

Indicadores mai 2008

Ibovespa médio

72.407

+ 11,05% no mês

+ 13,30% no ano

IBX médio

24.073

+ 11,14% no mês

+ 11,71% no ano

S&P 500

+ 1.400,38

+ 1,07% mês

- 4,63% no ano

CDI

+ 0,88% no mês

+ 4,40% no ano

Dólar = \$ 1,6872

- 3,43% no mês

- 8,01% no ano

Eduardo Castro

Chefe de Investimentos

Hugo Penteadó

Economia e Estratégia

Pedro Villani

Eugênia Buosi

Investimentos Socialmente

Responsáveis

Gilberto Nagai**Cláudia Komamura****Cláudio Delbrueck****João Mamede****Luiz Binz****Michela Aimar**

Gestão Renda Variável

Cal Constantino**Elizabeth Nakajima****Fabício Oliveira****Jose Malavasi****Renato Santaniello****Ricardo Rossi****Sidney Uejima****Pablo Henrique**

Gestão Renda Fixa

Alcindo Costa**Roberta Pádua****Leticia Passoni**

Alocação de Ativos

Área de vendas

55 11 3174 6166

Projeções, 1

Ecoeconomia, 2

Cenário externo, 3

Cenário Doméstico, 8

Renda Fixa e Renda Variável, 13

Disclaimer na última página

Projeções

Indicadores macroeconômicos (*)	Projeções							
Última atualização 11/06/08	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
PIB crescimento real (%)	1,2	5,7	3,1	3,7	5,4	5,0	4,5	
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	9,3	7,6	5,7	3,1	4,5	6,0	4,9	
Inflação (IGPM/FGV) (%)	8,7	12,4	1,2	3,8	7,7	10,1	7,9	
Taxa de câmbio média (R\$/US\$)	3,07	2,92	2,43	2,18	1,94	1,71	1,70	
Taxa de câmbio final (R\$/US\$)	2,89	2,65	2,34	2,14	1,77	1,70	1,70	
Saldo em conta corrente (US\$ bi)	4,2	11,7	14,0	13,6	1,5	(16,6)	nd	
Saldo comercial (US\$ bi)	24,8	33,6	44,7	46,5	40,1	29,4	nd	
Taxa de juro nominal final do ano (Selic)	16,5	17,8	18,0	13,25	11,25	14,25	12,50	
Taxa de juro nominal média (CDI)	23,2	16,2	19,0	15,0	11,76	12,5	13,9	
Taxa de juro real (deflacionado pelo IPCA)	12,8	8,0	12,6	11,5	7,0	6,2	8,6	
Risco Brasil (spread acima dos treasuries)	463	383	305	192	222	212	202	
Dívida pública (% do PIB)	52,4	47,0	46,5	44,9	42,8	38,7	36,1	
Resultado nominal do setor público (% do PIB)	(3,3)	(2,3)	(2,8)	(2,9)	(2,3)	(2,0)	(0,3)	
Resultado primário do setor público (% do PIB)	3,9	4,2	4,4	3,9	4,0	3,8	3,8	

(*) As áreas sombreadas são projeções.

(*) Esse relatório e os mais antigos podem ser lidos no nosso site: www.aaam.com.br

Ecoeconomia Socioambiental

Mudando a métrica sem mudar os valores

Charles Darwin escreveu que nada diferencia o ser humano dos demais animais e apesar disso ser óbvio apenas comparando a morfologia quase idêntica de todos os seres vivos, precisamos do estudo do gene para descobrirmos estupefatos que apenas um número reduzidíssimo de genes nos diferencia de um rato ou um macaco ou qualquer outro bicho. A mesma história se aplica à economia, demorou tempo demais para perceber que o PIB não serve para analisar a situação social e ambiental dos países. A questão da métrica, filha de todos os erros, vem sendo discutida de várias maneiras e com várias propostas de revisão há vários anos. Todo mundo agora sabe que o PIB é uma métrica errada, que só agrava problemas ambientais e sociais apenas porque os ignora. Qualquer medida sensata de bem estar social mostra que há um disparate enorme entre felicidade e bem estar humano com o crescimento do PIB.

Por exemplo, apesar do crescimento econômico retumbante de muitos países, vários indicadores mostraram deterioração, como por exemplo, o percentual de pessoas que se consideram felizes, o percentual da população masculina encarcerada, suicídios, abandono das escolas, mortalidade infantil, alcoolismo, abrangência dos planos de saúde, idosos em pobreza, doenças, acidentes de trânsito, etc. Ficou bastante claro que os indicadores de saúde social progridem junto com o crescimento econômico até certo ponto, a partir do qual decaem notoriamente. E não estamos falando de países em desenvolvimento, e sim dos países ricos que nos servem de modelo.

Apesar dessa constatação, chocante para muitos, os países atrasados copiam o modelo econômico e tecnológico atual dos países ricos, que é extremamente concentrador de renda e de riqueza. De acordo com o News Economic Foundation de Londres, de cada 160 dólares adicionados a riqueza mundial per capita, apenas 60 centavos chegam aos mais pobres. Ao copiar esse modelo não vamos observar nem a fase na qual a correlação entre bem estar e crescimento pode existir. Na verdade, vamos entrar direto na fase atual dos países ricos, no qual o crescimento econômico não entrega as tão prometidas benesses sociais, como também (e não menos importante) dilacera as condições planetárias de sustentação de todas as formas de vida.

Nada poderia ser mais dramático que isso. Mas existe sempre um algo mais. Os países ricos, nossa miragem atual, só conseguiram atingir o seu atual nível de progresso acumulado e de crescimento de fluxos (PIB) porque fizeram isso sozinhos. A partir do momento que todos seguirem pela mesma rota, isso não será mais planetariamente possível e essa escolha da humanidade só poderá terminar em uma das duas opções a seguir: colapso planetário ou guerra seguida de colapso planetário. Adicionalmente, os países ricos e os muito populosos como a China, só conseguiram escamotear o colapso ambiental local que atingiram com seu enorme progresso ou populações, através da crescente importação de bens e serviços, que não só lhes dá o suprimento necessário de recursos naturais, como também lhes economiza água, solo, serviços ecológicos às custas de outros lugares. Claro que tudo isso também à custo zero, uma vez que nosso sistema de valores – e a teoria econômica tradicional até os dias de hoje - não inclui o custo ecológico nas suas análises.

