

Índice

Projeções, 1

Ecoeconomia, 2

Cenário externo, 3

Cenário Doméstico, 13

Renda Fixa e Renda Variável, 20

Disclaimer na última página

## Indicadores fev 2008

Ibovespa médio

64.092

+ 9,05% mês

- 0,74% no ano

IBX médio

21.320

+ 9,68% mês

- 1,06% no ano

S&amp;P 500

1.330,63

- 3,48% mês

- 9,38% no ano

CDI

+ 0,80% no mês

+ 1,72% no ano

Dólar = \$ 1,6833

- 4,37% no mês

- 4,97% no ano

**Eduardo Castro**

Chefe de Investimentos

**Hugo Penteado****Fernando Siqueira**

Economia e Estratégia

**Pedro Villani****Eugênia Buosi**

Investimentos Socialmente

Responsáveis

**Gilberto Nagai****Cláudia Komamura****Cláudio Delbrueck****Eduardo Mendonça****João Mamede****João Miyashiro****Luiz Binz****Michela Aimar****Rodrigo Glatt**

Gestão Renda Variável

**Cal Constantino****Fabício Oliveira****Jose Malavasi****Ricardo Rossi****Sidney Uejima**

Gestão Renda Fixa

**Gabriela Cavarzan****Renato Santaniello**

Alocação de Ativos

Área de vendas

55 11 3174 6166

## Projeções

Indicadores macroeconômicos (*)	Projeções							
Última atualização 17/03/08	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	4,8	4,0	
Inflação (IGPM/FGV) (%)	8,7	12,4	1,2	3,8	7,7	6,7	3,5	
Taxa de câmbio média (R\$/US\$)	3,07	2,92	2,43	2,18	1,94	1,74	1,73	
Taxa de câmbio final (R\$/US\$)	2,89	2,65	2,34	2,14	1,77	1,70	1,77	
Saldo em conta corrente (US\$ bi)	4,2	11,7	14,0	13,6	3,6	(2,4)	nd	
Saldo comercial (US\$ bi)	24,8	33,6	44,7	46,5	40,1	29,4	nd	
Taxa de juro nominal final do ano (Selic)	16,5	17,8	18,0	13,25	11,25	11,25	10,00	
Taxa de juro nominal média (CDI)	23,2	16,2	19,0	15,0	11,76	11,3	10,6	
Taxa de juro real (deflacionado pelo IPCA)	12,8	8,0	12,6	11,5	7,0	6,1	6,4	
Risco Brasil (spread acima dos treasuries)	463	383	305	192	222	212	202	
Dívida pública (% do PIB)	52,4	47,0	46,5	44,9	42,8	38,7	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](http://www.aaam.com.br)

## Ecoeconomia

### '19 pontos sobre economia ecológica'

**Tell people something they know already and they will thank you for it. Tell them something new and they will hate you for it. (Conte às pessoas alguma coisa que elas já sabem e elas irão lhe agradecer por isso. Conte a elas alguma coisa nova e elas irão lhe odiar por isso.)**

**George Monbiot ([monbiot.com](http://monbiot.com))**

- 1) A humanidade sempre se comportou como agora, agredindo e dilacerando a natureza, com crueldade incrível em relação aos seres vivos, humanos ou não. A diferença atual é nosso tamanho de escala, tanto em número de pessoas, quanto de coisas.
- 2) Os passivos socioambientais nunca foram reconhecidos e sempre foram praticados e alguém - que não da nossa classe social - sempre pagou a conta, muitos com a própria vida.
- 3) Defender a sociedade e o meio ambiente dentro do sistema econômico sem gerar esses passivos, sempre foi uma questão moral, que nunca deteve ninguém.
- 4) Até agora, só parte da humanidade esteve sob ameaças socioambientais, letais ou não. Agora a ameaça se voltou contra todos e resolver isso, deixou de ser só uma questão moral, e passou a ser uma questão de sobrevivência, posto que no futuro não haverão vencedores (parafraseando Lester Brown).
- 5) A famosa aposta entre Julian Simon e Paul Ehrlich deveria ser revista (e não pode ser esquecida): é óbvio que o preço de recursos naturais seriam declinantes, pois puderam ser submetidos a um crescimento exponencial absurdo e sua produção nunca envolveu o reconhecimento dos passivos socioambientais. Se os passivos tivessem sido incluídos nos preços, Julian Simon jamais teria ganho a aposta.
- 6) Essa aposta apenas revela nossa ignorância: o problema de uma forma geral nunca esteve no planeta como fornecedor de recursos - pelo menos no passado recente - e sim como absorvedor do impacto das nossas atividades (como mostra o *The Natural Step* e Amilcar Herrera).
- 7) Obter um progresso econômico sem reconhecer os passivos socioambientais é fácil. O difícil seria um progresso que não devastasse o meio ambiente, não ocorresse às custas do planeta inteiro via comércio global e não sacrificasse as gerações futuras.
- 8) É justamente graças ao comércio global com suas trocas ambientais invisíveis que pela primeira vez na história da humanidade o risco ambiental não é mais local e sim global. Estamos repetindo história semelhante da Ilha de Páscoa, a diferença é que agora o risco de colapso não é mais de uma ilha, mas sobre o planeta inteiro.
- 9) Sobre as consequências do conflito da humanidade com a natureza e seus impactos planetários pairam muitas dúvidas, mas sobre as causas não há dúvida alguma: transformamos a Terra com seus sistemas circulares numa enorme lixeira com nosso sistema linear de materiais degenerativos e vastos desperdícios. Esse sistema linear é também submetido a crescimento infinito de coisas e pessoas num espaço finito. Esse exagero vai deixar o planeta inteiro de herança apenas às bactérias, alertou Nicholas Georgescu Roegen.
- 10) A finitude dos elos ecológicos e biológicos invisíveis pode ser ignorada por uma espécie animal que acredita dominar a natureza, mas a finitude espacial é óbvia demais para ser ignorada: alguém ainda vai ganhar um prêmio nobel ao lembrar que o território dos países não aumenta de tamanho e não conseguirá absorver continuamente milhões de pessoas, carros, casas e todos os badulaques que nós produzimos continuamente.

11) Espertamente a corrente contrária nunca ataca as preocupações dos cientistas na área das causas, onde não resta dúvida alguma, mas sempre na área das consequências. Bjorn Lomborg é um bom exemplo desse tipo de ataque.

12) Nosso sistema de preços jamais reconhecerá o custo socioambiental nos preços sem uma mudança geral de valores. O funcionamento dos mercados irá continuar agravando os problemas, ao invés de resolvê-los, como alertou Roegen.

13) Temos dois tipos de recursos naturais: recursos abaixo da crosta terrestre e recursos acima da crosta terrestre. Toda a extração desses recursos causa enormes custos ecológicos, que nunca são capturados ou reconhecidos nos preços, pois são sempre erradamente considerados nulos. Isso não mudou, mas para os recursos acima da crosta, embora continue sendo aplicada a falsa noção de custo ecológico nulo, existe clara restrição de oferta que já está atingindo o mundo todo: água e solo, indispensáveis para tudo à nossa volta, são claramente finitos e esse impacto sobre o sistema de preços fará tremer Julian Simon, se ele fosse vivo, e todo o sistema econômico à nossa volta.

14) Resiliência da natureza e atrasos ecológicos são fatores que permitem que essa discussão infinita sobre a necessidade de mudança continue interminável sem nada novo na prática. Infelizmente, tudo isso tem um limite com consequências assustadoras por conta do planeta estar em "feedback" positivo. Estamos numa situação tal que essa discussão sem aplicação prática pode causar o extermínio de grande parte da humanidade.

15) Existe uma disseminada crise de energia, mas a visão dominante sobre a crise é que faltam investimentos. Mesmo com os tais dos investimentos, energia deve se constituir em uma restrição num futuro próximo. A visão dominante aplica a seguinte regra: se há fome, não é porque há excesso de gente, mas porque falta produção de alimentos; se há falta de energia ou água, não é porque a demanda é incompatível com os limites da Terra, mas porque faltam investimentos nesse setor, e por aí vai. Agimos como se pudéssemos realmente produzir matéria e energia, quando na verdade não produzimos nada e tudo vem da natureza, como criticou Roegen.

16) A visão econômica tradicional atual não apenas considera a economia independente da natureza, mas acredita na capacidade humana de produzir matéria e energia e, portanto, trabalha com a hipótese de um planeta que não oferece nenhuma restrição ao crescimento, por ser inesgotável tanto em espaço (pasmem) quanto em recursos ecológicos (menos óbvios, porém cada vez menos).

17) Estamos num carro em alta velocidade. No meio dessa viagem, os cientistas alertaram que a estrada está num intenso nevoeiro e mais adiante, sem saber exatamente aonde, há um precipício que existe com certeza. Passado um tempo, os cientistas soltaram mais um alerta: o carro não tem mais freio, o máximo que dá para fazer é tirar o pé do acelerador e rezar para que o carro pare antes de cair no precipício (a elevada taxa de permanência dos gases do efeito estufa é uma das formas de se explicar isso, embora devemos sempre lembrar que aquecimento global não é "o" problema, mas um dos problemas).

