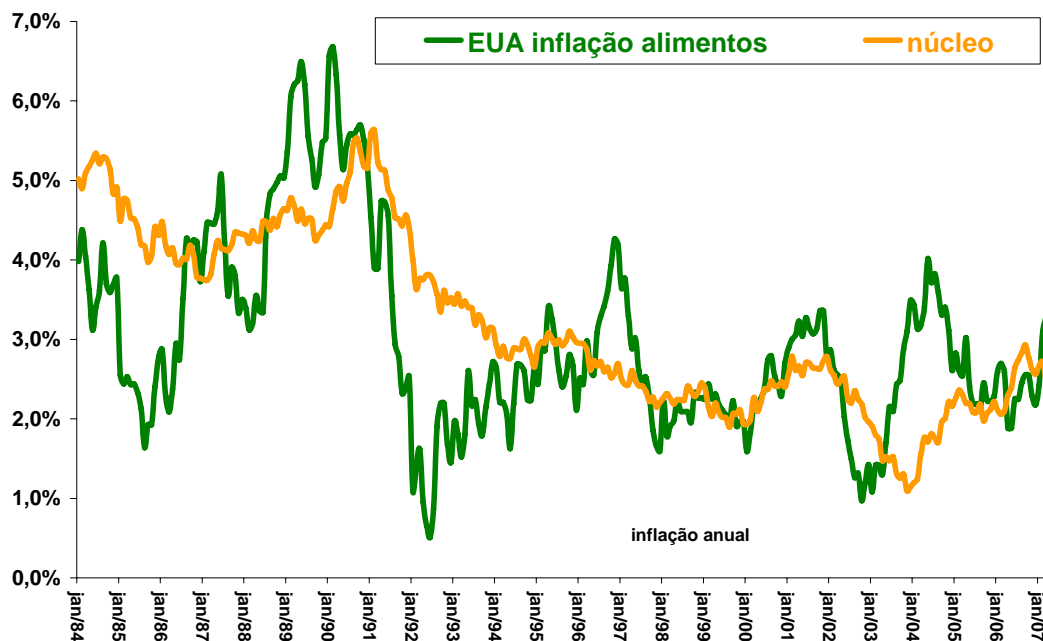


Portanto, o crescimento está passando por uma fase boa conjuntural, mas não há dúvida que por causa da alta de juros e seus efeitos sobre o setor imobiliário, o cenário de crescimento abaixo do potencial até o final do ano continua sendo o mais provável. Nesse sentido, o cenário de redução de juros ainda esse ano não pode ser precocemente descartado, posto que vamos ter desaceleração em consumo (71% do PIB) e nada de recuperação ou até piora adicional em investimento residencial (5% do PIB). O resto, que vai estar em alta (demanda externa, gastos do governo e investimentos não residenciais) responde por apenas 24% da economia norte-americana. Os motores que sustentaram o consumo até agora (renda e emprego) não irão passar ilesos pela contração do setor imobiliário.

A natureza anti-cíclica do emprego e da renda não pode ser usada como justificativa de não redução de juros, bem como da não desaceleração da atividade. A última variável que se ajusta num ciclo de desaceleração é o emprego, sendo inicialmente ajustado pelos vendas, estoques e produção. A presença de imigrantes ilegais nos EUA também amortece o efeito da desaceleração nessas variáveis, que excluem esse tipo de trabalhador nas estatísticas oficiais. Ademais, seria inédito o FED traçar um cenário de crescimento abaixo do par com moderação da inflação e não reduzir os juros, sem ter havido a surpresa de um choque negativo.

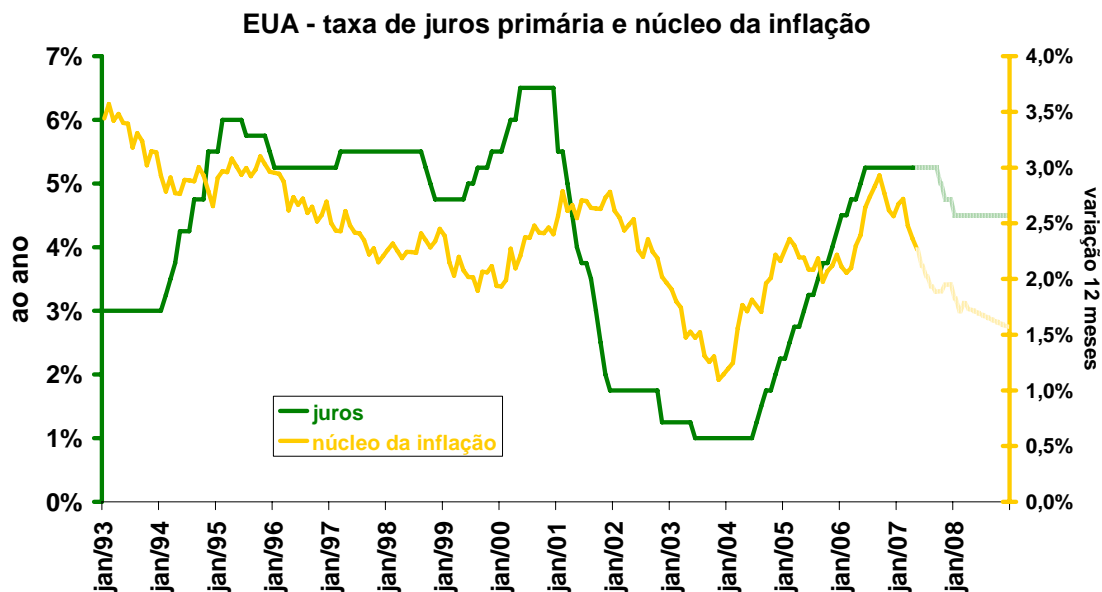
Portanto, se pelo lado da atividade, o cenário traçado continua favorável, devemos verificar se há algum choque em curso que poderia mudar as nossas premissas. Um choque recente que chamou atenção do mundo é a alta dos preços de alimentos. No entanto, há vários momentos de altas de alimentos com queda de núcleo nos EUA e vice versa (figura E7). Portanto, não há relação estreita entre inflação dos alimentos e o núcleo de inflação e os estudos econométricos feitos indicam um impacto diminuto mesmo no prazo de até 12 meses. A alta dos preços dos alimentos é danosa para atividade, pois funciona mais como se fosse um imposto, reduzindo a renda dos consumidores para gastar com outros bens. Seu impacto sobre a inflação tende a ser contido, desde que o choque fique dentro de certos limites de alta.

Figura E7



Por outro lado, também seria inédito o FED só reduzir os juros quando a inflação estiver caindo e quando a economia tiver atingido o pior. Geralmente o início do ciclo de redução de juros, por causa da defasagem da política monetária, não ocorre no melhor da inflação nem no pior da economia e mesmo depois da queda dos juros, muitas vezes a inflação continua subindo e a atividade continua caindo (figura E8).