A sociedade e o seu equilíbrio com o planeta e os demais seres vivos estão sendo completamente desmantelados pelo nosso sistema econômico. A métrica PIB faz parte dessa dinâmica suicida e destruidora e também impede que esse modelo mental e a teoria econômica equivocada sejam corrigidos. Por essa razão, temos várias iniciativas para mudar a métrica: o Índice Canadense de Bem-estar (CIW), o Índice de

Desenvolvimento Humano (IDH) da ONU, o Índice de riqueza do Banco Mundial, o Índice do Progresso Genuíno (GPI), o Índice de Felicidade Nacional do Butão (GNH) e os Indicadores de Qualidade de Vida Calvert-Henderson e Índice de Saúde Social da Nordham University, Teoria do Umbral de Max-Neef e outras que desconheço. A mais recente e louvável iniciativa é do presidente francês Nicolas Sarkozy que solicitou a Joseph Stiglitz e Amartya Sen (participou da formulação do IDH na ONU) uma revisão do conceito do PIB como medidor do bem estar social. Apesar dessas iniciativas serem interessantíssimas, porque levantam os erros de análise econômica atual, como por exemplo a mania de crescimento e a mania do PIB, devemos continuar céticos. Tentar mudar a métrica, sem mudar nosso conjunto de valores, sem mudar a teoria econômica tradicional, é como querer tratar um paciente de câncer com aspirinas.

Em suma, inventar uma nova métrica tem sido relativamente fácil, o difícil é usá-la. O PIB de Kusnetz foi um sucesso e não é à toa, porque ele adere aos interesses atuais e à visão míope da nossa sociedade. Ele se adere a uma falsa convicção humana sobre a sua relação com a natureza, onde nossa enorme vulnerabilidade é ignorada, onde poucas pessoas lembram que o coração de cada um só bate porque tem um ser vivo na Terra que armazena a luz do sol. Sem as abelhas, a comida não chegaria no nosso prato, até isso é esquecido, apesar de todo o aparato moderno, porém insustentável, da agricultura moderna.

Não existe o menor incentivo para mudar a métrica, pois o PIB não subtrai, apenas soma e os prejuízos sociais e ambientais na ladainha dos economistas transformam-se em oportunidades de novos negócios e mais lucros, como se os serviços da natureza pudessem ser substituídos por capital humano, como afirmou Robert Solow. O mais estranho é ouvir falar que precisamos fazer investimentos ambientais, como se eles existissem, mostrando uma ignorância profunda, pois todos os investimentos são ambientais, não existe nada sem o meio ambiente. A ideologia segue inalterada: "nós vamos fazer todos os ambientes necessários para o progresso do povo, mas não se preocupem, iremos também fazer investimentos ambientais" (!?!). "Precisamos crescer", arrematam.

A iniciativa de Sarkozy é louvável realmente, mas não consigo esquecer a resposta que Joseph Stiglitz deu ao Herman Daly quando foi perguntado sobre os limites do planeta e da teoria econômica que causa a rota de colisão atual. Ele se recusa a aceitar um limite e ainda bem que o Stiglitz já tem certa idade (65 anos) e não vai presenciar o legado que essas idéias estranhas irão deixar na Terra. Herman Daly é quem deveria comandar esse projeto, um mentor de um pensamento que inclui uma visão sistêmica de Economia Ecológica, que parte do princípio que precisamos, antes de mais nada, reformular todo o pensamento econômico, que continua se disseminando na mente dos estudantes como uma fórmula para a humanidade crescer, melhorando sempre, embora isso não seja verdade e seja impossível física e planetariamente. Enquanto a discussão inane da nova métrica continua, perdemos 21 campos de futebol em florestas e biodiversidade a cada minuto. Grande parte dessa perda da natureza é irrecuperável, como alertou Nicholas Georgescu-Roegen quase 40 anos atrás, vaticinando tudo que estamos vivendo hoje e por uma lástima seu alerta foi ignorado por Stiglitz e tantos outros economistas.

A imaginação é mais importante que o conhecimento, escreveu Einstein. No mundo atual o conhecimento é abundante, a imaginação é escassa e o óbvio, por essa razão, é totalmente perdido. A elite precisa parar de querer mudar o mundo, sem antes mudar a si mesma. E temos que parar de achar que temos tempo de sobra para inúmeras elocubrações que nunca ganharam o mundo prático. O mundo prático continua fazendo "business as usual" e a destruição da Amazônia segue a mesma sina das florestas da Europa (99,7% do total destruído) e dos Estados Unidos (99% destruído, dados do

World Resource Institute). Mais alarmante nessa cegueira toda é que de 1994 a 2007, durante os últimos 13 anos, foi destruído 35% de toda a destruição acumulada da Amazônia, um território perdido que corresponde a quase metade do tamanho da França. Ao final de 2010, projetamos 42% da destruição acumulada da Amazônia apenas nos últimos 16 anos, igual ao território do Reino Unido e da França juntos. Grande parte desse território destruído (80 a 90%) terminará em deserto.

Enquanto relatórios robustos vão sendo feitos, esse é o processo que está por trás da crise planetária atual: a cada minuto temos menos natureza disponível para cada vez mais gente. Mudar a métrica faz sentido só após mudar o modelo mental de Sarkozy e Stiglitz e tantos outros. Na prática, tudo deve continuar como no velho ditado francês: quanto mais as coisas mudam, mais elas continuam as mesmas. E o paciente continua sendo tratado com aspirina enquanto o câncer se espalha violentamente pelo mundo. Nada como fazer a humanidade perder cada vez menos chances ao direcionar nossos esforços para bem longe das causas desse desastre: crescimento populacional absoluto contínuo, crescimento econômico exponencial contínuo e uma teoria econômica falsa que os ratifica.