18) O mais assustador dos tempos atuais é que apesar dessas descobertas, não só não tiramos o pé do acelerador, como fincamos ele mais fundo. Talvez uma crise econômica de proporções inéditas force essa ação, pois o sistema econômico não tem perspectiva de permanência alguma e é tautológico: todo progresso de hoje (empregos, renda, riqueza, etc.) depende do progresso de amanhã e assim sucessivamente. É como um cachorro correndo atrás da própria cauda e nunca o suficiente é suficiente.

19) Embora soe muito agradável, não existe tal coisa como crescimento e sustentabilidade. A aplicação dessa visão que tanto agrada as correntes tradicionais, mesmo vindo da economia ecológica, beira a incompreensão do funcionamento das leis da física e ignora a crítica de Nicholas Georgescu Roegen, que deve ser o ponto de partida de qualquer análise na direção da sustentabilidade.

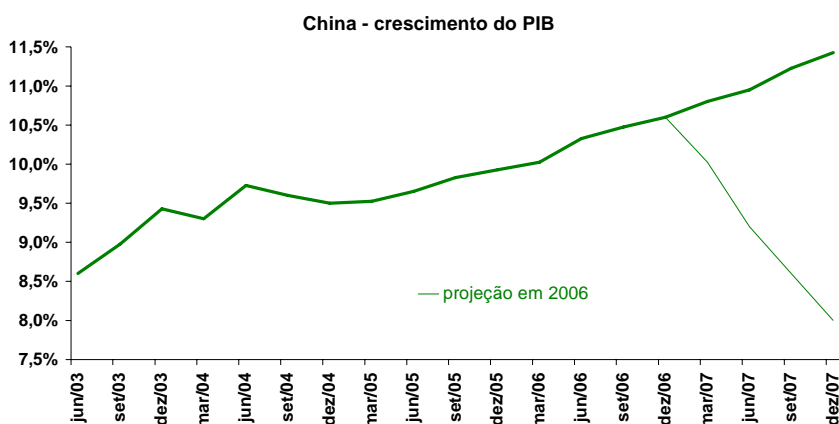
## Cenário externo

### Cenário externo: descolamento da China

A tese de descolamento já foi extensivamente discutida em nossos relatórios anteriores, com descrença sobre a sua possibilidade. Embora esteja claro que descolamento e globalização são idéias contrárias e não podem ser defendidas em conjunto, estamos vendo cada vez mais a capitulação da primeira em favor da segunda. Várias vinculações comerciais e financeiras entre diversos países acabaram provocando uma contaminação a partir da crise econômica e financeira dos Estados Unidos que derrubaram por vez a esperança de um mundo menos correlacionado com os maus humores da maior economia do mundo. Os argumentos em prol do descolamento na China em relação aos Estados Unidos mostram evidências exatamente contrárias a eles. Por exemplo, não houve nenhuma mudança estrutural na China em relação à sua dependência das exportações, ao contrário, mais do que dobrou nos últimos 25 anos e particularmente a partir de 2001.

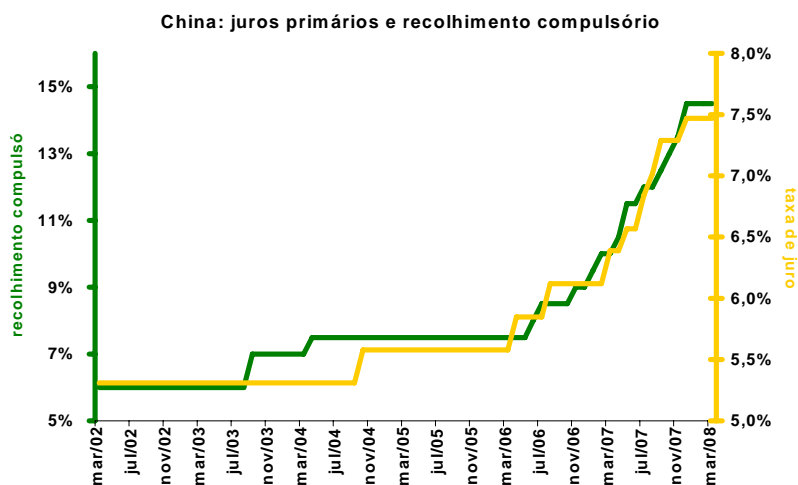
2008 vai ser um ano diferente da grande surpresa do ano de 2007, que alavancou todos os nossos mercados brasileiros (juros, câmbio e bolsa). Essa surpresa não veio da economia mundial, mas da China, com a qual nossa economia está cada vez mais relacionada. No final de 2006, os analistas puseram suas bolas de cristal para funcionar e em função dos crescentes desequilíbrios macroeconômicos da China, concluíram que a economia iria desacelerar. Vários erros de análise estiveram por trás da previsão de uma desaceleração da China de 10,4% em 2006 para os estimados 8% em 2007 (o crescimento observado no final foi bem maior, de 11,2%, figura E1).

Figura E1



O primeiro erro de análise é sobre o regime monetário da China. Apesar da sua insistência em elevar os juros e os recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista, dois dos três instrumentos clássicos de política monetária (figura E2), sabemos que nesse caso a política monetária é totalmente ineficaz num regime de câmbio fixo (ou semifixo). No jargão do economista, significa dizer que a liquidez doméstica é endógena, ou seja, não é determinada pela política monetária, mas pelo fluxo de capital estimulado pelo diferencial de juros interno e externo. Aliás, de passagem, muitos analistas atribuem essa forma de funcionamento do juros e do câmbio para a economia brasileira, apesar do nosso regime ser diferente do chinês, com um câmbio flutuante, no qual a política monetária é sim efetiva para controlar a demanda agregada e as expectativas inflacionárias e o diferencial de juros possui um papel secundário.

Figura E2



Mesmo assumindo que o problema da ineficácia da política monetária não existe para a China, temos um ponto fundamental, por trás da idéia equivocada de um possível descolamento desse país. O banco central controla a liquidez da economia via juros e procura atuar sobre a demanda para evitar desequilíbrios com a oferta ou capacidade produtiva potencial. No entanto, a demanda agregada de um país, qualquer que seja ele, é composta de três partes: demanda privada (gastos das famílias e das empresas por consumo e investimentos), demanda pública (gastos do governo) e demanda externa (exportações líquidas). Desses três tipos de demanda, a única controlada pelos juros é a privada, mas isso não significa que as demandas do setor público e a externa possam ser totalmente desconsideradas pelo banco central para avaliar o equilíbrio entre demanda e oferta da economia. Portanto, uma pressão grande advinda dos setores público e externo, a ponto de gerar estrangulamentos na economia e produzir riscos inflacionários, pode exigir alta de juros, mesmo se a demanda privada não estiver em expansão.

No caso da China, toda a pressão sobre a economia e sobre a inflação vinha de uma economia aquecida particularmente por meio das exportações líquidas (figura E3). As exportações totais e líquidas triplicaram desde 2001, enquanto o consumo das famílias decresceu, ao ponto da contribuição desses dois grupos – consumo e exportações líquidas – para o crescimento do PIB ser praticamente a mesma, mas com uma ressalva: a renda das famílias geradas a partir da pujança do setor exportador voltado para países desenvolvidos explica grande parte do consumo. Num horizonte mais longo, a participação das exportações da economia chinesa mais do que dobrou nos últimos 25 anos e a do consumo das famílias só veio caindo na direção oposta. Grande parte das manufaturas e dos investimentos feitos no país está relacionada com o setor exportador. Metade dos empregos oficiais da economia – e o crescimento da renda salarial – estão ligados à demanda externa. Desde 1993 não houve nenhuma mudança estrutural no destino das exportações da China e o direcionamento para países desenvolvidos permaneceu inalterado e representa ainda quase metade do total (figura E4). Parcela considerável das trocas da China com demais países asiáticos mostram déficit com a China e em produtos primários e intermediários, justamente os que a China precisa para montar os produtos e mandar para Europa e os Estados Unidos. A dependência em relação à Europa (56% do superávit comercial chinês) e aos Estados Unidos (63%) continua inalterada.