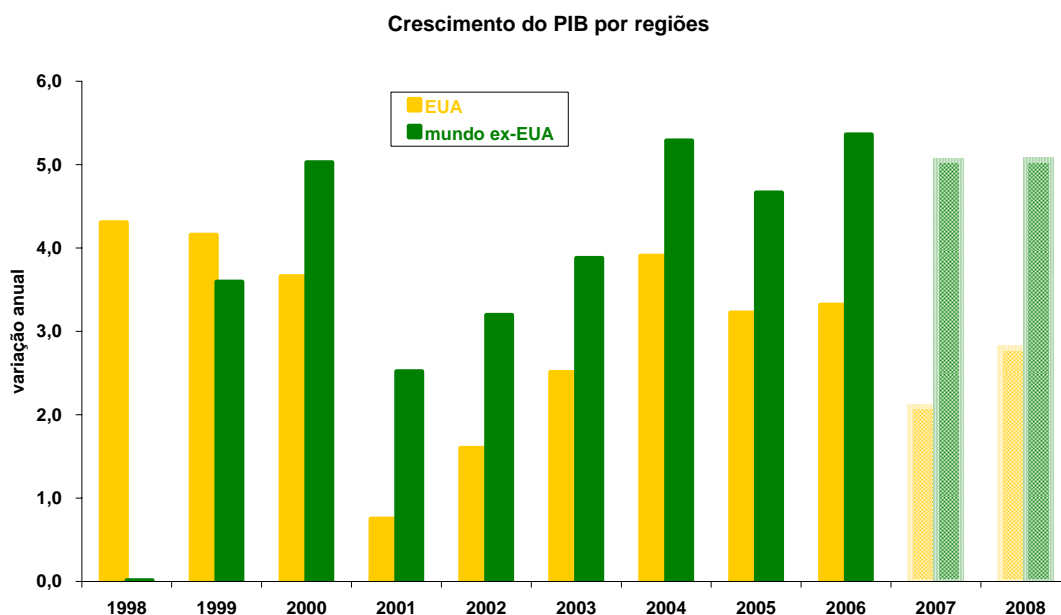
Figura E8



### Rebalanceamento da economia global

O rebalanceamento de crescimento ainda é esperado para o biênio 2007/2008, com Estados Unidos mais forte em 2007 e com a política monetária de aperto maior principalmente na Europa, conduzindo a um crescimento menor em 2008 (figura E9). A Europa está indo para um segundo trimestre mais fraco, mas há sinais de melhora e aceleração do crescimento no terceiro trimestre, por conta dos indicadores antecedentes e esse crescimento no segundo trimestre menor que o esperado é pontual. Precisa ser feita uma distinção do comportamento das variáveis que refletem o passado, daqueles indicadores que possam indicar o futuro.

Figura E9



No trimestre corrente a economia mundial está a caminho novamente de entregar um crescimento acima do potencial. Por conta disso, a preocupação dos bancos centrais com elevada utilização dos recursos e riscos de alta da inflação deve aumentar. O mais preocupado dentre eles é a Eurolândia, onde ambos crescimento e inflação estão crescendo mais rapidamente (figuras E10 e E11).

Figura E10

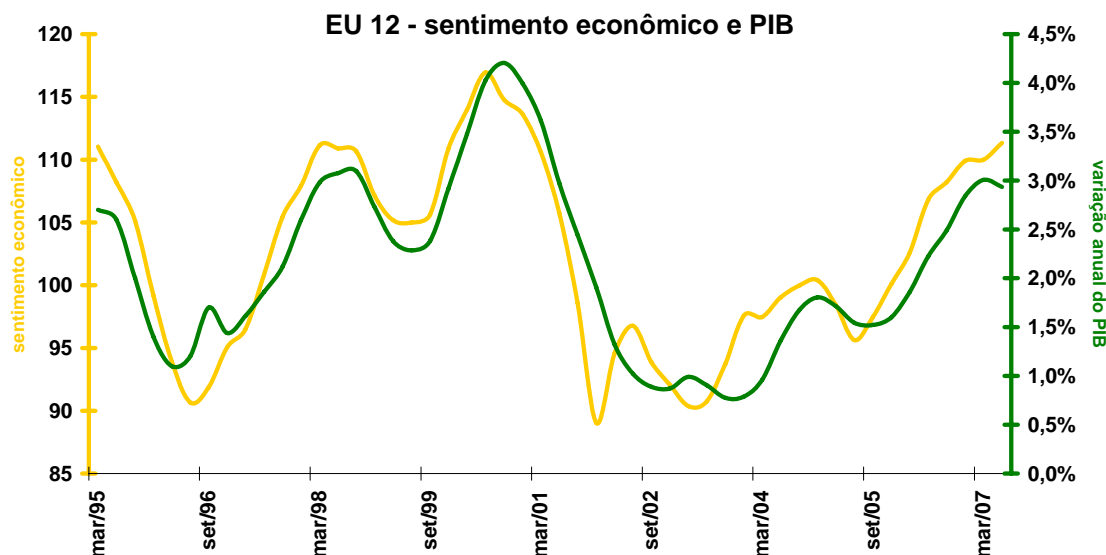
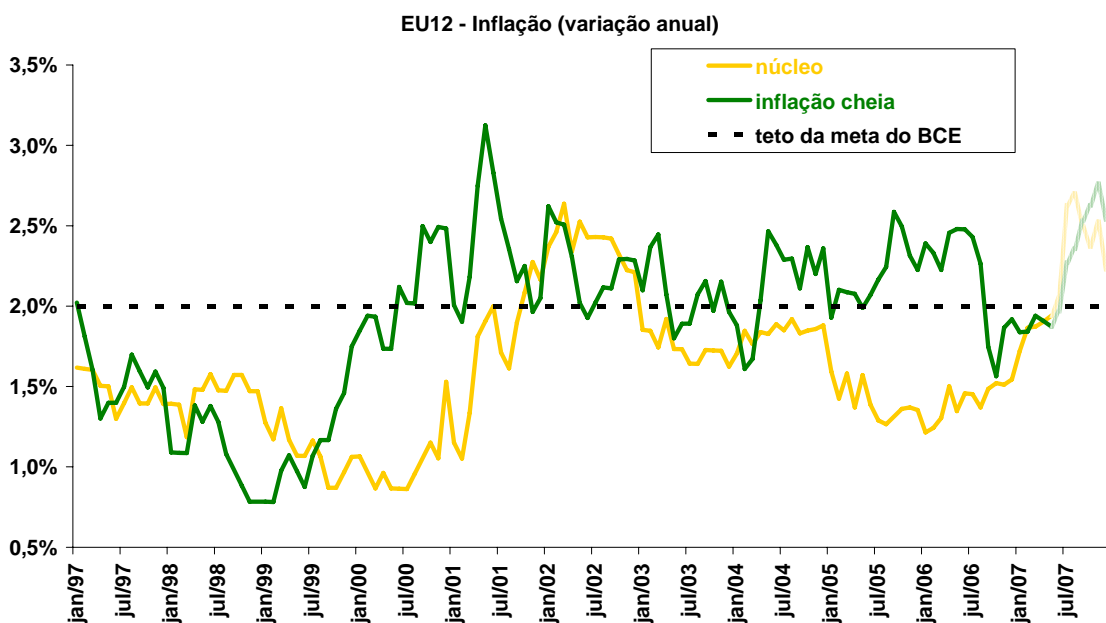


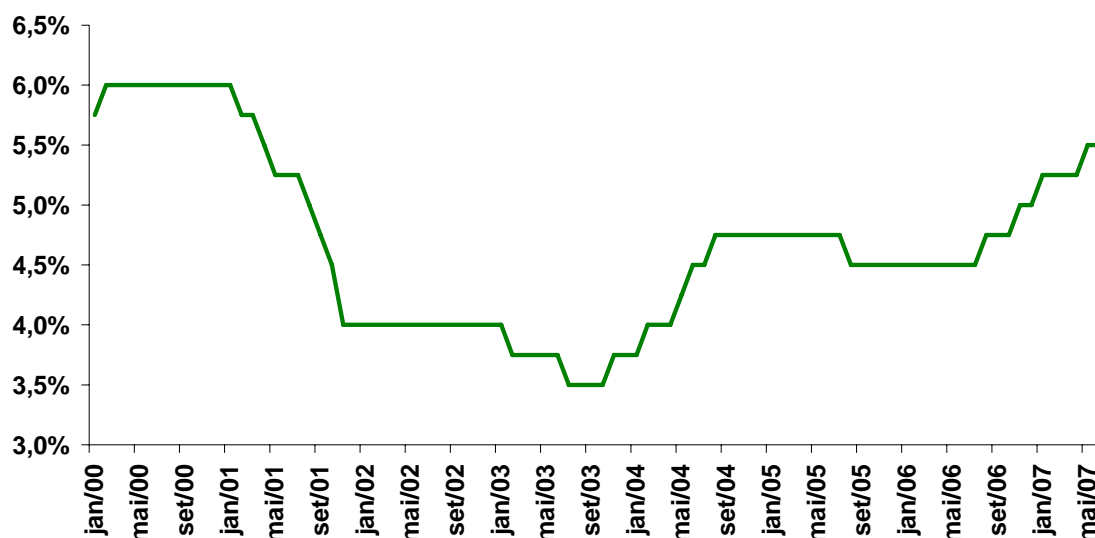
Figura E11



Suécia aumentou os juros para 3,5% e revisou para cima as estimativas de aumento de juros para esse ano e no seguinte. Na Inglaterra, as minutas revelaram na última reunião uma decisão apertada que manteve os juros por 5 a 4. Provavelmente, o Banco Central da Inglaterra irá aumentar os juros nas reuniões de julho e talvez mais um aperto em outubro (figura E12).