Cenário Externo

Mudanças à vista

No início do mês esperávamos mais do mesmo: continuidade do cenário benigno de descolamento parcial, no qual, a recessão da economia americana seria branda e causaria no resto do mundo apenas uma desaceleração. Com isso e levando em conta as restrições de oferta, as commodities continuariam subindo, favorecendo o câmbio, prejudicando a inflação global e doméstica, mas preservando boas condições de crescimento da economia brasileira e de ganhos nas ações da bolsa ligadas a commodities. Seria uma repetição do mês de abril e maio, com talvez mais uma terceira alta consecutiva, fenômeno não observado desde outubro de 2007 (figura E1).

Figura E1

Meses	IBOV (%)	IBOV S/COMM (i)	IBOV COMM (i)
7	commod.xls	calculado	calculado
out/07	8,03%	6,76%	9,35%
nov/07	(3,54%)	(5,00%)	(2,16%)
dez/07	1,40%	(0,69%)	3,84%
jan/08	(6,88%)	(7,24%)	(6,77%)
fev/08	6,72%	4,90%	8,85%
mar/08	(3,97%)	(1,56%)	(7,14%)
abr/08	11,32%	10,56%	12,13%
mai/08	7,02%	5,67%	8,45%

De repente, houve uma reviravolta no cenário externo e os mercados caíram, juntamente com as commodities. O tom mais tranquilo dos bancos centrais foi substituído pela necessidade de uma política mais apertada, para conter a demanda e evitar que o choque inflacionário atual acabe se transformando em inflação permanente com custos de desinflação consideráveis no futuro. Essa mudança foi diretamente associada com a estagflação (estagnação da economia com processo inflacionário) dos anos 1973-75, 1979-80 e 1990-91 e para evitar a ampliação desse choque, seria necessário evitar as políticas acomodativas que prevaleceram principalmente durante os

choques dos anos 70. Esse erro amplificou o choque estagflacionário e aumentou muito o custo econômico de desinflação nos períodos posteriores.

Hoje estamos vivendo de verdade um choque estagflacionário mundial? A resposta é não e isso nem deveria estar sendo cogitado. A estagflação só ocorre através de um choque de oferta negativo clássico, com supressão de produção de um ou mais itens importantes, como o petróleo no caso das três experiências estagflacionárias. A perda de produção de petróleo dos três períodos onde houve estagflação estiveram relacionadas com a guerra do Yom Kippur (1973), a revolução iraniana (1979) e a guerra contra o Iraque (1990). Portanto, estagflação só ocorre com choque de oferta negativo e em geral esse choque está relacionado com problemas geopolíticos ou guerras, conforme a experiência no-los atesta.

Não existe choque de oferta algum no momento, nem guerra ou questão geopolítica e os preços de commodities estão elevados por conta da demanda mundial, é um choque de demanda na verdade. Existem, porém, restrições de oferta na área de papel e celulose, siderurgia, metalurgia, alimentos e petróleo. Essas restrições de oferta estão relacionadas com a incapacidade do mundo expandir a produção no mesmo ritmo da demanda, *mas isso não é o mesmo que uma queda na produção causada por um choque de oferta negativo.*

Em termos de atividade e inflação, a situação dos países desenvolvidos é bem diferente da dos países emergentes (figura E2). Os países desenvolvidos, principalmente os Estados Unidos, estão enfrentando desaceleração da atividade econômica com aceleração da inflação. O fato disso estar acontecendo simultaneamente, não significa uma estagflação, posto que leva tempo para a atividade mais fraca dirimir a inflação. Já os países emergentes possuem uma atividade ainda em forte expansão, com inflação também alta. Está claro que a tendência da política monetária de todos os países hoje vai em direção de taxas mais altas.

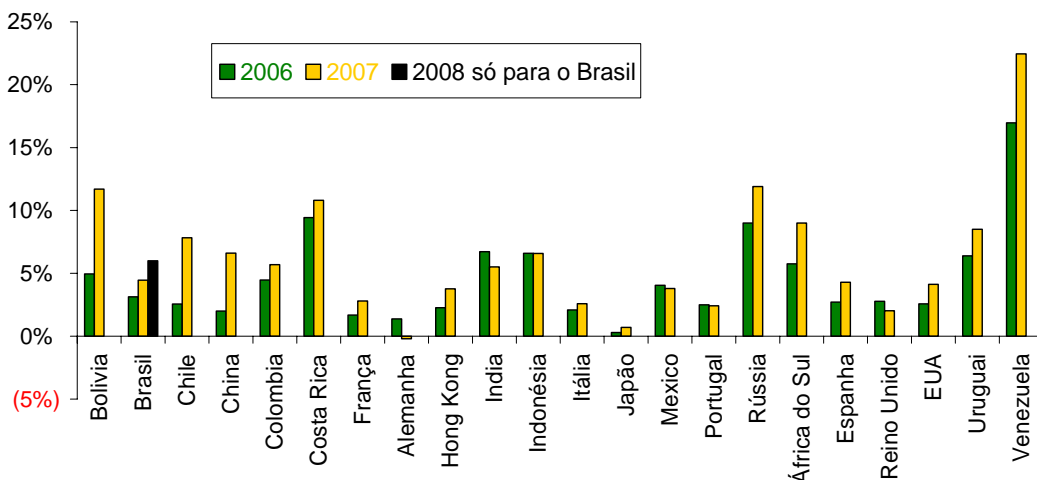
Figura E2

	PAÍSES DESENVOLVIDOS	PAÍSES EMERGENTES
ATIVIDADE	fraca	forte
INFLAÇÃO	forte	forte

No caso dos países desenvolvidos, até agora a tendência principal foi de socorrer uma atividade fraca atropelada pela crise financeira e de crédito. Os Estados Unidos reduziram dramaticamente os juros para os atuais 2%. A falta de misericórdia da inflação mundial (figura E3), cuja culpa recai sobre a Índia e a China, está mudando o enfoque dos bancos centrais dos países desenvolvidos e temos uma situação sui generis no qual o FED (banco central estadunidense) está sendo restringido pela dinâmica da China e da Índia. Já a história dos emergentes é bem diferente: a alta de juros estava inicialmente associada a uma forte expansão econômica. Só mais recentemente, começou a ficar associada com um peso maior da inflação de alimentos e *commodities* nos orçamentos das famílias. Portanto, essa surpresa negativa de inflação global resistente pegou o mundo desenvolvido com políticas frouxas e o mundo emergente com políticas restritivas. Muitas dúvidas surgiram nesse processo.