Figura E3

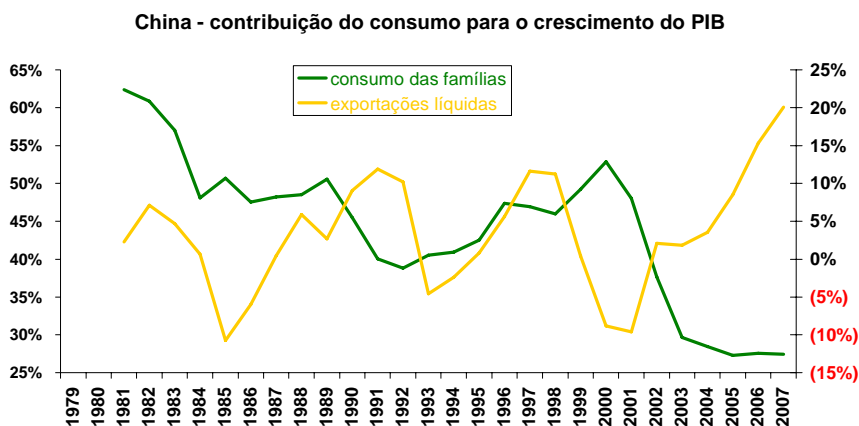
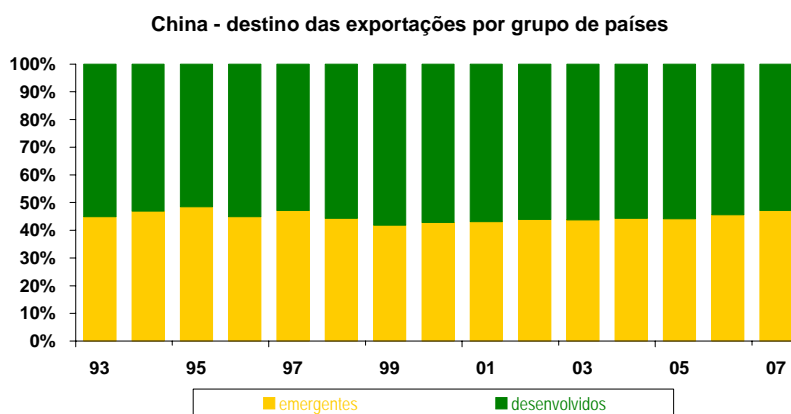


Figura E4



O próprio governo da China reconhece que a demanda externa com a crise dos Estados Unidos e seus impactos em outros países irá desacelerar as exportações e o crescimento econômico da China. O efeito positivo da demanda externa sobre a renda e os gastos das famílias também tornam esse componente do PIB vulnerável aos efeitos negativos dos Estados Unidos. Esse fenômeno – queda da demanda das famílias norte-americanas – cujo valor nominal em 2007 foi de 9,5 trilhões de dólares contra só 1 trilhão das famílias chinesas – é o melhor instrumento de controle de demanda da China, por três motivos: 1) a demanda externa – e seus efeitos indiretos sobre consumo e investimentos - tem sido o principal motor da economia e a perspectiva de desaquecimento torna desnecessário aumentos de juros muito fortes para frear a economia e contornar o problema de inflação (figura E5), 2) o regime de câmbio fixo impede o controle monetário da demanda agregada, ou seja, o remédio mais correto é acelerar a apreciação cambial, como já vem ocorrendo (figura E6) e 3) a alta da inflação vem sendo causada predominantemente pelos alimentos, cujo repasse num ambiente de desaceleração é menor (figura E7). Por isso, é muito pouco provável que o governo da China insista com aumentos de juros (devem ser bem mais ausentes e o último ajuste nas taxas de juros e de compulsório foi há quase três meses atrás, no dia 21 de dezembro).

Figura E5

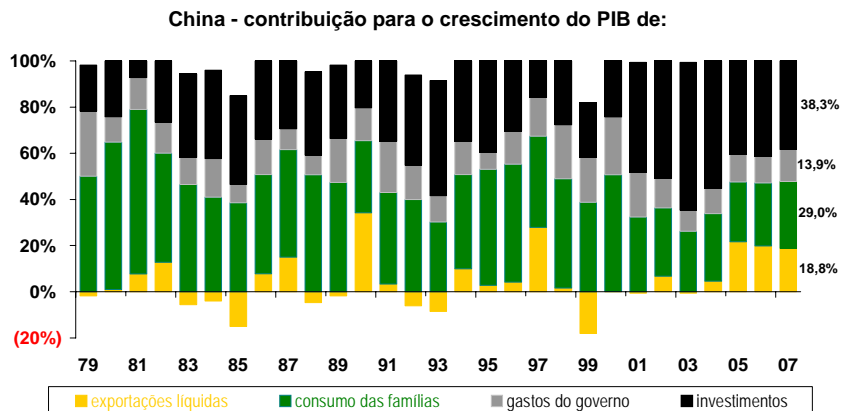


Figura E6

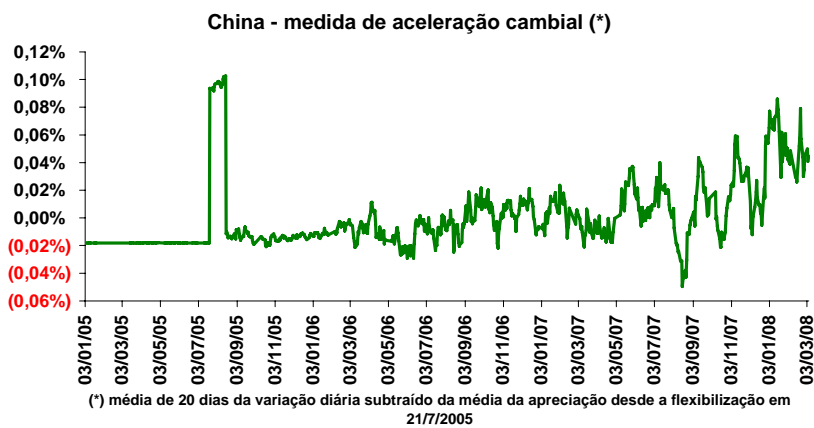
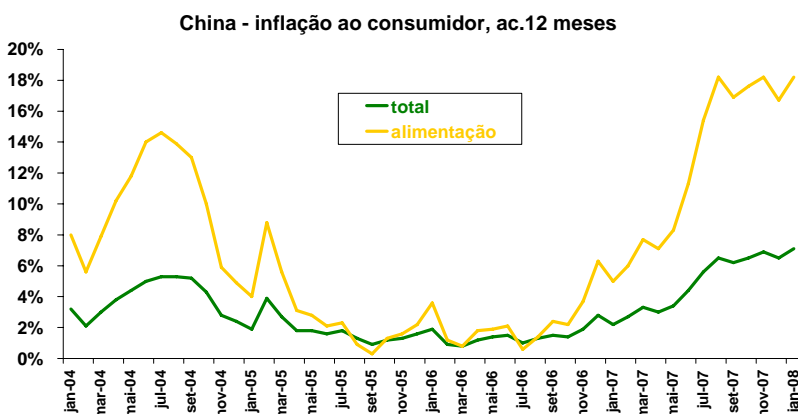


Figura E7



Não obstante isso, a desaceleração da China não deverá ser tão grande nem a ponto de causar queda no preço das commodities (ver discussão sobre isso nos tópicos adiante). Esse fato contribui para o Brasil se descolar da crise dos mercados financeiros e manter sua economia em situação favorável.

### Cenário externo e perspectivas do câmbio e seus efeitos na economia

O câmbio (cotação nominal do real contra o dólar) está sendo definido por quatro itens:

- 1- preço de commodities (que são cotadas em dólares e aumentam os fluxos)
- 2- tendência de desvalorização do dólar americano
- 3- diferencial de inflação Brasil e Estados Unidos
- 4- outros choques

1- preço de commodities é nosso calcanhar de Aquiles. Se afundar, afundamos junto, mas a boa notícia é que não deve afundar, mesmo com recessão nos EUA, desaceleração da China e do resto do mundo. Ao contrário deve subir, porque a queda de demanda não é grande o suficiente para compensar as restrições de oferta (ambientais e estruturais) em várias commodities (petróleo, alimentos, minérios, etc.). Vale uma ressalva: há o risco dessa alta de commodities ser forte o suficiente para causar uma recessão mundial, que por sua vez causaria a queda das commodities. Esse seria um cenário ruim para o Brasil, não tem o que discutir: choque de quantidade e de preço juntos, a tão temida estagflação, que é ainda pouco provável (na verdade, é uma incerteza).

2- troca de dólar para euros (ver discussão a seguir) está se intensificando no mundo todo, principalmente na China e Índia, e este cenário deve se manter. Isso é sinônimo das dificuldades de financiamento dos EUA lado a lado com seu enorme déficit externo e o risco de manter posições compradas em dólar. Lógico que ninguém quer um colapso, portanto vamos ver ações coordenadas dos bancos centrais (G3) para valorizar o dólar. Mesmo assim, o cenário de redução do déficit via desvalorização cambial e menor absorção doméstica deve prevalecer.

3- as inflações do Brasil e dos EUA não são muito diferentes hoje e tendem a ser neutras para o câmbio nominal.

4- aqui só se o governo abandonar a política fiscal de superávits primários ou se por questões estruturais (infraestrutura) o Brasil parar de crescer. Mas os choques possíveis não são só negativos, se houver aumentos de produtividade (bem provável), isso tende a ser positivo para o câmbio real (e nominal).

Não tem hoje nenhuma teoria cambial convincente, nem com boa capacidade preditiva. Isso aconteceu por causa da maior influência dos fluxos de capitais e financeiros sobre a taxa de câmbio em detrimento dos fluxos comerciais, um fenômeno recente e acelerado. Por outro lado, em câmbio flutuante não dá para tentar explicar o nível do câmbio via diferencial de juros interno e externo. O câmbio no Brasil é flutuante e funciona dessa forma, dado que as operações no mercado são esterilizadas e isso se confirma pela falta de relação entre a variação das reservas e dos títulos públicos, entre os fatores condicionantes da base monetária.