Figura E12

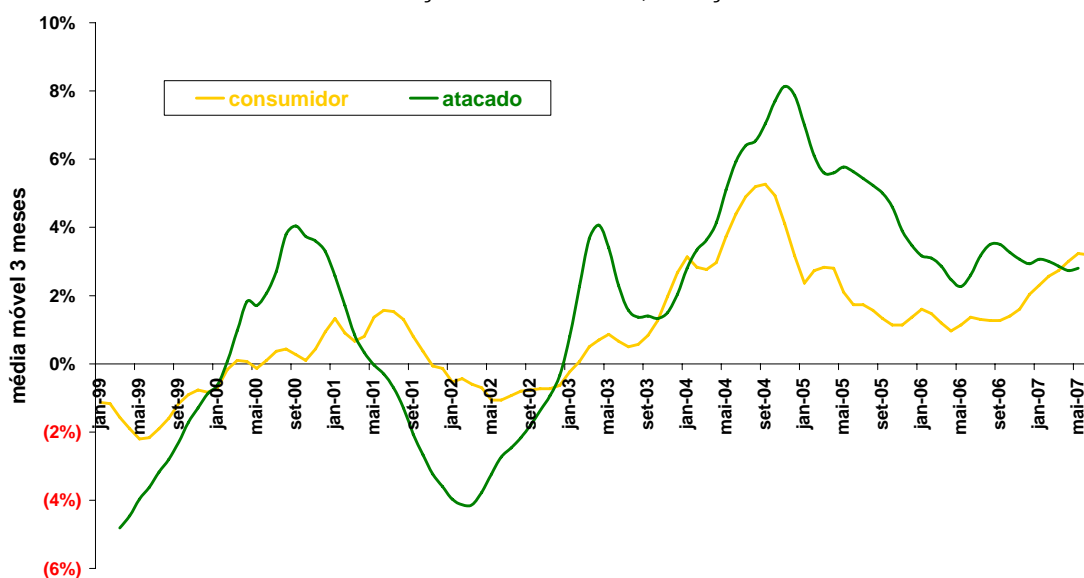
Reino Unido - taxa de juros primária (% ao ano)



Uma visão mais restritiva da política monetária na Europa não está sendo acompanhada pela Ásia, onde o aumento das taxas de juros tem sido bem limitado. A economia da China está acelerando fortemente, mas por causa do seu regime de câmbio fixo, as taxas de juros estão subindo muito pouco. A inflação também está subindo, mesmo assim, a possibilidade de combater esse excesso com política monetária tradicional é bastante limitada (figura E13).

Figura E13

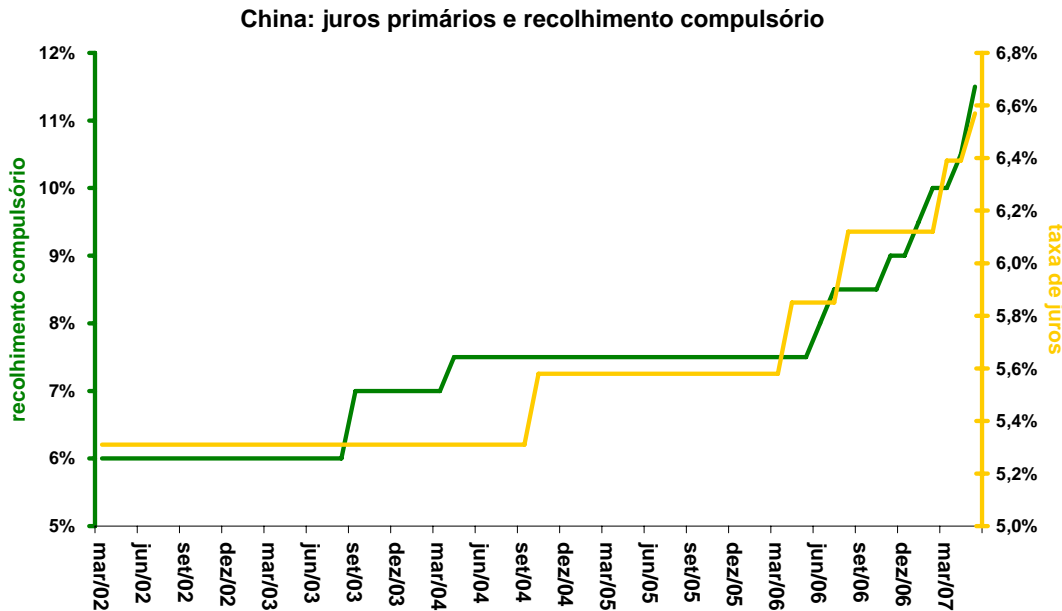
China - inflação ao consumidor, variação anual



Apesar dessa inconsistência do controle de inflação com o regime de câmbio, o diretor do Banco Central, Zhou Xiaochuan, declara ser necessário continuar apertando os juros. A inflação de maio (3,4%) foi a mais alta dos últimos dois anos e a culpa recai sobre carne de porco e alimentos. É o terceiro mês consecutivo que a inflação fica acima da meta de 3% estabelecida pelo banco central. A continuidade da pressão dos alimentos pode produzir uma inflação igual a 3,6% no mês de junho, dado que será divulgado na terceira semana de julho. Muitos economistas prevêem que

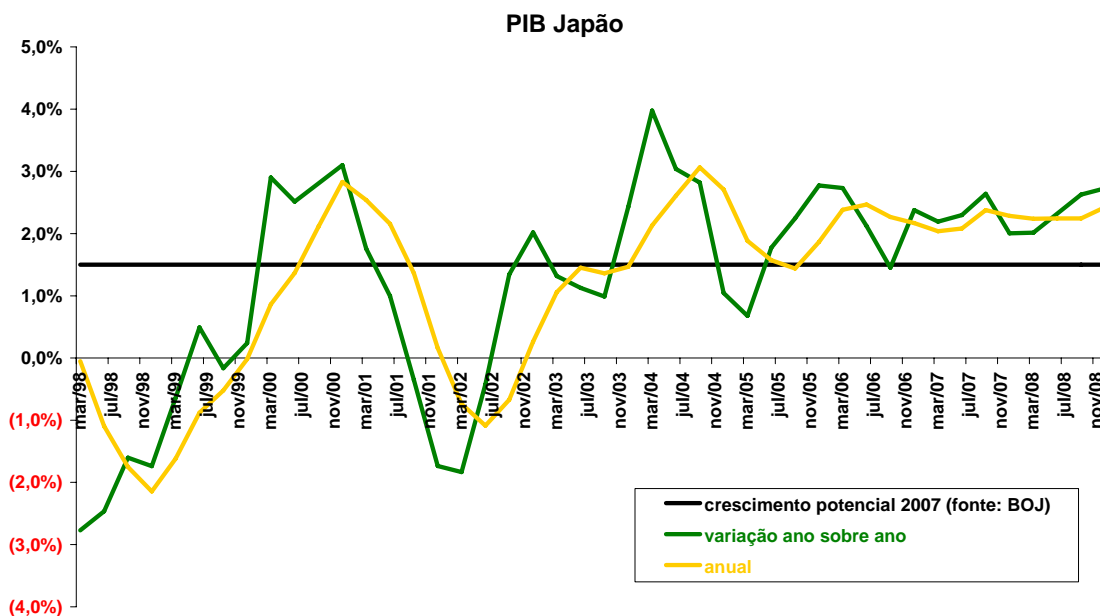
essa a inflação vai continuar a subir até 4% ao redor de setembro ou outubro. Para evitar o descontrole inflacionário, o governo chinês deve manter suas políticas restritivas, mas essas medidas de elevação de recolhimento compulsório e de juros não devem ter repercussão negativa nos mercados (figura E14).