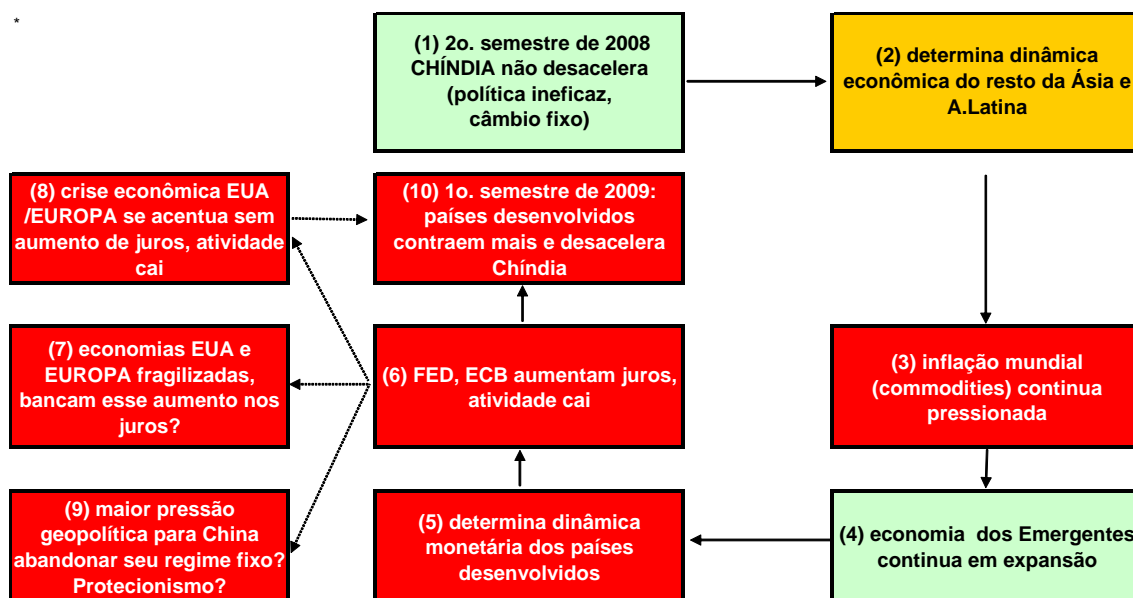
Figura E3

Inflação mundial por países



Portanto, o mundo desenvolvido passa por uma dificuldade maior, porque terá que combater pressões inflacionárias mais persistentes, ao lado de uma economia vulnerável e fraca. Há claros sinais de enfraquecimento ainda dos Estados Unidos, Alemanha e Japão. A situação que ainda preocupa é dos Estados Unidos com suas crises múltiplas (ver texto abaixo). Para piorar, a inflação está sendo importada pelo excesso de demanda por commodities primordialmente criado pelos países asiáticos. O maior esforço de aperto monetário vai ser observado entre as economias mais fracas do globo, que são os países ricos (EUA, Reino Unido, Europa). O centro do problema – excesso de demanda por commodities dos países asiáticos associados com restrições de oferta – não deve apresentar uma política suficientemente restritiva, não só por falta de vontade dos governos, bem como por falta de uma política monetária eficaz. Países com câmbio fixo administrado, como é o caso da Índia e da China, contam como melhor medida para reduzir o aquecimento das suas economias, uma menor demanda externa, lembrando que grande parte das exportações ainda são o principal motor dessas economias e a maior parte delas ainda vai para os países ricos.

Figura E4



O diagrama da Figura E4 ajudará a entender o cenário externo. A raiz do problema de inflação global é uma elevada demanda por commodities, provocada principalmente pelo crescimento elevado da China e da Índia (1 no diagrama). Grande parte do incremento de demanda global por commodities dos últimos anos foi decorrente da China e da Índia, com a demanda desses países crescendo dois dígitos desde 1990¹. Existe sim uma inegável pressão de demanda sobre as commodities, cuja resposta da produção está se mostrando lenta. Para se ter uma idéia, o consumo de grãos foi maior que a produção nos últimos 8 anos e o estoque de grãos está no nível mais baixo dos últimos 27 anos (40 anos no caso da China). Várias áreas mostram restrições de oferta, lado a lado com um ritmo de demanda cuja desaceleração é insuficiente para eliminar a alta dos preços (2). O ritmo acelerado da China e da Índia determina a dinâmica do resto da Ásia emergente e da América Latina, que é uma exportadora líquida de commodities. Influencia também o Oriente Médio.

Sem uma desaceleração da economia da Chindia, a inflação global continua pressionando (3) e a economia dos países emergentes continua em expansão (4). Esse processo acaba criando uma restrição à política monetária dos países desenvolvidos (5), o que se traduz numa elevação das taxas de juros (6) ainda no segundo semestre de 2008. Mas aqui surge uma dúvida: a economia dos Estados Unidos continua fraca e com riscos para baixo e a taxa de desemprego deve continuar subindo. O FED banca essa elevação de juros? (7) A resposta é sim, se a economia estiver ainda vivendo esse choque inflacionário global, com elevação mais séria das expectativas inflacionárias e se a recessão continuar branda. Se a economia afundar por conta de uma crise mais séria do setor imobiliário, com respingos no crédito, no setor financeiro, nos bancos, aí a resposta é não. O mesmo argumento vale para a Europa, cujas principais economias mostram-se vulnerável aos Estados Unidos, como o Reino Unido e a Alemanha (8). A outra dúvida é que um cenário desses pode ensejar maiores disputas internacionais, com os velhos temas recorrentes: fim do regime de câmbio fixo da China e medidas protecionistas. Isso seria mais provável com uma economia entrando em uma recessão mais profunda, com resultados imprevisíveis para o cenário global (9). Não seria um evento positivo com certeza.