Levando em conta os fatores 1,2,3,4 com uma desaceleração econômica mundial pequena (queda no crescimento do PIB mundial de no máximo 2 pontos percentuais, pela PPC - paridade do poder de compra), nossa moeda deve permanecer estável ao redor de 1,70, com riscos de apreciar um pouco mais e não o contrário (fechou 1,77 em 2007). Na verdade, apesar da tentativa frequente de muitos encontrarem um modelo matemático que explique o câmbio - e traga consigo uma boa previsão - a melhor forma de prever o câmbio é acompanhar o comportamento das contas do balanço de pagamentos. O Brasil estava com um superávit em conta corrente e isso logicamente indicaria uma tendência de apreciação. Como esse ano devemos ter um pequeno déficit em conta corrente, é provável que 1,70 esteja muito próximo do piso para o câmbio no Brasil no biênio 2008/2009.

Finalmente, as medidas cambiais em voga esses dias não parecem sensatas o suficiente para serem levadas a sério a ponto de causar um estrago na história acima, pelo menos de forma permanente. Na verdade existe um erro de diagnóstico por parte do governo que é monumental: o câmbio está apreciando e corroendo rapidamente os superávits comerciais, portanto, são necessárias medidas administrativas como as anunciadas para evitar o seu

derretimento. Na verdade, a combinação de gastos domésticos elevadíssimos com superávit em conta corrente é insustentável: em algum momento os gastos domésticos teriam que ser financiados com algum volume menor (ou negativo) de poupança externa. Isso é o mecanismo natural do nosso regime cambial, é impossível mandar poupança para fora do país com gastos internos se elevando fortemente. Portanto, do lado do governo a melhor forma de mitigar esse efeito seria reduzindo gastos públicos, que é hoje uma parte dos gastos internos que está há vários anos crescendo acima do PIB. A tentativa de deter a apreciação cambial natural que surge do excesso de gastos que precisam ser financiados com poupança externa, se bem sucedida, irá inevitavelmente se traduzir em inflação e juros mais altos. A melhor forma de combater esse fenômeno é através da redução dos gastos públicos e isso sim é um verdadeiro contrasenso: em geral, os governos reduzem gastos durante as fases boas e fazem um colchão para as fases magras ou, no nosso jargão, adotam uma política fiscal contracíclica. No caso brasileiro (e norte-americano), se vier uma fase magra, a política fiscal deixa de ser uma alternativa para segurar a economia. E os juros, dependendo da magnitude do choque externo e seu impacto no câmbio, deixam de ser anticíclicos também. É um absurdo, portanto, evitar o derretimento do câmbio porque a crise externa é pior do que se imaginava antes. Entre erros e acertos, o governo ainda conta com um cenário de crescimento econômico colocado no piloto automático e com a China mantendo estímulos fortes sobre os preços de commodities. Essa é a nossa sorte que deve impedir que tais medidas se traduzam em desvalorização da nossa moeda.

### **Troca do Dólar pelo euro**

Recentemente fiz a seguinte pergunta para o economista Marcelo Tsuji, sobre duas mudanças na China que chamam atenção:

1) Dar preço às importações em euros e não mais em dólar. O exportador chinês avisa aos compradores estrangeiros que agora as cotações são em euros. Isso parece ser uma decisão individual e não obrigatória do governo, ou seja, o importador prefere cotar em euros, obviamente porque espera que o valor do yuan irá se apreciar menos em euros do que em dólares americanos. Mas isso teria alguma implicação macroeconômica, caso se universalize?

2) O governo anunciou que vai privilegiar mais a apreciação do euro do que a do dólar, como uma forma de combater o excessivo superávit contra a zona do Euro. A pergunta é porque o governo chinês que produz 70% de todas as camisetas do mundo, 50% dos navios, 40% dos laptops e por aí vai está preocupado com isso, de onde vem essa bondade de tentar privilegiar o euro para reduzir seu superávit com a zona do Euro? A razão deve ser outra. Qual o efeito macroeconômico dessa decisão: deixar o euro apreciar mais que o dólar parece que é uma maneira de salvar o superávit que eles têm com os Estados Unidos (que é gigantesco (62,45% do total), mas não muito maior do que o com a Europa (56,05% do total). De qualquer forma a troca de moedas para euro é claramente uma ameaça para a economia mundial e dos Estados Unidos.

Tsuji respondeu como segue abaixo (com pequenas alterações ou adições nossas):

A troca do dólar pelo euro como unidade de precificação em transações internacionais é o grande pesadelo para os EUA, pois se isso ocorrer (especialmente com o petróleo), os EUA de repente viram um país como o Brasil alguns anos atrás. Atualmente, o grande déficit em transações correntes dos EUA é resolvido pelo seu poder de emissão de moeda de troca internacional, a custo praticamente zero. Se a moeda de troca se tornar o euro, os EUA terão de gerar superávits comerciais ou atrair euros para cobrir os seus déficits externos, tal qual os países em desenvolvimento hoje em dia.

Grande parte do movimento das taxas de câmbio internacionais e do dólar americano já reflete esse tipo de mudança de preferência dos exportadores e importadores individuais em utilizar o euro como unidade de troca. Apesar do real ter se valorizado fortemente nos últimos anos em relação ao dólar, os efeitos sobre as empresas são na verdade muito menores, porque boa parte das exportações brasileiras vão para a Europa, e como lá todas as mercadorias são cotadas em euros, quando se faz a conversão euro-dólar-real o ganho para as empresas daqui

ainda são consideráveis. Ademais a disparada dos preços das commodities em dólares já embute uma cotação disfarçada em euros: quanto mais o euro se aprecia em relação ao dólar, mais os preços sobem em dólares.

Na verdade, para um país que pretende trocar a moeda de reserva para euros, o correto seria tentar desvalorizar sua moeda em relação aos euros, para acumular reservas nessa moeda. Ao contrário disso, o governo da China quer acelerar a apreciação do yuan em relação ao euro - o que diminuiria as reservas em euros. Embora contraditório, pode ser que com as últimas quedas do dólar, o yuan já tenha se apreciado o suficiente em relação a essa moeda para reduzir o superávit da China com os EUA e, agora, a China queira fazer o mesmo com a Europa. Contudo, o que deveria estar por trás para isso ocorrer seria uma grande mudança de mentalidade da China, que passaria de exportadora maciça de produtos para "importadora" da recessão dos países desenvolvidos. Isso seria uma mudança estrutural nos mercados consumidores mundiais, cuja dependência sairia dos Estados Unidos para a China.

Após essa resposta, fiquei em dúvida sobre a possibilidade de mudança do eixo de consumo dos Estados Unidos para a China, debate caloroso entre vários analistas e nessa conversa com o Tsuji. Minha conclusão é que se a mudança de eixo de consumo para a China não for verdade - e pode não ser, pois ainda é aritmeticamente impossível - talvez eles estejam como Tsuji aponta, apenas utilizando a velha máxima de comprar na baixa (o dólar) para depois vender na alta. E, Tsuji conclui que, apesar de todas essas mudanças na China e no resto do mundo, vai chegar um ponto em que os bancos centrais da Europa, do Japão e dos Estados Unidos vão intervir em conjunto para valorizar o dólar. Em outras palavras, a quebra do Bretton Woods II que é um mecanismo de "vendedor financing", com Estados Unidos sendo o comprador de última instância e a China sendo o emprestador de última instância, não deverá ocorrer tão rapidamente.

### **Os motivos da alta das commodities**

Até agora as commodities subiram através de um choque de demanda fenomenal, basta lembrar o que significou para muitos itens produzidos no mundo a demanda da China e da Índia, juntamente com a de uma economia mundial em crescimento acelerado, desde final de 2002, na maior recuperação dos últimos 40 anos. É verdade que a alta da demanda foi resultado do aumento da demanda, mas isso não exclui a possibilidade dessa demanda excessiva encontrar restrições de oferta e começarmos a viver simultaneamente um fenômeno de excesso de demanda com restrições de oferta. Na verdade, mais recentemente, embora o FED tenha construído um cenário (que pode ser mais um dos vários traçados por ele que não se confirmaram) de queda de demanda internacional e amenização da pressão das commodities, o que estamos observando é uma alta dos preços de commodities acumulada em 2008 de quase 20%. O cenário de queda de demanda está bem claro: a economia mundial deve crescer um a dois pontos percentuais menos que em 2007, pelo PIB pela paridade do poder de compra. Como pode então, num ambiente de menor crescimento, os preços de commodities estarem subindo? Há várias explicações possíveis:

1) a queda de demanda não é forte suficiente para aliviar as restrições de oferta que se observam em vários itens produzidos, como petróleo, minérios e alimentos (figuras E8 e E8a, onde o redirecionamento do milho para etanol reduziu estoques ao nível dos anos 80 e criou - e vai criar - pressões adicionais a já enorme pressão da produção agrícola sobre os recursos do solo e da água, preocupante entre os maiores produtores, como Estados Unidos e China);

2) como a fábula do descolamento da China nunca foi provada nem vai se confirmar, é óbvio que o governo chinês vai intensificar os gastos públicos em infraestrutura que são intensivos em commodities metálicas e essa meta governamental é uma forma de combater o impacto negativo da economia mundial sobre suas exportações, que foi o principal motor de crescimento (note que a importância do setor exportador sobre a economia não é completa, pois há impactos indiretos positivos sobre investimentos, emprego (metade do trabalho formal da China), do consumo e da urbanização);

3) o mecanismo tão propalado de preços altos empurrando mais produção (regra de bolso das teorias econômicas) e eliminando restrições de oferta, não só beira a ingenuidade, por achar que seremos capazes de ofertar recursos naturais em escala infinita e progressiva sem problema algum num planeta finito como a Terra, bem como também não funciona, porque sua resposta tem sempre algum obstáculo, como falta de terras, falta de reservas economicamente viáveis e impacto ambiental (figura E9, onde a demanda da China sozinha, projetada até 2030 será quase igual ou maior à produção mundial de hoje de várias commodities importantes).