Figura E14



A economia japonesa está crescendo acima do seu potencial por três anos consecutivos (figura E15), mas as taxas de juros subiram até agora apenas 0,5 ponto percentual. Adicionalmente, a restrição de capacidade produtiva e elevada demanda tanto externa quanto interna. As minutas da reunião de maio deixam claro que o movimento deve continuar bastante gradual e as chances de elevação de juros em julho são baixas.

Figura E15

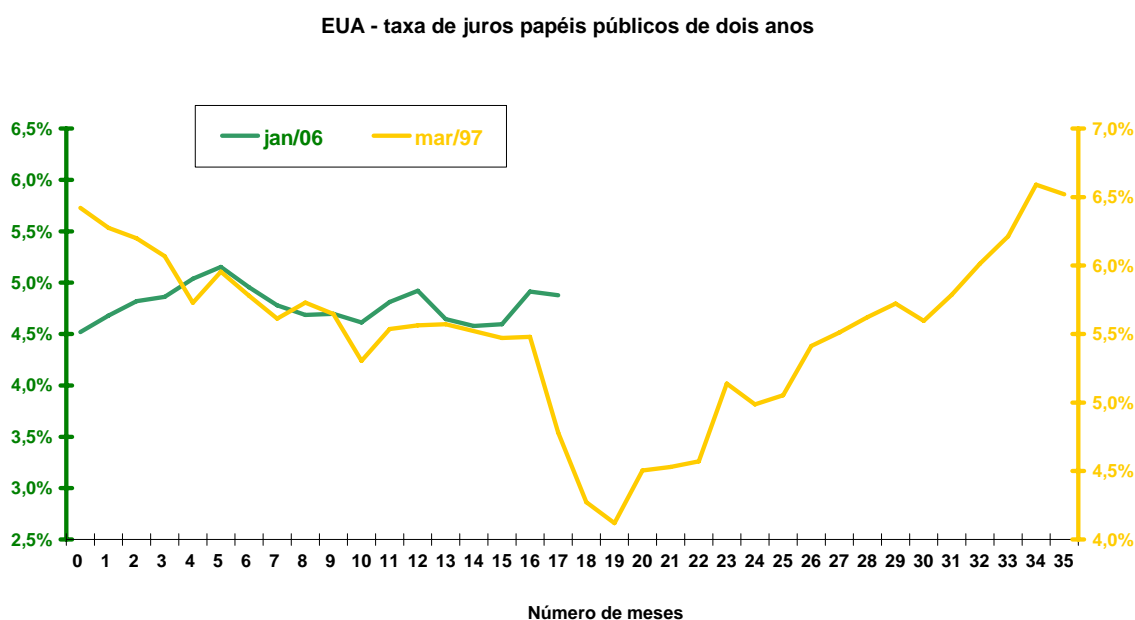


## Nova crise do subprime

No caso dos Estados Unidos o peso do setor imobiliário sobre consumo e emprego é inevitável, esse setor está longe de ir para uma recuperação e agora, adicionalmente, tem o peso do desdobramento da recessão do setor imobiliário sobre os investimentos financeiros que foram feitos, uma caixa preta que surgiu recentemente e já jogou os treasuries para baixo novamente, para metade da alta que foi observadas desde o início de maio.

O receio dos mercados é os desdobramentos do subprime se transformarem em uma possível re-edição numa versão mais branda da crise de maio de 2006 e numa versão mais séria, da crise do LTCM. O comportamento dos juros de longo prazo pode ser um sintoma de crise semelhante, mas até agora, comparativamente com a crise de 1998, esse sintoma não apareceu e o risco sistêmico não pôde ainda ser identificado por aí (figura E16). Num ambiente de incertezas, o “fly to quality” determinaria forte queda das taxas de juros dos papéis públicos do governo americano. No gráfico acima, a queda forte na reta amarela iniciada em março de 1997 marca a crise russa, a partir da qual o FED socorreu o mercado reduzindo as taxas de 5,5% para 4,75% (3 reduções de 0,25 ponto percentual). A reta verde é o período atual onde não se vislumbra comportamento semelhante. Por esse gráfico, uma re-edição da crise do LTCM parece pouco provável.

Figura E16

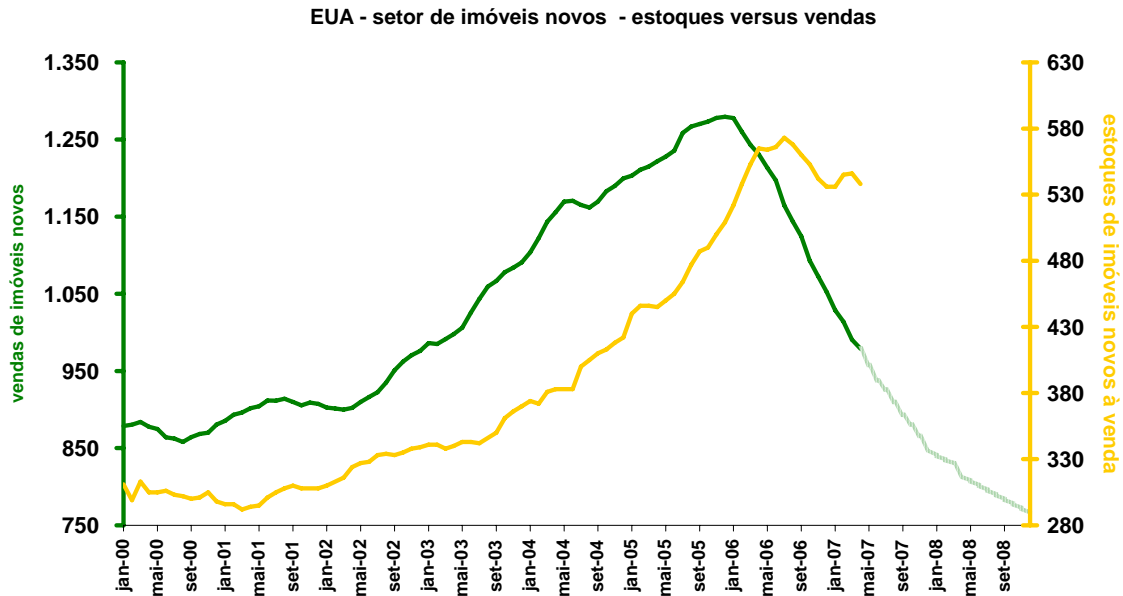


O movimento do dólar americano também desempenha um papel importante, pois depreciações do mesmo demonstram insegurança dos investidores em relação à situação econômica dos EUA. A apreciação do iene é um espelho dessa situação, devido seu papel nas operações de carry trade, cuja reversão num ambiente de maior aversão a risco, provoca apreciação da moeda (no caso a moeda acumula uma forte depreciação em 2007). Nenhuma dessas moedas apresentou até agora comportamento semelhante ao contrário, o iene continua depreciado e o dólar continua ligeira e gradualmente depreciado, mas sem grandes movimentos.