Se os Estados Unidos e a Europa aumentam os juros para enfrentar a inflação, porque suas economias fugiram de uma severa recessão, isso tende a desacelerar a Chindia no primeiro semestre de 2009. Se os Estados Unidos e a Europa mantêm os juros ou diminuem, porque a economia entrou numa recessão mais profunda, isso também terá produzido uma desaceleração maior da Chindia, uma vez que 60% do destino das exportações chinesas continua sendo os países ricos, grande parte das exportações restantes é para montar produtos para exportações voltadas para os países ricos e o principal motor dessas economias tem sido as exportações e não o consumo das famílias (10). A China vai desacelerar dentro de duas grandezas ainda difíceis de prever: a magnitude da queda da demanda dos países ricos pelas suas exportações e a magnitude da elevação do consumo das famílias e dos gastos do governo com infraestrutura, que tenderiam a contrabalançar esse efeito negativo da demanda externa. Dada a enorme dependência do crescimento da economia em relação às exportações, cuja influência triplicou nos últimos anos, é bem provável que o resultado líquido seja negativo e traga o crescimento para abaixo dos 9%. A diferença entre os dois cenários é o *timing da desaceleração da China*: mais demorado no caso de uma alta de juros e mais rápido no caso de uma recessão inesperadamente mais profunda.

¹ Na verdade o consumo de recursos naturais da China tem sido largamente utilizado para produzir estruturas e bens e serviços que são exportados para os países ricos, que são consumidores de recursos naturais em larga escala. Não dá para atribuir esse elevado consumo de recursos naturais aos chineses, cuja renda per capita, embora subindo, está muito abaixo dos países ricos.

Um choque estagflacionário verdadeiro

Embora não estejamos falando de um choque estagflacionário, mas de um fenômeno inflacionário global persistente, que vem sendo magnificado pela elevada demanda da Índia por commodities e pelas políticas monetárias acomodativas até então, a reação mais natural a esse choque é um ciclo global de alta de juros. Dado que a Índia não tem nem vontade, nem instrumental eficaz de política monetária, para combater os efeitos secundários dessa mudança de preços relativos, a demanda dos países emergentes deve continuar elevada, ditando a continuidade dessa pressão. No final, o esforço de combater essa inflação global recairá sobre os bancos centrais dos países desenvolvidos, que também estão observando suas economias mais fracas por causa da crise financeira originada no setor imobiliário dos Estados Unidos. Esse cenário de alta de juros só não será observado se houver um choque estagflacionário que pode produzir uma recessão nos Estados Unidos ou se, por outro fator endógeno, como a fraqueza do setor imobiliário, a recessão se aprofundar com uma sucessão de perdas financeiras. Em qualquer um dos cenários, o resultado final será um crescimento menor da Índia, que determinará uma dinâmica restritiva sobre o resto da Ásia e América Latina e, com o resto do mundo crescendo menos, o crescimento global pode ficar bem mais fraco do que antes antecipado. São três as opções: 1) alta de juros, com queda de atividade e de inflação; 2) estagflação, seguido de alta de juros; e 3) recessão endógena, com queda de atividade e de inflação. Excetuando o cenário de estagflação, a alta das commodities será totalmente revertida; excetuando a recessão endógena, a alta de juros será observada; queda na atividade será observada em qualquer um dos cenários avaliados. Difícil mensurar em qual desses cenários a resposta dos mercados financeiros será pior e como será antecipada, mas o pior de todos parece ser o cenário 2, que não deve ser de forma alguma antecipado; intermediário o cenário 3, que também não deve ser antecipado, e o cenário 1, que é o mais previsível dos três.

O cenário de estagflação não pode ser antecipado porque depende de um choque de oferta negativo, geralmente associado a uma guerra ou a uma questão geopolítica que é uma incerteza e impossível de ser prevista. No final do segundo mandato do George W. Bush, existe a possibilidade de Israel atacar o Iran, que ameaça continuamente de aniquilação o povo israelense, ao mesmo tempo que segue com seu programa de enriquecimento do urânio, se recusando até recentemente, em respeitar as sanções da ONU. Estados Unidos já deu um aval tácito a Israel, que prefere a vitória dos republicanos nesse ano para garantir financiamento para renovar seu poderio bélico. A guerra, aumenta em muito a insegurança dos estadunidenses e diminui as chances do Obama, candidato dos democratas, vencer as eleições. Outro risco de estagflação também existe com a temporada de furacões do Atlântico Norte, que com o fim do La Niña pode registrar um número mais intenso de tempestades (figura E5).

Figura E5

Estação de furacões de 2005 a 2008 (previsto e observado) (1)

	2005 previsões			2005 (2)	2006 (3)	2007 (3) (4)	2008 previsões	
	CSU (5)		NOAA (6)				CSU (5)	NOAA (6)
	03/12/04	05/08/05	16/05/05				09/04/08	22/05/08
# de tempestades	11	20	12-15	28	10	14	15	12-16
# de furacões	6	10	7-9	15	5	6	8	6-9
# de furacões categoria 3 ou maior	3	6	3-5	8	2	2	4	2-5
# de furacões categoria 5	0	0	0	5	0	2	0	0
# de furacões cat.3 ou maior atingindo EUA	0	0	0	4	0	2	0	0

(1) A estação de furacões do Atlântico Norte ocorre de junho a novembro. A de 2007 nasceu excepcionalmente em maio.

Setembro geralmente é o mês pior. Katrina foi em 29/8/2005.

(2) Pior estação de furacões da história.

(3) 2006 e 2007 foram fracas em função da presença do El Niño.

(4) Foi a quarta estação registrada com mais de um furacão nível 5 atingindo o solo (1960, 1961, 2005 e 2007)

(5) Colorado State University.