Figura E8

EUA - milho usado para etanol, 1980-2007

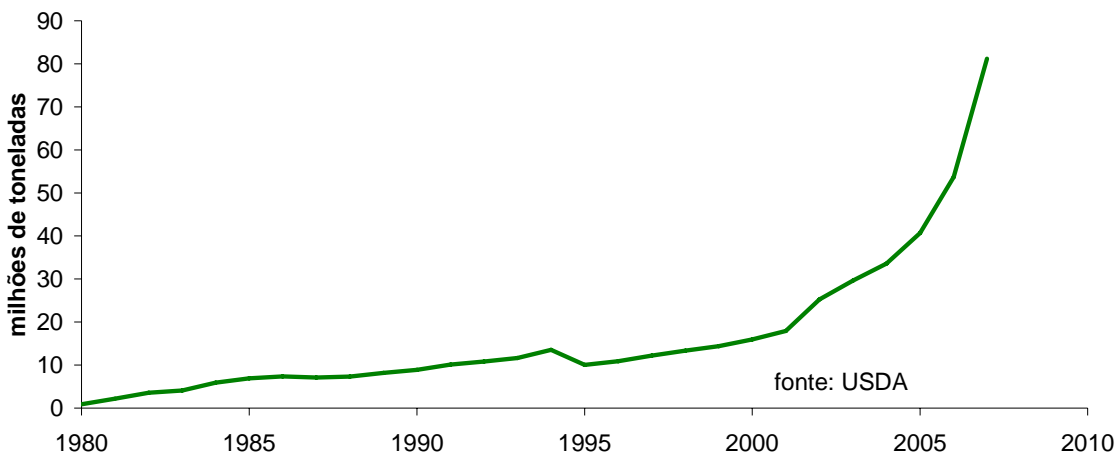


Figura E8a

Mundo, estoques de grãos, 1960-2006

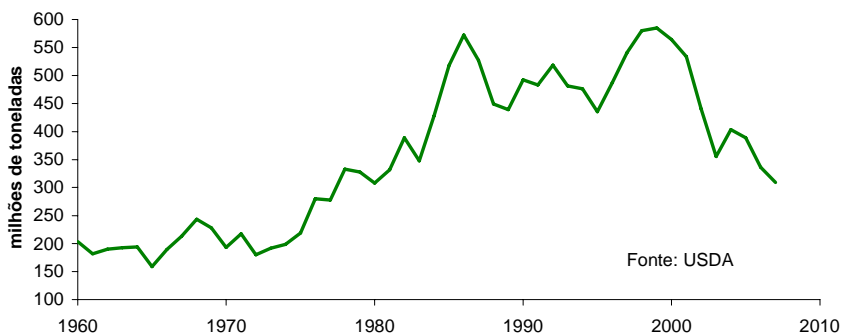


Figura E9

Commodity	Unidade	Consumo Dado último ano		Consumo projetado (*) 2030	Produção Dado último ano	
		U.S.	China	China	Dado último ano	% mundo
Grãos <sup>(1)</sup>	Milhões de toneladas	309	387	1.473	2.077	71%
Carne <sup>(2)</sup>	Milhões de toneladas	41	82	199	268	74%
Petróleo <sup>(2)</sup>	Milhões de barris dia	21	7	98	85	116%
Carvão <sup>(2)</sup>	Milhões de toneladas em óleo equiv.	567	1.191	2.732	3.080	89%
Aço <sup>(2)</sup>	Milhões de toneladas	129	384	619	1.244	50%
Fertilizantes <sup>(1)(4)</sup>	Milhões de toneladas	20	48	96	164	59%
Papel <sup>(3)</sup>	Milhões de toneladas	63	82	303	167	182%

<sup>(1)</sup> 2007; <sup>(2)</sup> 2006; <sup>(3)</sup> 2005; <sup>(4)</sup> 2007 (p)

(\*) Projetado assumindo consumo per-capita idêntico aos nível de hoje dos Estados Unidos.  
Fonte: Earht Policy Institute, USDA, FAO, ForeSTAT.

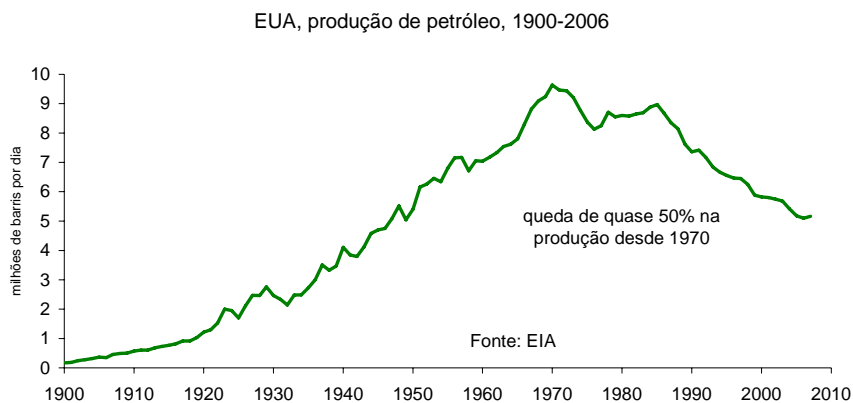
A tendência de alta dos preços de commodities é inequívoca. A dúvida que permanece é que essa alta pode produzir dois cenários diferentes, ambos ruins para o Brasil:

- **cenário de recessão com inflação baixa:** alta de commodities é forte o suficiente e provoca não só o fim do afrouxamento monetário como aperto nos juros, provoca uma desaceleração mundial muito maior (ou até uma recessão mundial), seguida de queda dos preços de commodities: ruim para o Brasil porque a queda das commodities e a queda da economia mundial devem produzir depreciação cambial e maior elevação de juros, com menor crescimento resultante.

- **cenário de recessão com inflação alta:** nesse caso a alta de commodities não seria apenas fruto do fraco equilíbrio entre demanda e oferta, mas também decorrente de uma quebra de oferta importante em alguma commodity fundamental, como petróleo por exemplo. Esse choque de oferta significaria com certeza elevação do preço de uma ou mais commodities em detrimento das demais, que até cairiam, mas causando estrago suficiente na inflação e reproduzindo um fenômeno de contração da atividade.

O calcanhar de Aquiles do Brasil é preço de commodities e isso depende dos acontecimentos na China, que deve apresentar uma desaceleração econômica pequena em 2008, e de um imprevisto choque de oferta em alguma commodity fundamental como petróleo. Até um certo ponto é benéfico para o Brasil, mas existe um limiar a partir do qual os desdobramentos se tornam negativos. Lembrem-se que embora os economistas considerem recursos naturais irrelevantes para as economias, por conta do seu custo baixo na estrutura da produção, isso é um erro monumental, porque a importância de cada recurso natural jamais poderia ser quantificada pelo seu custo, mas pelo que representa. O que significaria para as economias modernas ficarem sem petróleo por exemplo, mesmo que ele represente hoje apenas 2% dos custos de produção? (essa é a pergunta que os Estados Unidos estão se fazendo, figura E10). Portanto, commodities enfrentam sim restrição de oferta, dado o elevado patamar de demanda atual (e futuro) e isso serve para lembrar que nem toda alta dos preços de commodities será sempre positiva, como tem sido até agora.

Figura E10



## Cenário Doméstico

### Cenário de inflação e juros no Brasil

O choque inflacionário de alimentos no segundo semestre de 2007 trouxe um alerta importante. Primeiro, porque esse choque aconteceu junto com um crescimento robusto da demanda, acima do crescimento da produção, cujo impacto na inflação vinha sendo atenuado pelas importações aceleradas (que contribui para ampliar a oferta) e pela apreciação do câmbio.

Apesar das importações e do câmbio, as estatísticas que medem o grau de ociosidade da economia – e por tabela os riscos inflacionários futuros do crescimento – apresentaram forte elevação, indicando que o equilíbrio entre oferta e demanda tornou-se no final do ano passado bem apertado.