O pior da recessão do setor imobiliário não passou e ainda está por vir, como mostra o índice NAHB, no pior nível desde a recessão de 1991, início de construção de imóveis ainda caindo, nível de estoque de imóveis à venda no patamar mais alto dos últimos 15 anos, taxas de empréstimos hipotecários se elevando, demanda deprimida e preços de imóveis em queda pela primeira vez desde a Grande Depressão (figura E17). Os problemas com o setor subprime não foram superados e ainda podem piorar. Os títulos privados com elevado risco de crédito – high yield – e as operações do subprime de elevado risco de crédito vão continuar subindo, mas ainda prevalece a idéia que o contágio será modesto. A crise do setor imobiliário já é antiga (tem mais de um ano) e

a tese que ainda prevalece é a dos EUA e economia global continuarem resistentes em relação a esse choque setorial.

Figura E17



Já era esperado que a recessão do setor imobiliário iria causar queda de emprego, da confiança do consumidor e do consumo per se e, a partir dessa nova crise do setor subprime e seus efeitos negativos no mercado financeiro e de crédito, a pergunta remanescente é se há o potencial de causar um agravamento bem mais sério do atual processo de queda em curso. A possibilidade disso ocorrer é pequena, dada a pequenez desse setor em relação ao total de crédito. O subprime representa 5,1% da dívida total americana (pública e privada), 11,2% da dívida imobiliária da economia, 11,6% da dívida total das famílias e 13,5% da dívida imobiliária das famílias (figura E18). O volume do subprime é de 1,5 trilhão de dólares e as operações financeiras estruturadas exóticas representam 6 trilhões de dólares, mas possuem como lastro todo o montante de crédito imobiliário das famílias, da ordem de \$11 trilhões de dólares. Não há o menor sinal de recuperação do setor imobiliário e os especialistas prevêem uma recuperação muito demorada. Isso vai continuar colocando pressão no preço dessas operações exóticas e nos fundos de investimentos que alocaram seus recursos nelas.

Figura E18 – Estatísticas de dívida nos EUA

Em bilhões de dólares		Subprime em %
Dívida total	29.260,10	5,1%
Dívida imobiliária	13.401,20	11,2%
Dívida total das famílias	12.936,10	11,6%
Dívida imobiliária das famílias	11.141,70	13,5%
Subprime	1.500,00	

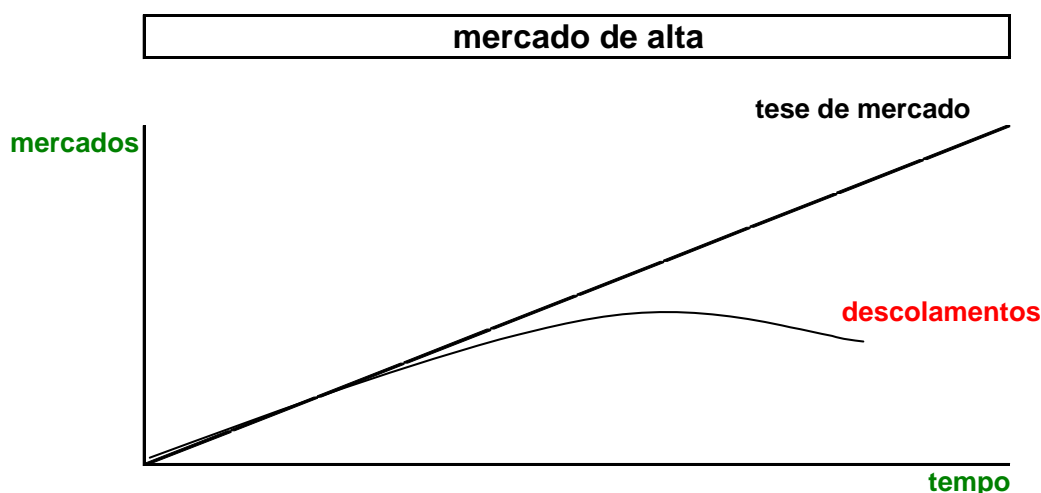
Um problema adicional é que a alavancagem juntamente com a precificação (saindo do mark to broker ou mark to model diretamente para mark to market) pode causar a ruína de vários hedge funds, mesmo com pequenas quedas nos preços das operações securitizadas. A abertura dos spreads dessas operações deve pressionar as agências de classificação de risco a rebaixar as notas desses fundos. Isso pode acontecer a qualquer momento. Embora seja muito difícil obter com clareza o potencial de perdas dos bancos, investidores e proprietários de imóveis e devedores, é muito pouco provável que o volume total da perda atinja as cifras de perda de riqueza assombrosas que ocorreram a partir da crise do NASDAQ no triênio 2000-2002, período no qual a perda total foi de 10,7 trilhões de dólares, uma média anual de 3,5 trilhões. A perda total

estima está na casa dos 500 bilhões de dólares, passível de ser absorvida sem grande prejuízo da economia como um todo.

## Conclusão

O cenário externo tem sido a principal variável dos mercados domésticos brasileiros e a sua análise na verdade nos remete a pontos que podem alterar as suas tendências. Na parte do cenário doméstico a seguir, vamos perceber que poucos eventos internos poderiam alterar o atual cenário benigno dos nossos mercados. Geralmente, num mercado de alta há descolamentos para baixo quando a tese de mercado é ameaçada. No caso, a questão do subprime tem sido uma ameaça recorrente. Se o cenário econômico traçado por nós ratifica a tese de mercado e se os descolamentos não justificam uma mudança desse cenário, esses pontos são percebidos como oportunidade de compra ou de manutenção das posições feitas (figura E19).

Figura E19



Embora os eventos do cenário externo apontam para maior risco de surpresas negativas, a manutenção do cenário externo favorável, coincidente com a tese de mercado, aponta para a continuidade de mercados ainda favoráveis nos próximos meses. Alguns descolamentos do atual mercado de alta seriam:

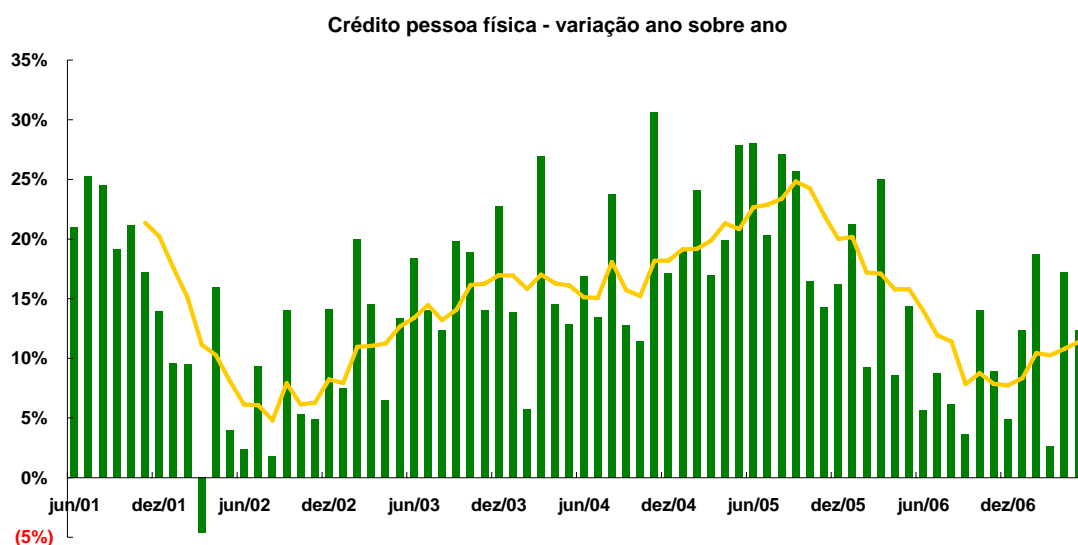
- Políticas apertadas na China, que tem só o poder de causar volatilidade, mas não devem causar mudança do cenário mundial de crescimento robusto balanceado no biênio 2007-2008.
- Aumento de juros na Europa, no Japão e na Inglaterra são decorrentes do bom momento econômico atual e devem produzir menos crescimento em 2008, justamente quando os EUA se acelerariam, via redução de juros. Não é um evento também capaz de mudar o cenário mundial.
- Crise do subprime continuará trazendo um potencial de realização aos mercados, pois a origem do problema dos hedge funds é o desdobramento das dificuldades dos credores, frente a repactuação contratual em grande parte dos produtos creditícios adquiridos, num ambiente de queda dos preços dos imóveis, de aperto das condições de crédito e de queda nas vendas, entre outros. No entanto, não há nenhum dado que mostre uma perda de riqueza potencial significativa semelhante à da crise do Nasdaq que possa contaminar o lado real da economia e continua prevalecendo a tese de perdas administráveis.