(6) National Oceanic & Atmospheric Administration

Situação dos Estados Unidos ainda preocupa

O passo a passo da talvez maior crise múltipla dos Estados Unidos pode nos ajudar e verificar os riscos e os cenários possíveis:

- 1) A crise do setor imobiliário tem mais de 2 anos, começou em abril de 2006. Desde então, a economia americana apresentou crescimento econômico abaixo do par (crescimento baixo).
- 2) Durante o maior tempo desse período, a queda do crescimento deveu-se tão somente ao tombo dos investimentos residenciais (6,8% do PIB), no final, a queda começa a ser produzida pelo consumo das famílias e investimentos não residenciais (81% do PIB).
- 3) Durante a primeira fase do *boom* do setor imobiliário, as taxas hipotecárias baixas e a enorme liquidez estadunidense e global empurraram os preços das moradias para cima, criando uma espécie de bolha de ativos que compensou a perda de 7 trilhões de dólares provocada pelo estouro da bolha das ações de tecnologia em 2000 (queda do Nasdaq).
- 4) A crise do setor imobiliário teve como raiz a elevação de juros que foi feita pelo FED entre junho de 2004 e junho de 2006, quando as taxas foram corrigidas de 1% para 5,25%. A elevação das taxas aumentou o custo das hipotecas e provocaram uma desaceleração dessa atividade.
- 5) Para evitar essa desaceleração, foi promovida toda ordem de operações de hipoteca tóxicas, com baixíssima informação dada ao tomador e com pouquíssimo cuidado do emprestador.
- 6) A globalização do setor de hipotecas feita por Wall Street em 1993 e a securitização das operações hipotecárias por meio de inusitadas inovações financeiras tornaram desnecessários os cuidados tradicionais das empresas de hipotecas, que deixaram de conhecer ou de se preocupar com o histórico do devedor ou com a qualidade do ativo que estavam gerando. As operações uma vez feitas, eram empacotadas e securitizadas e vendidas a bancos comerciais, bancos de investimentos, fundos de investimentos, fundos de pensão, companhias seguradoras dos EUA, da Europa e da Ásia (o setor financeiro do Brasil não comprou um centavo dessas operações, por termos uma estrutura fechada ainda).
- 7) Grande parte da originação de hipotecas de 2004 a 2006 foi na área tóxica de empréstimos mentirosos, sem comprovação de renda, nem documentação e empréstimos ajustáveis, cujas cláusulas de amortização eram negativas e os juros muito baixos no início, com uma repactuação monstruosa dois anos depois (o tomador ou não foi informado sobre isso ou estava puramente especulando, grande parte dos imóveis foram comprados por pura especulação).
- 8) Muitos adquirentes de hipotecas tóxicas o fizeram por pura especulação, jamais pensando em pagar a dívida e assumindo que o preço dos imóveis iria subir continuamente e permitindo realizar lucros e repactuação em condições melhores.
- 9) A partir do momento que os preços de imóveis pararam de subir, a crise de inadimplência começou, transformando-se também na atual crise de crédito, uma vez que as restrições e os padrões de concessão de empréstimos foi elevado radicalmente, com extinção de operações tóxicas e, paralelamente, o custo de hipotecas começou a subir.
- 10) A economia fraca começou a reduzir a demanda por imóveis novos, tanto porque o emprego fraquejou bastante como também pelo fim e impossibilidade da ciranda hipotecária anterior.
- 11) Apesar da enorme queda na construção, os estoques de imóveis continuaram a subir, batendo recordes históricos e isso se explica pela forte elevação da inadimplência seguida pela devolução dos imóveis para os credores.
- 10) A elevação de inadimplência e falência de hipotecas está relacionada com a queda do preço dos imóveis e mais recentemente com a fraqueza do emprego e da economia e só não é pior que o período da Grande Depressão da década de 30.
- 11) O preço dos imóveis nacionais caiu pela primeira vez na história dos Estados Unidos em dezembro de 2007. Com queda no nível dos preços nacionais de imóveis, uma nova pressão sobre os consumidores surgiu, em três frentes: elevação de inadimplência, menos riqueza imobiliária com impacto negativo sobre o consumo e valor dos imóveis menor que o da hipoteca, levando ao abandono das casas.
- 12) Até agora, a queda dos preços dos imóveis é a pior da história registrada dos Estados Unidos e deve continuar ainda até níveis jamais vistos (30% de queda), colocando 30% das hipotecas

existentes nos EUA sob enorme pressão (21.000.000 com problemas, de um estoque de 51.000.000 de hipotecas).

11) A inadimplência está sendo pressionada também pelo volume grande de repactuação de hipotecas reajustáveis no início de 2008, embora o governo tenha concedido o perdão da cláusula dos juros, isso não resolve o problema da amortização negativa nem a frágil situação financeira dos tomadores para continuar fomentando esse setor.

Em resumo, o fim da crise econômica dos Estados Unidos passa pelo fim da crise do setor imobiliário. Essa última não está claro ainda quando vai ocorrer, portanto o cenário econômico desse país continua incerto e frágil. Para piorar, grande parte das operações hipotecárias securitizadas estão em carteiras de várias instituições financeiras do mundo, com alavancagem considerável e essa disseminação criou também uma crise bancária e financeira. Temos hoje então uma combinação de crises entrelaçadas: crise imobiliária, crise econômica, crise financeira, crise de crédito e crise bancária.

Por que os reguladores deixaram isso acontecer? Tem duas formas de responder a essa pergunta:

Primeiro: por causa de um único evento: jamais foi observado queda dos preços nacionais de imóveis. Embora, há seu tempo, Allan Greenspan, antigo dirigente do FED, tenha sido avisado sobre os riscos dessas operações e nada fez. Os principais organismos do mundo ignoraram o problema, como o FMI, Banco Mundial, a SEC, o Banco do Japão, o Banco Central Europeu, as agências de classificação de risco, etc. O motivo para essa falta de cuidado é que preços de imóveis nacionais nos EUA nunca caíram e portanto o risco foi considerado baixo. A chegada do Ben Bernanke ao FED em 2006, no ano do início da crise do setor imobiliário e da crise do subprime, foi marcada por três grandes erros de análise: que a crise era uma crise de nicho (não foi), que a crise não tinha o potencial de contaminar o resto da economia (teve) e que a crise financeira não abalaria o setor financeiro (abalou).