Portanto, dois fatores juntos – choque de alimentos e pressão de demanda – contribuíram para tornar o banco central mais cauteloso e trouxe um discurso que alerta para um provável aumento de juros, o que à luz desses fatos, não poderia ser surpresa para ninguém. Olhando para frente, precisamos observar o comportamento de vários itens:

1) hiato de produto e utilização da capacidade: há duas formas dessas variáveis ficarem mais leves: acomodação de demanda (seja por conta própria ou por aumento de juros) e ou maturação de investimentos. O fato dos investimentos estarem acelerados – ampliando capacidade produtiva - criou a expectativa de alívio na utilização, mas isso não se confirmou e essas estatísticas continuaram subindo. Já a demanda, está cada vez mais evidente que não vai se acomodar por conta própria num ritmo abaixo do crescimento da produção. O risco aqui continua presente: falta de capacidade ociosa na economia, trazendo com isso pressões inflacionárias latentes.

2) alimentos e commodities: a queda do preço dos alimentos no início de 2008 está muito em cima de itens não comercializáveis, mas não mudou de forma alguma os problemas estruturais de demanda e oferta mundial não só em commodities agrícolas, como em commodities de uma forma geral. Existem várias evidências mostrando que para várias commodities, a alta não se trata apenas uma questão de elevada demanda, mas de restrições de oferta: falta de água e de energia em vários lugares; perda de terra agricultável para desertificação, erosão e compactação em países importantes; redução dos níveis dos aquíferos e recursos de água sem taxa de reposição; pressão produtiva dos biocombustíveis; aumento do consumo per capita de carne e leite que reduz para um décimo a oferta de alimentos para consumo humano, pois 7/8 dos grãos produzidos são destinados aos rebanhos; redução drástica de estoques de grãos; desmantelamento de fábricas de mineração, papel e celulose e outros na China por causa do excesso dos poluentes para se obter um céu azul pelo menos durante as Olimpíadas; ausência

de descobertas de novas reservas de minérios e petróleo e dificuldade de colocar as novas em operação rapidamente, entre outros (ver análise sobre commodities na parte do cenário externo).

Apesar dessas preocupações, ainda não se justifica uma elevação de juros e esperamos manutenção das taxas nessa reunião do COPOM de 5 de março. Apesar disso, o banco central deve mostrar um discurso mais austero, pois existe um risco não desprezível de elevação de juros ainda no primeiro semestre de 2008, em função dos itens analisados acima. No que se refere ao impacto da demanda, a política monetária precisa ser preventiva, uma vez que qualquer decisão de juros só impacta a economia com nove meses de defasagem. Isso pode causar alguma surpresa, posto que em geral, o pico da inflação não coincide com o início de aumento de juros, em outras palavras, o sucesso da política monetária é impedir que a inflação suba, mas não agora e sim no futuro dentro da defasagem do efeito de juros sobre a demanda e desta sobre a inflação.

### **Aceleração dos investimentos versus inflação**

O efeito acelerador é algo muito comum de ser observado: se a empresa vê sua capacidade instalada se esgotando, amplia investimentos, então não seria de se esperar outra coisa senão uma correlação forte entre elevada utilização de capacidade instalada e aceleração dos investimentos (ou formação bruta de capital). No entanto, isso não elimina a pergunta original: precisamos saber se a maturação desses investimentos e a ampliação da capacidade produtiva é suficiente para atender o crescimento da demanda que vem sendo observado, além, é claro, de tentar prever qual vai ser esse crescimento de demanda nos próximos meses.

Portanto, essa dúvida persiste mesmo a luz desse processo de forte aceleração dos investimentos. Tanto que a má notícia é que apesar da aceleração dos investimentos, as medidas de capacidade ociosa da economia (UCI e hiato) continuaram ruins. Ou seja, a demanda pode até se acomodar por vontade própria (sem aumento de juros), mas ninguém sabe ainda se ela vai se acomodar num patamar compatível com o crescimento do PIB potencial. Até agora não há evidências disso, daí a preocupação com o processo inflacionário, pois já faz bastante tempo que a demanda vem crescendo alguns pontos percentuais acima de qualquer uma das medidas de crescimento do PIB potencial.

Para piorar, o governo adota medidas cambiais voltadas para evitar o derretimento do câmbio, quando na verdade com elevada absorção interna e superávit em contas correntes, seria de se admirar que o câmbio não apreciasse para aumentar nosso acesso à poupança externa como uma forma de financiar esses gastos elevados. A tentativa de deter a apreciação cambial só torna o equilíbrio entre inflação e juros pior e não melhor e nenhuma medida poderia ser mais contrária aos objetivos da política monetária do que essas, no entanto, a boa notícia é que essas medidas serão ineficazes. Ao invés de medidas inócuas e contraditórias, o ideal seria adotar uma política fiscal anti-cíclica, cortando a expansão dos gastos nos momentos de bonança para fazer um colchão para um eventual período de vacas magras. O governo elevou os gastos já por um bom tempo acima do crescimento do PIB e, mesmo sendo parte do problema, reclama do câmbio. Quando vier vacas magras, a política fiscal fica fora do rol de opções para amortecer a economia. Mais uma lição que falta aprendermos sobre nosso atual conjunto de políticas econômicas.

## **Mudança da defasagem de política monetária**

Até 2001 a defasagem estimada da política monetária estimada pelo Banco Central era de:

- 1) juros sobre a atividade - de 1 a 2 trimestres, dependendo do canal, sendo o mais rápido o de expectativas e crédito.
- 2) atividade sobre a inflação - de 1 a 2 trimestres a partir do impacto na atividade.

Estimativa total da defasagem era portanto de 3 a 4 trimestres. Falavam muito na época de 6 a 9 meses, lembrando que a distribuição do impacto não é linear e que alguns canais de transmissão recebiam impactos mais imediatos.

Com a economia mais estável e portanto mais previsível, deve ter havido um alongamento do prazo das decisões de consumo e investimentos. Os Estados Unidos e as economias mais maduras que a nossa, com certeza possuem defasagens mais longas (segundo estudos do FED, a defasagem total é de 8 trimestres ou dois anos).

Não há um estudo novo para re-estimação das defasagens de política monetária no Brasil, mas elas podem ter subido para algum patamar diferente dos estimados em 2001, mesmo assim não deve ter atingido um número semelhante ao dos Estados Unidos (2 anos). Mesmo na ausência de estudos, sabemos que quanto maior a defasagem, maior a anterioridade e a agressividade do BC. Portanto, o aumento das defasagens de política monetária no Brasil em relação àquelas que eram conhecidas em 2001 irão produzir uma reação do BC diferente do que foi em 2004, no seu último ciclo de aperto monetário. Adicionalmente, naquele tempo haviam 12 reuniões de política monetária por ano e agora só temos 8. Portanto, é difícil um ciclo de aperto monetário inferior a 200 pontos base e que seja muito gradual.

Henrique Meirelles está no Banco Central desde janeiro de 2003. Na sua gestão ele iniciou quatro ciclos de juros, dois de alta e dois de baixa:

- 1) janeiro de 2003, alta dos juros, começou com 0,50
- 2) junho de 2003, baixa dos juros, começou com 0,50
- 3) setembro de 2004, alta dos juros, começou com 0,25
- 4) setembro de 2005, baixa dos juros, começou com 0,25

Todos os inícios de ciclos (de alta e de baixa) na gestão Meirelles ocorreram em anos nos quais estavam programadas 12 reuniões. Somente a partir de 2006 (quando já estava em curso um ciclo de redução que durou dois anos até setembro de 2007) é que foram programadas oito reuniões por ano. Na primeira das oito reuniões do ano de 2006, quando se inaugurou esse novo sistema, o BC acelerou o ritmo de queda de 0,50pp para 0,75 pp. Portanto, é menos provável que, se necessário, ele inicie um ciclo de alta de juros com apenas 0.25 pp.

## **Porque a taxa de desemprego é tão elevada no Brasil?**

A taxa de desemprego média foi de 8,8% em 2007 no Brasil (figura 1). Este valor é o menor desde 2002, quando a atual série foi desenvolvida pelo IBGE. Apesar de ser o menor valor em cinco anos, a taxa ainda é bem maior que a média de outros países. Várias explicações podem ser apontadas, entre elas o baixo crescimento econômico dos últimos anos e a elevada carga tributária sobre a folha de pagamentos. Outra possibilidade seria a existência de diferenças metodológicas na definição de desemprego: a adoção de padrões mais rígidos na definição de desemprego poderia fazer com que a taxa brasileira fosse maior que em outros países (figura 2).