# Cenário Doméstico

## Demanda interna crescendo a um ritmo forte no segundo semestre

O aumento do crédito e da massa salarial devem impulsionar os gastos de consumo em 2007 e 2008. A redução da taxa de juros pelo Banco Central nos últimos dois anos (a primeira redução de juros do atual ciclo foi em set/05) vem favorecendo a oferta de crédito no Brasil. Sendo menor a remuneração dos títulos públicos, a oferta de crédito por parte dos bancos se mostra como um fator importante para maior rentabilidade.

Figura 1



Soma-se à redução dos juros pelo Banco Central, taxas de inflação menores e mais estáveis e principalmente perspectivas favoráveis de crescimento econômico e do emprego nos próximos anos. Com a expectativa de maior crescimento econômico e consequentemente aumento do emprego (redução do desemprego) os riscos de perdas dos créditos é menor. Como pode ser notado na figura 2, a inadimplência diminui a medida que o crescimento econômico se consolida: isto ocorreu em 2004 e está ocorrendo novamente nestes últimos meses.

As taxas de juros mais baixas associadas aos menores riscos de crédito têm incentivado operações mais longas e de maior volume, como crédito imobiliário e financiamento de veículos. Consequentemente, as vendas de veículos e a atividade de construção vem apresentando bom desempenho nos últimos meses, o que deve continuar ao longo de 2007.

Outra fonte de crescimento econômico é o aumento da massa salarial. O crescimento da massa salarial estimado pelo IBGE vem crescendo à taxas ao redor de 7% nos últimos meses (variação ano sobre ano) ante 6% em 2006, implicando em maior demanda para consumo nos próximos meses. O aumento na massa salarial tem sido estimulado pelo aumento do emprego e também pelo aumento dos salários. Ao contrário do que ocorria nos últimos anos, quando um período de crescimento econômico elevado era sucedido por um período de crescimento econômico baixo, vimos que após o crescimento econômico elevado de 2004, apresentamos crescimento econômico "moderado" em 2005 e 2006, sendo esperada uma aceleração em 2007. Isto evitou uma contração mais forte do emprego e dos salários no período 2005/2006 e permitindo uma recuperação mais forte do emprego e dos salários no atual ciclo de crescimento econômico.

Figura 2

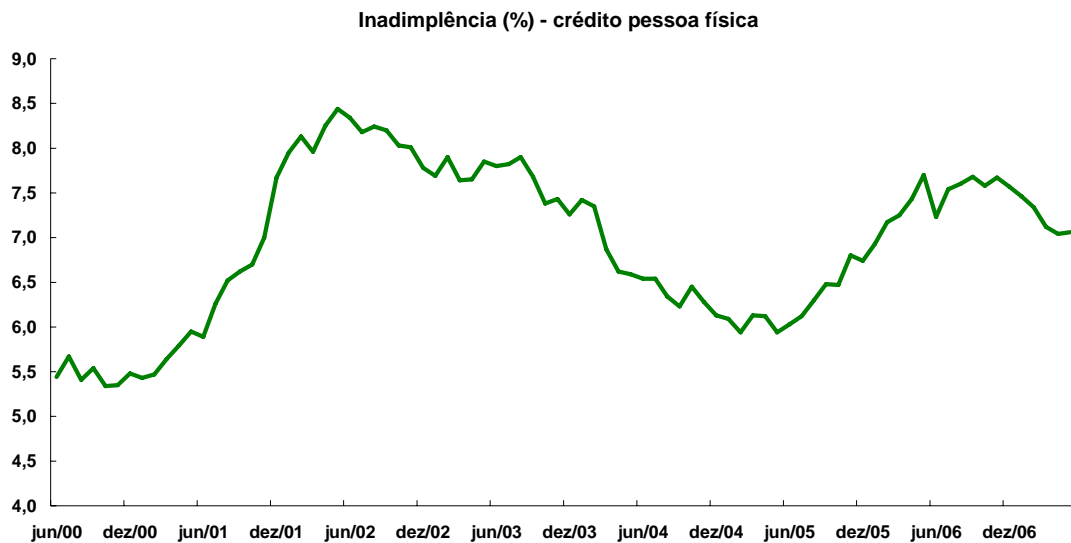
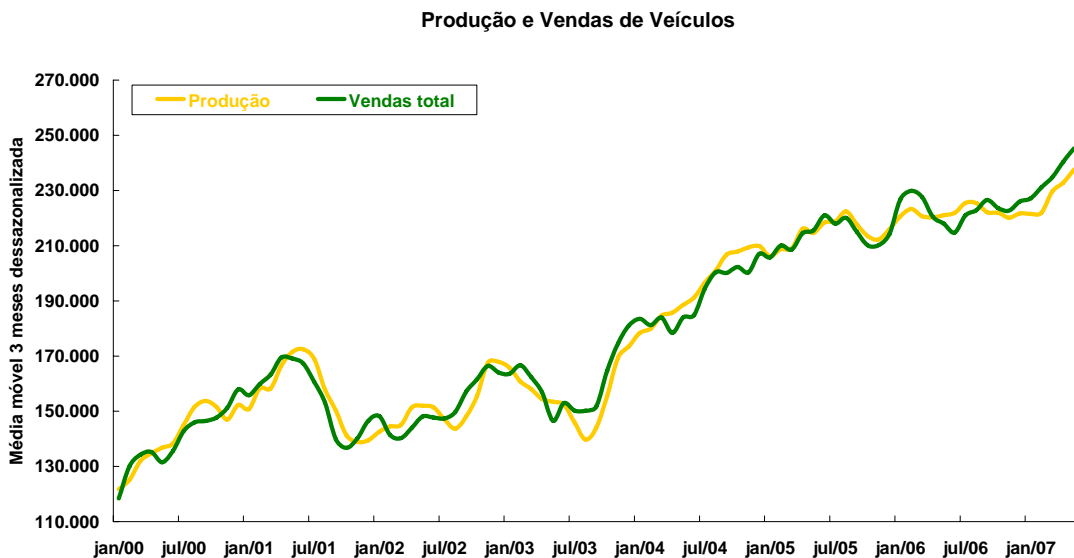


Figura 3



O principal fator que evitou uma contração mais forte do consumo em 2005/2006 foi o bom desempenho do setor exportador na balança de pagamentos e o consumo das famílias nas regiões mais beneficiadas pelos programas assistenciais do governo federal (por exemplo, as vendas no varejo nas regiões Norte e Nordeste apresentaram desempenho superior à média nacional em 2005 e 2006). Uma das razões que vincula o bom comportamento da balança comercial (em termos nominais) com o consumo é através da elevação do poder de compra dos consumidores, via apreciação nominal do câmbio. Por outro lado, o setor exportador propriamente dito, como dinâmica de crescimento do PIB, deu em 2006 uma contribuição fortemente negativa, retirando da taxa de crescimento mais de um ponto percentual. Isso é explicado pelo fato dos dados de crescimento do PIB serem reais e não levarem em conta o efeito preço.