A globalização do setor de hipotecas dos EUA e a securitização desse setor por Wall Street em 1993, combinado com a total falta de cuidado das empresas que concediam empréstimos hipotecários, é a razão pela qual uma crise num setor pequeno localizado da economia acabou se transformando em uma crise geral que abalou todos os mercados de créditos, até os inabaláveis leilões de municipal e o mercado de crédito estudantil. Essa continua sendo uma grande ameaça do cenário externo, pois a economia melhorou um pouco com o auxílio fiscal de abril que tem efeitos definitivos maiores no curto prazo, embora o pacote irá durar até 2010. A economia ainda continua muito fraca e sujeita a riscos para baixo.

Segundo motivo dessa megalomania vem da mania de crescimento e da falta de equilíbrio tanto no pensamento da economia tradicional, quanto da prática. Todos os sistemas econômicos estão viciados na continuidade do crescimento econômico que está cada vez mais impossível, por conta da concentração de riqueza, de destruição de empregos e da finitude planetária e ecológica. O emprego vem sendo destruído continuamente em números absolutos, por causa do uso de tecnologia pesada controlada por grandes empresas. O crescimento está sendo obtido a qualquer custo, é a primeira análise que dá para ser feita de todo o desastre social que foi produzido por um único setor nos Estados Unidos, cujo assédio moral sobre os empregados das empresas de crédito hipotecário foi impressionante. Os funcionários concediam crédito com metas megalomaniacas sob constante ameaça de demissão, segundo mostra uma matéria da revista Bloomberg sobre essa que foi a maior crise moral e econômica da história dos Estados Unidos. O mais assustador é saber o quanto o modelo econômico dos países desenvolvidos depende da construção imobiliária, que possui claras restrições físicas e ecológicas para continuar se processando. Os Estados Unidos tinham 1.000.000 de moradias em 1900, hoje tem 190.000.000, sem contar o aumento de todo tipo de construção, como pontes, escolas, hospitais, edifícios de escritórios, hotéis, shopping centers, etc. Alguém ainda vai ganhar um prêmio Nobel ao lembrar que o território dos países é constante, que a água do mundo é finita e que não dá para expandir

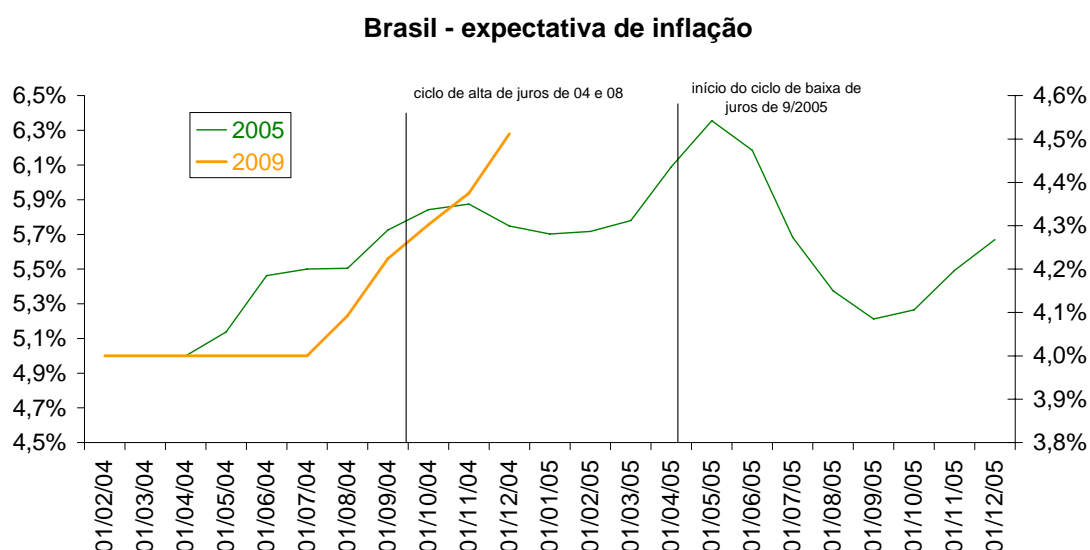
a construção, grande parte delas totalmente desnecessárias e sub-utilizadas. Basta lembrar que 40% dos imóveis adquiridos nos EUA na farra recente foram para especulação (segundo imóvel).

Cenário Doméstico

Implicações do atual cenário externo para o Brasil e seus mercados

O cenário doméstico deveria transcorrer tranquilamente se não fossem os focos de tensão do cenário externo, seja no lado da atividade (risco de recessão nos EUA), seja no lado da inflação (com alta de juros provável entre os países desenvolvidos, promovendo uma queda maior da atividade global em 2009). O cenário doméstico está totalmente interligado a essas questões do cenário externo. Não fosse isso, o Banco Central iria tranquilamente ajustar as taxas para obter um equilíbrio de demanda e oferta, maximizando com isso o crescimento do PIB. Agora estamos sendo atropelados por questões importantes que já se materializaram em reversão aguda das taxas de inflação esperadas para esse ano e no ano que vem (figura 1).

Figura 1



É bem provável que a inflação mundial de commodities continue pressionando até o final desse ano ou início de 2009. Os juros no Brasil podem ter uma reação mais severa do que a projetada pelos analistas, podendo ter uma aceleração no ritmo das altas dos juros, como um prolongamento do ciclo até início de 2009. Por conta disso, podemos ter uma desaceleração da atividade dos 5,0% em 2008 para algo entre 3,5-4,0% em 2009. A inflação, por sua vez, será mais pressionada em 2008, do que em 2009. Com o cenário externo traçado acima, fica claro que uma reversão da inflação de commodities pode realmente acontecer, restando como pressão final sobre a inflação de 2009 dois únicos fatores: a inércia do IGPM sobre os preços administrados e a inércia do mercado de trabalho, que é anti-cíclico e vem mostrando forte robustez, causando elevação de salários, justificada também pela alta inflação dos alimentos. Esses dois fatores inerciais devem causar uma inflação em 2009 ligeiramente acima da meta, em torno de 4,5-5,0%.