Figura 1

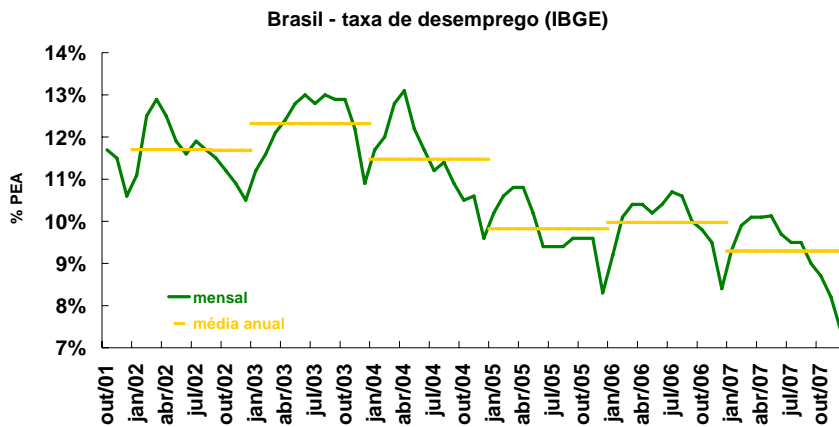


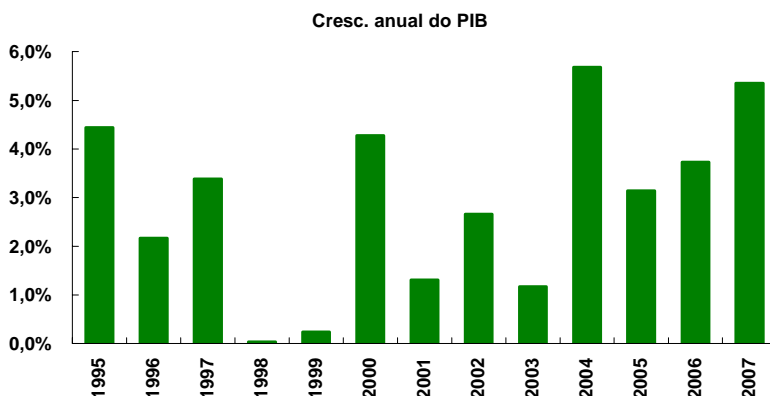
Figura 2 – taxas de desemprego

	1990	1995	2000	2005
<b>Brasil</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,6%</b>	<b>7,1%</b>	<b>10,2%</b>
Mundo	n.d.	6,0%	6,3%	6,3%
Desenvolvidos	n.d.	7,8%	6,7%	6,7%
América Latina	6,9%	8,3%	9,7%	8,4%

Fonte: International Labor Organization (ILO)

O baixo crescimento econômico dos últimos anos, principalmente no período 1998 a 2002, explica uma parte da elevação da taxa de desemprego no Brasil. Como pode ser visto na figura 3, o Brasil apresentou taxas baixas de crescimento entre o final da década de 90 e início deste século. As causas deste baixo crescimento são conhecidas: baixo crescimento mundial devido à diversas crises (Ásia, Rússia, Brasil, Argentina e Turquia são os casos mais conhecidos), juros elevados (também em função das crises), falta de previsibilidade na economia (baixos investimentos), etc.

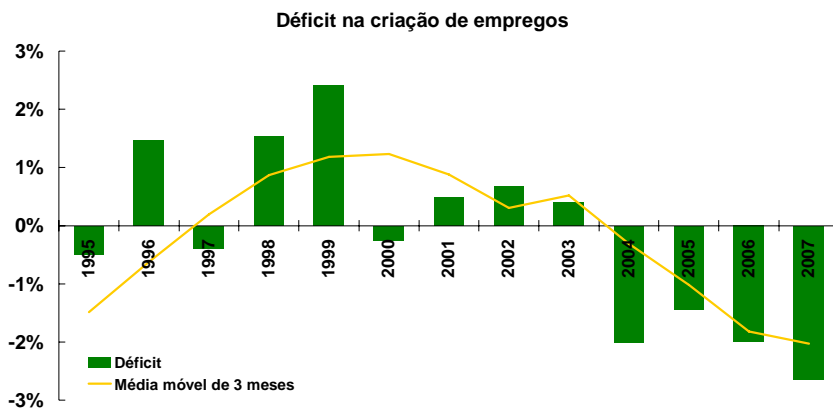
Figura 3



Estimando correlações simples entre o crescimento econômico e a criação de emprego chegamos a uma correlação entre 0,6 e 0,7. Utilizando este coeficiente e o crescimento econômico desde 1995, podemos estimar qual foi o crescimento na população ocupada explicada pelo crescimento econômico. A seguir, podemos comparar este dado com o crescimento da população economicamente ativa (PEA). Nos anos onde o crescimento econômico não é suficiente para gerar postos na mesma proporção do aumento da PEA, a taxa de desemprego aumenta. A figura 4 apresenta a evolução desta variável, que vamos chamar

de “déficit de criação de empregos”. Como pode ser visto, o déficit ocorreu em boa parte do período 1997 a 2003. A partir daí, o crescimento foi mais que suficiente para manter a taxa de desemprego inalterada.

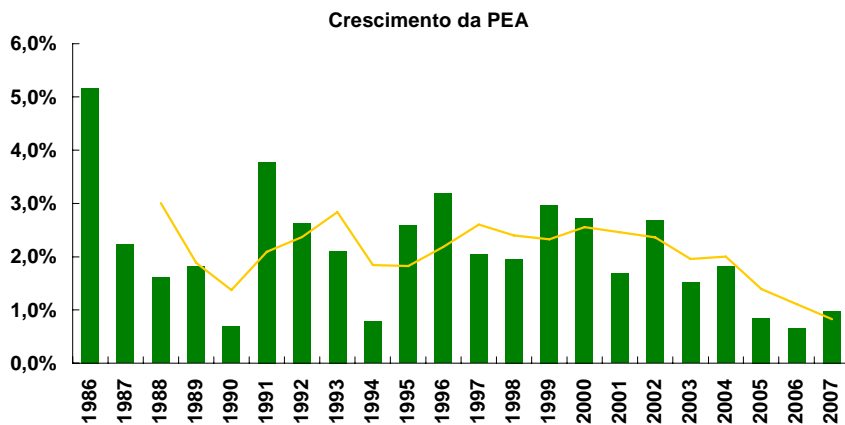
Figura 4



\*Valores negativos representam superávit.

Outro ponto que merece destaque é o crescimento da PEA. Em geral, a PEA cresce a taxas próximas a taxa de crescimento populacional entre 15 e 20 anos atrás. Se tivéssemos taxas elevadas de crescimento populacional há 15 ou 20 anos teríamos taxas elevadas de crescimento da PEA atualmente. Outro fator importante para a dinâmica da PEA é o envelhecimento da população, que tende a manter as pessoas no mercado de trabalho por mais tempo.

Figura 5

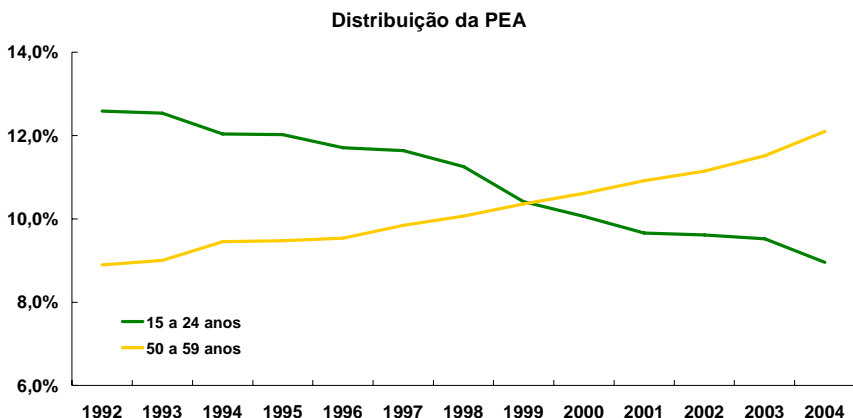


Como pode ser visto na figura 5, o crescimento da PEA está diminuindo. Isto é reflexo do menor crescimento populacional verificado a partir da década de 90. As taxas de crescimento populacional diminuíram de aproximadamente 2,2% na década de 80 para 1,6% na década de 90. As taxas de natalidade também diminuíram: de cerca de 31 nascimentos por mil habitantes na década de oitenta para aproximadamente 23 na década de noventa e aproximadamente 20 nos últimos anos. Isto o crescimento maior da PEA no final da década de 90 e início deste século e também sua tendência de redução ao longo dos últimos cinco anos.

Outro fator que contribuiu para o crescimento da PEA no final da década de 90 foi endurecimento das exigências mínimas para aposentadoria, que fez com que as pessoas ficassem por mais tempo no mercado de trabalho, contribuindo para aumentar o crescimento da PEA.