Ainda que em menor proporção, estes dois fatores devem continuar presentes em 2007 e 2008 (o saldo comercial elevado, forçando apreciação do câmbio e bolsa-família). Por enquanto não há perspectivas para redução dos benefícios do bolsa-família ou outro programa assistencial. Pelo contrário, a intenção do governo é expandir o programa. O crescimento econômico mundial também não deve diminuir de forma considerável em 2007 e 2008 em relação à 2006. Os EUA devem apresentar crescimento baixo em 2007, mas deve se recuperar em 2008. Japão, China e

Zona do Euro devem apresentar taxas de crescimento em 2007 próximas aquelas observadas em 2006.

Figura 4

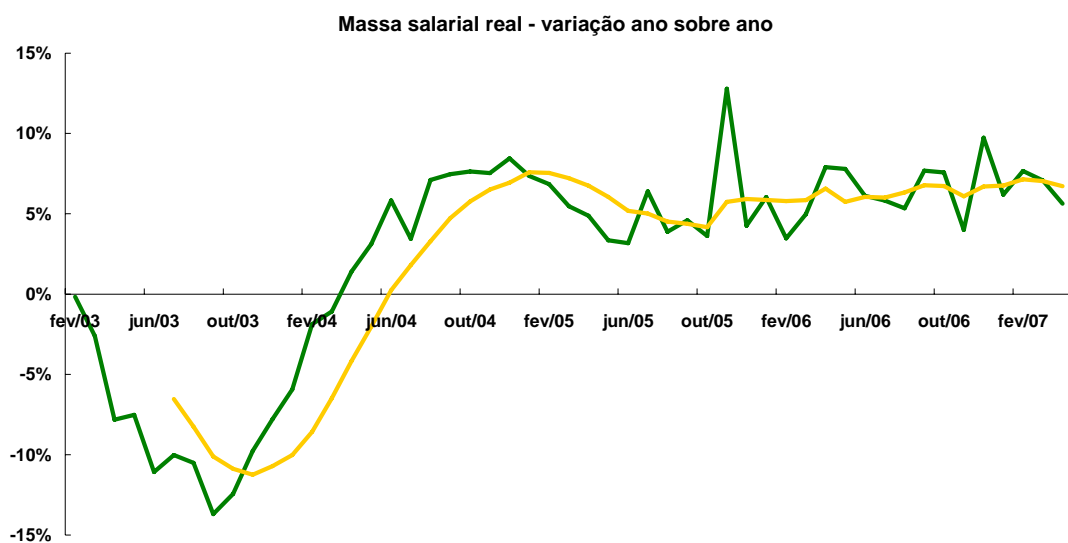
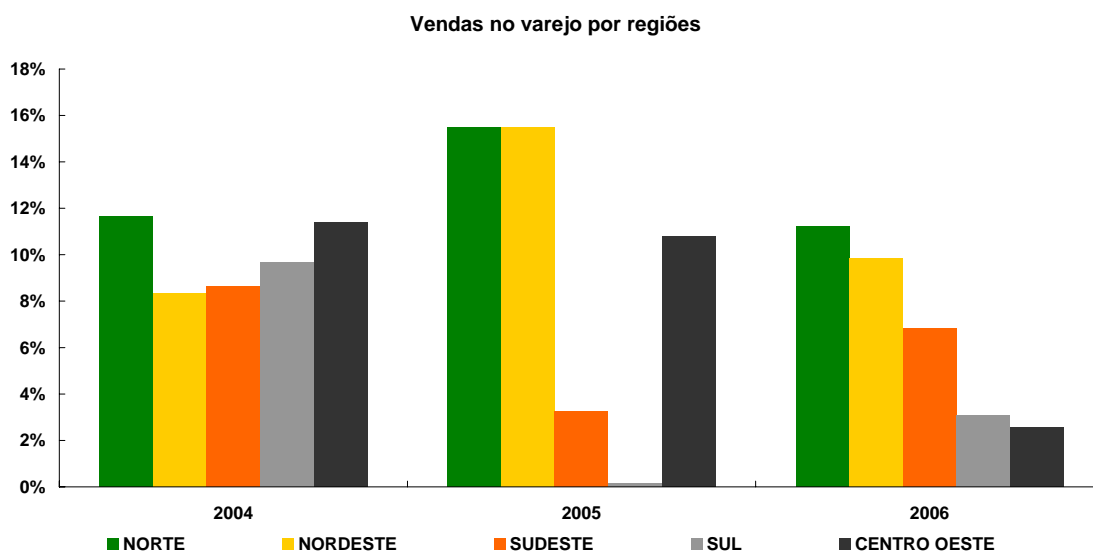


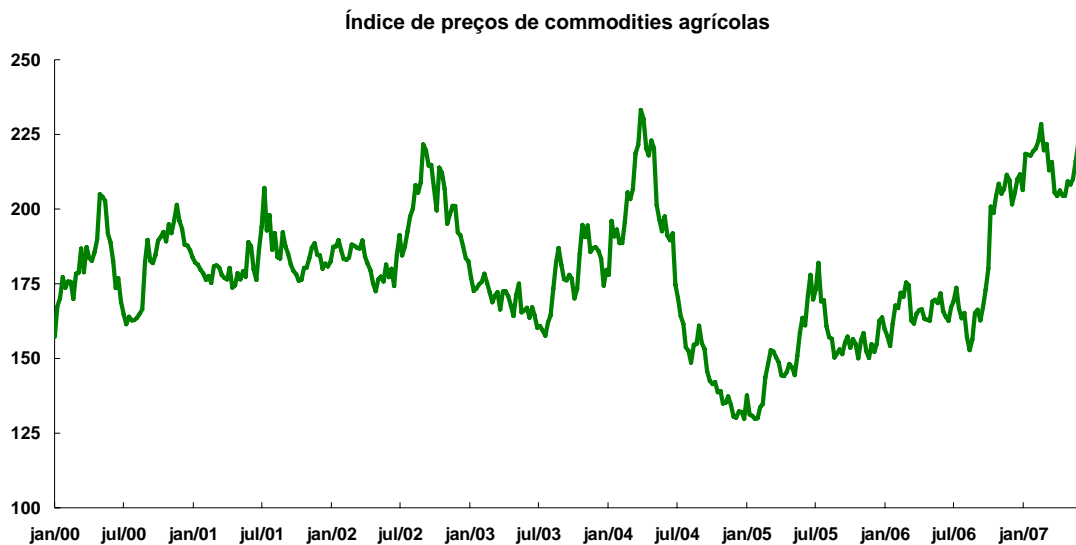
Figura 5



Outro ponto de destaque para o crescimento da demanda em 2007 é o bom desempenho do setor agrícola. Devido ao aumento da área plantada e melhora das condições climáticas, a safra 2006/2007 deve apresentar crescimento considerável em relação à safra 2005/2006 em produtos importantes como soja, milho e trigo. Soma-se a isto o aumento das exportações de carnes após o fim dos embargos relacionados à gripe aviária e febre aftosa (os reflexos do mal momento vivido pelo setor agrícola em 2006 pode ser visto pelo fraco desempenho da atividade econômica nas regiões sul e centro-oeste).

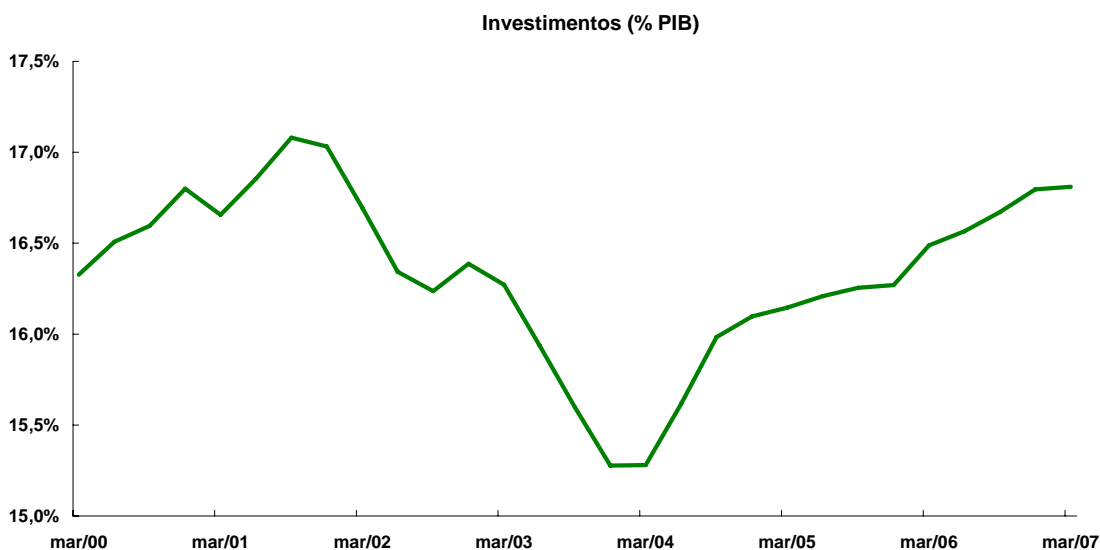
Além do aumento da produção, o setor agrícola deve se beneficiar do aumento dos preços no mercado internacional. Devido à maior demanda mundial por alimentos, questões climáticas e aumento da demanda por biocombustível, os preços agrícolas atingiram níveis recordes nos últimos meses. Com aumento nos preços e quantidades vendidas, a renda do setor agrícola deve aumentar significativamente em 2007, sendo outro fator de estímulo para a demanda agregada brasileira.

Figura 6



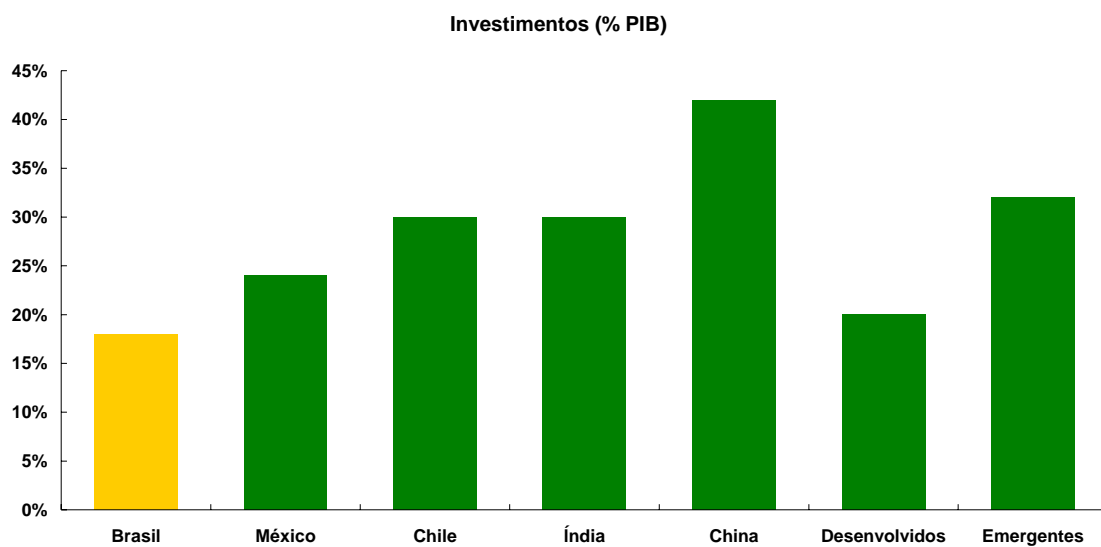
Por fim, mas não menos importante, as boas perspectivas de crescimento, associadas à taxas de juros baixas tanto no mercado local quanto internacional devem estimular o crescimento dos investimentos nos próximos anos. O nível de investimentos no Brasil (18% do PIB) é baixo comparado com a média de outros, dificultando que o país cresça à taxas mais elevadas sem gerar pressões inflacionárias. O atual ambiente econômico é um dos mais favoráveis para investimentos das últimas décadas, uma vez que reúne ambiente político mais favorável, maior previsibilidade das políticas econômicas, alta liquidez (e juros baixos) no mercado financeiro local e internacional e demanda elevada.

Figura 7



Este movimento de aumentos dos investimentos deve continuar por mais algum tempo, até atingirmos níveis mais próximos ao de outros países emergentes. Os níveis atuais de investimento no Brasil estão abaixo daqueles observados nos países desenvolvidos (ao redor de 20%). Considerando as diferenças de crescimento econômico, ao redor de 3% para os desenvolvidos e 7% para os emergentes, podemos concluir que para crescer entre 4% e 5% nos próximos anos o Brasil deve continuar aumentando seus investimentos.

Figura 8



Os pontos levantados acima suportam nossas previsões de crescimento econômico ao redor de 4,5% em 2007 e 2008. Este crescimento seria maior, não fosse a baixa capacidade produtiva do país, o que leva à necessidade de aumentos elevados das importações para suprir a parte da demanda interna que não pode ser atendida pela oferta doméstica. O consumo e os investimentos devem ser os grupos mais dinâmicos nos próximos trimestres. Do lado da oferta, destacamos a recuperação do setor agrícola, iniciando-se já nos dados do 2T07.

## Renda Fixa

A decisão do COPOM veio em linha com a nossa visão que antecipou tanto menor nível de juros para o final de 2007, bem como uma aceleração do ritmo de queda, conforme confirmado pelo BC na reunião de junho. Os mercados foram afetados negativamente no final do mês pela decisão do CMN e pelas dúvidas do cenário externo. O futuro continua promissor tanto para inflação de longo prazo, equilíbrio entre demanda e oferta, bem como para expectativas de inflação futura. A decisão do CMN não é parâmetro do modelo e em nada alterou nossas projeções tanto de inflação quanto de queda de juros. Em relação à robustez da demanda interna, ela está sendo parcialmente absorvida pelo aumento das importações, pela queda das exportações e pelo aumento dos investimentos, sem trazer nenhum desequilíbrio entre demanda e oferta que pudesse alterar nosso cenário de queda nos juros. Na reunião de julho o Banco Central deve reduzir as taxas em mais 0,50 ponto percentual para 11,5%.

A elevação do câmbio foi causada pela crise dos hedge funds e dúvidas sobre o quanto essa crise poderia contaminar o lado real da economia. A perspectiva do câmbio em junho depende totalmente da evolução do cenário externo, que dependerá do comportamento dos juros americanos, da crise dos "hedge funds" e do setor imobiliário nos EUA. Acreditamos que o cenário externo não se alterará e portanto, o câmbio deve terminar um pouco abaixo do do mês passado.

## Renda Variável

A bolsa valorizou bastante no mês em função da melhora do cenário externo, embora no final do mês tenha sofrido um abalo pequeno com a nova crise do subprime. O cenário de crescimento abaixo do par justificaria maior otimismo do mercado com queda de inflação e juros nos EUA. Volatilidades podem surgir a partir de novas notícias negativas relacionadas com o setor imobiliário dos EUA, elevações de juros na Ásia e futuramente na Europa e no Reino Unido, mas não são capazes de mudar o cenário base e o bom momento deve prevalecer.

---

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.

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.