Do lado da atividade, embora esteja havendo uma discussão acalorada a respeito da economia estar ou não se desacelerando, duas colocações precisam ser feitas:

- tomar por base os dados de produção industrial, que mostraram arrefecimento do crescimento trimestral do 1T08 em relação ao 4T07 é um erro, por quatro motivos: 1) dois fatos pontuais ligados a indústria farmacêutica e petrolífera explicaram grande parte da desaceleração; 2) o ano bissexto com a Páscoa em março dificulta a análise dos números sem seus fatores sazonais; 3) a produção é um indicador de oferta que geralmente funciona como um indicador de demanda, mas que num ciclo de forte expansão da economia pode indicar restrição da produção ao invés de queda na demanda e 4) a indústria representa 28,3% da economia, ficando todo o resto com a parte de serviços, onde entra transportes, comércio, bancos, comunicações, setor público, aluguel de imóveis, etc. Extrapolar o que está acontecendo nos 28,3% para a economia toda não parece uma boa análise.

- tomar por base os dados do PIB, em suas variações trimestrais, possui três defeitos:

1) setembro de 2004, no último ciclo de alta dos juros, o crescimento do PIB arrefeceu dos 1,50 para 0,4 em dois trimestres, mesmo assim as taxas de juros continuaram subindo, naquele período, até maio de 2005 (figura 2). O crescimento do PIB no trimestre coincidente com o início da elevação dos juros foi posteriormente revisto de 1% para -0,94%. Por outro lado as variações anuais (média de quatro trimestres dividida pela média dos quatro trimestres anteriores) continuaram mostrando números cada vez maiores até o junho de 2005, quando então desacelerou;

2) os dados mostram enorme volatilidade que aumentou com o ano bissexto e eventos pontuais, como serviços financeiros, inflaram notoriamente os gastos de consumo no 4T07 e desinflaram no 1T08. Sem essa componente, o consumo cresceu 1,9% no 4T07 e 1,6% no 1T08, o que diminui acentuadamente a sensação de um arrefecimento do consumo, que continua positivamente sendo impactado pelo emprego, renda e crédito ainda em ciclos positivos.

3) como a alta de juros começou só em abril, é muito cedo para discutir desaceleração da atividade, que só deve ocorrer dada a defasagem da política monetária no 4T08.

Figura 2

trimestre	revisado	observado	projs.
			mediana
mar/04	2,57	1,60	1,40
jun/04	2,39	1,50	1,10
set/04	(0,94)	1,04	1,15
dez/04	0,46	0,40	1,20
mar/05	1,10	0,30	0,50
jun/05	2,40	1,40	1,30
set/05	(0,84)	(1,20)	(0,30)
dez/05	0,69	0,80	1,50
mar/06	1,53	1,40	1,55
jun/06	0,35	0,45	0,80
set/06	1,79	0,50	0,60
dez/06	1,19	1,10	0,95
mar/07	0,99	0,80	1,20
jun/07	1,52	0,80	1,20
set/07	1,81	1,70	1,50
dez/07	1,62	1,60	1,40
mar/08		0,70	0,90
erro médio absoluto			0,34
erro médio para cima			0,21
erro médio para baixo			(0,41)

As análises dos dados econômicos deixam bem claro que a atividade continua robusta, é muito cedo para se produzir algum efeito desacelerador notório a partir do aperto nos juros, existe uma resiliência característica do mercado de trabalho que é anti-cíclico e somado a isso estamos vivendo um choque inflacionário externo que não deve mostrar grande alívio pelo menos até o final desse ano. Qualquer análise do PIB deve concluir que a demanda doméstica está num ritmo de crescimento ano sobre ano e anual muito acima de qualquer medida possível de crescimento potencial (estimado hoje em 4,5%). Na verdade estamos vivendo um duplo choque inflacionário (demanda doméstica em franca expansão e inflação global) e isso já teve efeitos materiais importantes: a inflação do IPCA esperada para esse ano e no ano que vem já foi bastante revisada para cima e o mesmo vale para o IGPM.

Dada a configuração do cenário externo, podemos trabalhar com a hipótese de juros terminando esse ano em 14,25%, mas o ritmo de elevação de juros e a magnitude total dessa alta continua com viés para cima, a depender da evolução do preço das commodities e seus impactos no Brasil. Para 2009, o cenário de queda de commodities com demanda global menor é o mais provável e isso deve evitar que a inflação do IPCA se distancie muito da meta de 4,5%, o que pode ser um alívio para a política monetária.

Renda Fixa

Atividade robusta e inflação ruim pressionaram os contratos de juros futuros para cima e a probabilidade de uma alta de 0,75 ponto percentual em junho era de 50%. A decisão de elevar os juros em 0,5 ponto percentual não tranquilizou o mercado. Surpresas negativas de inflação em junho são a grande ameaça.

Apesar do déficit em conta corrente, o balanço de pagamento está superavitário por conta da entrada de capitais. Grau de investimento é outro fator que contribuiu para uma apreciação do real no mês. Alta de juros, alta de commodities e fluxo de capitais positivos devem permitir que o câmbio continue apreciando até 1,60. No entanto, no médio prazo, alguma forma de desvalorização da moeda deve ocorrer em função do déficit em conta corrente.

Renda Variável

A bolsa subiu 7% em maio depois de subir 11,3% em abril. Cenário externo mais tranquilo somado à obtenção do grau de investimento explicam essa bonança. A bolsa deve enfrentar os maus ventos do cenário externo, onde a inflação global deve produzir juros mais altos e crescimento menor em 2009. O mercado pode antecipar uma reversão nas commodities, por conta do aperto monetário e menor atividade esperada.

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