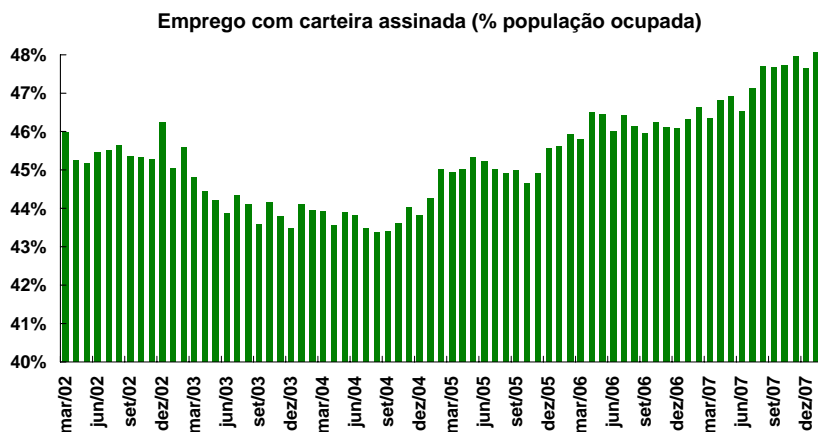
Estes dois movimentos podem ser vistos na figura 6: a participação dos jovens (até 24 anos) no mercado de trabalho está diminuindo, enquanto a participação dos mais velhos (acima de 50 anos) está aumentando. Nos últimos anos o primeiro fator foi mais importante na dinâmica da PEA: o baixo crescimento populacional está fazendo com que o crescimento da PEA seja baixo. Acreditamos que isto deve se manter nos próximos anos, ou seja, a PEA deve crescer a taxas mais baixas que as observadas na década de 90 e início desta década.

Figura 6



Como mencionado no início do texto, uma possibilidade para a maior taxa de desemprego no Brasil pode estar relacionada à metodologia adotada pelo IBGE. Um problema normalmente encontrado no Brasil é o emprego informal: como a carga tributária é elevada e os benefícios exigidos pela legislação são bastante onerosos, há um elevado contingente de trabalhadores empregados informalmente. Contudo, isto não é o maior diferencial das estatísticas de desemprego brasileiras: o IBGE considera os trabalhadores informais como empregados.

Figura 7

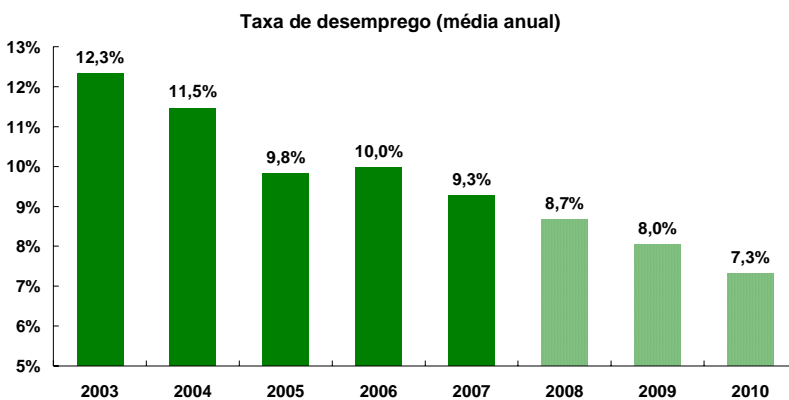


O elevado grau de informalidade no mercado de trabalho sugere que as exigências legais para contratação de funcionário são elevadas no Brasil. A proposta de reforma tributária apresentada pelo governo no início deste ano tenta diminuir os entraves à criação de empregos formais ao diminuir parte da tributação incidente sobre a folha de pagamento das empresas. Segundo FMI, boa parte do aumento do emprego na Europa a partir de meados da década de 90 foi devido à redução da carga tributária sobre a folha de pagamentos e devido à maior flexibilização das leis trabalhistas. Neste caso, o maior exemplo é a maior liberdade de negociação das condições de trabalho, principalmente trabalhos temporários e em período parcial. O governo brasileiro pretende dar um passo nesta direção ao reduzir os encargos trabalhistas, mas a questão da flexibilização das leis trabalhistas ainda está longe de ocorrer.

De forma geral podemos dizer que o aumento do desemprego na década de 90 e início da década atual decorreram do baixo crescimento econômico e do crescimento relativamente alto da população economicamente ativa. Pelas mesmas razões, acreditamos que a taxa de desemprego deve continuar em queda nos próximos anos: o crescimento econômico deverá ser maior na década atual que na anterior e o crescimento da PEA deve se estabilizar nos atuais patamares (abaixo da média da década de 90). As diferenças metodológicas explicam parte da diferença entre o Brasil e o resto do mundo, mas não tudo. Como pode ser visto na figura 1, a taxa de desemprego no Brasil medida pela Organização Internacional do Trabalho (OIT) aumentou na década de 90 mais que o aumento observado em outros países. Além disso, a taxa de desemprego no Brasil era menor que a média mundial nos anos noventa, passando a ser maior nos últimos anos. Como os dados foram compilados pela mesma instituição, as diferenças metodológicas são pequenas. Alguma diferença ainda pode existir devido à falta de alguns dados.

Como já mencionado, boa parte da elevação do desemprego se deveu à baixa criação de vagas a partir do final dos anos 90, situação que está sendo revertida nos últimos anos. O crescimento da PEA também diminuiu e não deve voltar para as taxas observadas no final da década de noventa no curto prazo. Considerando estes fatores, estimamos qual poderia ser a taxa de desemprego no Brasil nos próximos três anos supondo crescimento do PIB ao redor de 4,5% e crescimento da PEA em torno de 2%. A elasticidade do emprego ao PIB foi “conservadoramente” estipulada em 0,5 (um pouco menor que o estimado para os últimos vinte anos, como mencionado na página 2). Considerando estas hipóteses, a taxa de desemprego no Brasil poderia diminuir para 7,3% em 2010, valor mais próximo à média mundial (esta projeção é baseada nos dados do IBGE, logo não é diretamente comparável aos valores informados na fig. 1).

Figura 8



## Renda Fixa

Os juros realmente ficaram sem oscilação definida em fevereiro, apesar da melhora dos índices de inflação e da ausência de reunião de política monetária. No entanto, isso já estava no preço. Os riscos de inflação continuam presentes e existe ainda um risco não desprezível de uma alta de juros em 2008. Os dados de emprego, utilização da capacidade, produção industrial e varejo tornam-se tão importantes quanto os de inflação, para determinar o aumento e a diminuição desse risco e precisam ser monitorados atentamente. Por enquanto, as chances deles melhorarem são pequenas, por causa da economia aquecida. Adicionalmente, os choques de preços de commodities não estão amenizando. Somado a isso, os problemas do cenário externo podem induzir um movimento adverso do câmbio, que juntamente com a alta das commodities colocaria pressões adicionais sobre a inflação. O mercado deve ser bem volátil.

A piora da situação dos Estados Unidos com depreciação forte do dólar, a alta das commodities, a perspectiva favorável de crescimento da economia trazendo investimentos do exterior para o país acabaram provocando uma apreciação do Real. Com a percepção de risco aumentando com crises do cenário externo, as moedas de risco como Real depreciam, mas apenas momentaneamente, dada as boas condições da economia. Portanto, é provável que esse movimento de depreciação não se sustente e seja uma boa oportunidade de aposta. Pressão cambial somente com uma mudança radical do cenário externo com quedas maiores do crescimento do mundo ou uma recessão mundial, que ainda é bem improvável.

## Renda Variável

A bolsa teve um comportamento brilhante no mês de fevereiro, basicamente por conta da alta do preço das commodities, o que levou a uma mudança no entendimento do cenário externo importante. A alta de commodities está relacionada com restrições de oferta em vários segmentos (não é só demanda) e a queda esperada de crescimento na demanda da China e do mundo é pequena demais para contrabalançar essas restrições de oferta. Com isso, como grande parte do Bovespa é ligado a commodities (quase metade), apesar da crise externa, existe uma chance dos mercados continuarem mostrando ganhos. O maior risco seria a sensação de uma economia mundial desaquecendo muito mais do que o previsto ou surpresas negativas e mal entendidas sobre a crise financeira e de crédito.

---

As informações contidas neste documento são publicadas apenas para auxiliar os usuários, podem não ser adequadas aos objetivos de investimentos específicos, situação financeira ou necessidades individuais dos receptores e não devem ser considerados em substituição a um julgamento próprio e independente do investidor. Por ter sido baseado em informações tidas como confiáveis e de boa fé, não há nenhuma garantia de serem precisas, completas, imparciais ou corretas. As opiniões, projeções, suposições, estimativas, avaliações e eventuais preço (s) alvo(s) contidos no presente material referem-se a data indicada e estão sujeitos a alterações a qualquer tempo sem aviso prévio. Este documento não é, e não deve ser interpretado como, uma oferta de venda ou solicitação de uma oferta de compra de qualquer título ou valor mobiliário. Nem o ABN AMRO e nem qualquer sociedade por ele controlada ou a ele coligada podem estar sujeitos a qualquer dano direto, indireto, especial, secundário, significativo, punitivo ou exemplar, incluindo prejuízos provenientes de qualquer maneira, da informação contida neste material. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem a expressa autorização prévia do ABN AMRO.

Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação de performance de fundos de investimentos é recomendada uma análise de 12 meses, no mínimo. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor antes de aplicar seus recursos.

Este material foi elaborado em nome do ABN AMRO ASSET MANAGEMENT, e de suas sociedades controlada no Brasil, para uso exclusivo no Mercado Brasileiro, sendo destinado a pessoas físicas e jurídicas residentes no País, e está sujeito à s regras e supervisão da Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil.