

Novembro 2004
Brasil
Indicadores Outubro
Ibovespa médio
23.015
- 1,22% no mês
+ 3,52% no ano
IBX médio
6.834
+ 1,77% no mês
+ 13,48% no ano
S&P 500
1.130
+ 1,40% no mês
+ 1,64% no ano
CDI
+ 1,21% no mês
+ 13,07% no ano
Dólar
- 0,07% no mês
- 1,13% no ano
Paulo Werneck
Chief Investment Officer
Hugo Penteadou
Eduardo Yuki
Economics and Strategy
Pedro Villani
Bruno Erbiste
Socially Resp. Investment
Gilberto Nagai
Noriko Yokota
Eduardo Mendonça
Sandra Petrovsky
Equity Portfolio Manager
Gláucia Quinto
Cláudia Abate
Danilo Pereira
Ricardo Maeji
Equity Research
Eduardo Castro
Damont Carvalho
Gustavo Coelho
Jose Malavasi
Ricardo Rossi
Sidney Uejima
Fixed Income P. Manager
Sales Team
55 11 3174 9444
Third Parties
55 11 3174 7898
ECONOMIA SOCIOAMBIENTAL
A LOCOMOTIVA DO MUNDO: O MEIO AMBIENTE

O ano 2000 registrou a maior desaceleração global dos últimos 30 anos e, de forma inédita, abrangendo todos os países e regiões. Essa desaceleração global não chegou a produzir uma recessão, mas, mesmo assim, fez um bom estrago nos mercados financeiros. Desde os anos 1945-1947 não se observava uma queda por três anos consecutivos nos mercados acionários globais (Figura 1). O efeito dessa falha de crescimento nos mercados acionários pode ser entendido a partir de uma das nossas maiores obsessões: o crescimento econômico potencial. Os analistas já embutiram nos preços de todos os ativos financeiros o crescimento potencial ilimitado das economias, apesar de esse crescimento vir se processando sobre o ambiente circular e finito da Terra. Para que haja uma crise financeira hoje, não precisamos de recessões como a 1929 ou de guerras - basta que cresçamos abaixo do potencial. Assim, o cenário externo continua sendo um importante foco de preocupação não só para os mercados financeiros, mas também para o dia-a-dia da economia brasileira, ambos estreitamente relacionados. Em geral, o cenário global não afeta só o mercado acionário, mas as taxas de risco país e de câmbio, os juros futuros, a inflação e a política monetária e impossibilita nossa maior obsessão: um forte crescimento do PIB.

Figura 1

Crescimento do PIB	Pesos	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E
								set 04	set 04
EUA	34%	4,3	4,2	3,7	0,8	1,9	3,0	4,2	3,6
Eurolândia	27%	2,8	2,8	3,5	1,3	0,8	0,5	1,9	2,1
Reino Unido	6%	5,9	2,8	3,8	2,1	1,6	2,2	3,5	2,6
Japão	13%	(1,1)	0,9	2,8	0,4	(0,3)	2,5	4,2	1,9
Ásia Emergente	10%	(2,0)	7,5	7,4	4,5	6,5	6,8	7,2	6,4
EEMEA (**)	5%	(0,5)	2,4	2,5	1,3	3,2	4,8	5,5	4,9
América Latina	5%	1,0	0,3	3,7	0,1	0,1	1,2	4,4	3,7
Economia Global	100%	2,3	3,3	3,8	1,3	1,7	2,6	3,9	3,3
Mercados Financeiros Globais		17,9	27,7	(10,8)	(16,7)	(20,0)	33,0	3,5	

Fonte: ABN Amro Asset Management na Holanda

(**) Europa do Leste, Oriente Médio, e África.

Células cinzas são números observados. As demais (E) são estimativas.

Do episódio do período 2000-2002, ficam duas perguntas: 1) esse fenômeno pode se repetir? 2) quanto menos vulnerável estará o Brasil, nesse caso? A resposta para a primeira pergunta é, infelizmente, sim, pois vem se acumulando uma gama de problemas gigantescos em escala global. Nesse mar de preocupações, falta incluir os fracassos de demanda originários da falta de empregos no mundo todo, pois a tecnologia pesada mobilizada no esteio da globalização é inacessível e inumana. E tecnologia não faz compras nem gera empregos - a armadilha está se voltando contra todos. Falta considerar também o risco de falência dos setores de seguros, saúde e previdência. Os sinistros vêm crescendo mais depressa que o PIB, em função dos desastres climáticos e do aumento da ocupação populacional em locais sujeitos a inundações e maremotos. No passado, as populações "escapavam" para a Austrália ou para as Américas - hoje não têm mais para onde ir. O território terrestre é constante, mas são-lhe acrescidas 200 mil pessoas todos dias, já descontados os mortos. A população ainda cresce em grande ritmo absoluto, mas menos veloz, envelhecendo na margem e aumentando o risco de falência dos sistemas previdenciários de repartição simples. Esse tipo de regime considerou a hipótese - irreal - de que a população humana poderia aumentar indefinidamente, desconsiderando que o tamanho do planeta será sempre o mesmo. O único regime a salvo é o de capitalização, por meio do qual se obtém equilíbrio financeiro dentro do ciclo da vida de cada poupador, sem criar

relações de dependência com gerações futuras, que vêm sendo cada vez mais dilapidadas por essa distorção.

Ao lado dessas evidências constrangedoras, o senso comum costuma repetir que a melhora das condições de financiamento brasileiras, com base na expansão das exportações, no crescimento do PIB e das contas públicas e em outras variáveis, “imunizaram” o Brasil. A tendência das variáveis econômicas ditadas pelo passado mostra-se dificilmente crível no futuro. Somos incapazes de prever o futuro e, mesmo que o fôssemos, os países essencialmente exportadores não passaram incólumes pelas crises dos anos 1990. Exportar não é, em absoluto, garantia de imunidade frente às crises, além de produzir um enorme passivo socioambiental. A contrapartida das nossas exportações é a importação de desequilíbrios ambientais dos países ricos ou da China para dentro do Brasil, e tudo isso sem cobrar nada, pois nosso sistema de preços não reconhece esses passivos.

Precisamos reavaliar os resultados socioambientais do crescimento do PIB e das exportações, e isso não é tarefa para ecologistas. Na verdade, é um assunto eminentemente econômico. A teoria econômica tem três mitos falsos, unanimemente aceitos: 1) o sistema econômico é neutro para o meio ambiente, 2) o meio ambiente é inesgotável, e 3) todas as benesses sociais dependem do crescimento econômico. Será que esses mitos sobreviveriam a uma simples observação da realidade? Lançamos aqui um desafio - não aos ecologistas, mas aos economistas. Para desalento geral, Washington Novaes mostra que o nível de emprego no México caiu depois do Nafta e que a dilapidação ambiental foi aguda. Se as exportações e os acordos de livre comércio e crescimento do PIB não garantem resultados socioambientais satisfatórios, voltando todo esse passivo para as mãos das empresas e dos governos, por que insistimos nessa mesma trilha batida, sem qualquer avaliação crítica?

Talvez a resposta esteja em nosso sistema de valores, impresso na economia tradicional, para a qual uma árvore só tem valor quando derrubada, os campos naturais, quando transformados em monoculturas ou pastagens, as pessoas, quando têm renda, CPF e carnês. Enfim, para os economistas, os animais só têm valor quando são rebanhos para abatedouros, troféus de caça ou casacos de pele. As letras, o saber, as artes e a cultura não têm valor algum se não forem formas de demanda efetiva. Os mares, as montanhas, a atmosfera e a biologia não têm valor porque não podem fazer parte do nosso cartão de crédito. A medicina preventiva não entra no PIB. Tudo aquilo que não tem valor em nosso sistema merece e está sendo destruído. Como as pessoas têm cada vez menos renda sob essa tecnologia inacessível e inumana, elas também estão sendo destruídas. Essa máquina voraz que suga a natureza e a humanidade não descansa um segundo sequer. Paradoxalmente, o progresso atingido hoje depende de uma profunda revisão desse sistema de idéias e valores, atualmente sem nenhuma sustentabilidade. O maior risco dos mercados financeiros está na falha de crescimento das economias globais. Nossa desatenção com questões sociais, ambientais e demográficas deixa bem claro - para desespero de todos e dos governos - que uma nova crise financeira global vai voltar a acontecer. A pergunta é se nessa nova crise a proposta de solução para esse problema continuará sendo a reativação do crescimento econômico e das exportações ou o redimensionamento dos nossos valores. E isso precisa ser feito logo, porque, no longo prazo, não estaremos todos mortos, como disse Keynes. Ele se esqueceu de que, como espécie animal, somos praticamente imortais e vamos precisar de solo fértil, atmosfera e água para viver, e não de lucros econômicos extremamente mal-mensurados.

Indicadores Macroeconômicos e Projeções (*)

Última atualização 12/11/04	Projeções			
	2002	2003	2004	2005
PIB Crescimento Real (%)	1,9	(0,2)	5,1	3,0
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	12,5	9,3	7,2	5,6
Inflação (IGPM/FGV) (%)	25,3	8,7	13,0	6,0
Taxa de Câmbio Média (R\$/US\$)	2,93	3,07	2,93	2,96
Taxa de Câmbio Final (R\$/US\$)	3,53	2,89	2,90	3,05
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	(7,7)	2,0	10,5	2,0
Saldo Comercial (US\$ bi)	13,1	24,8	33,0	26,0
Taxa de Juro Nominal Final do ano (Selic)	25,0	16,5	17,8	16,5
Taxa de Juro Nominal Média	19,2	23,2	16,2	17,9
Taxa de Juro Real (deflacionado pelo IPCA)	5,9	12,8	8,3	11,6
Dívida Pública (% do PIB)	55,5	58,2	55,5	55,7
Resultado Nominal do Setor Público (% do PIB)	10,3	3,7	2,4	2,7
Resultado Primário do Setor Público (% do PIB)	(3,9)	(4,37)	(4,50)	(4,50)

(*) As áreas sombreadas são projeções.

CENÁRIO EXTERNO

A “NOVA” LOCOMOTIVA DO MUNDO: CHINA

O cenário externo tem sido marcado por uma série de dados controvertidos, que mudam seguida e rapidamente os humores. Observamos a queda dos treasuries, do dólar norte-americano e do preço do petróleo e robustez da atividade econômica mundial, impulsionada por expectativas mais otimistas da China e dos Estados Unidos. O relatório de emprego norte-americano trouxe uma pujante criação de postos, e redobram as apostas na reigitação da economia mundial e de uma muito tênue desaceleração futura. A China é hoje uma economia muito importante no cenário global, e seu peso não pode ser mistificado por seu PIB a valor de mercado, pois, descontado o efeito de sua moeda extremamente desvalorizada, esse PIB é quase tão grande quanto o da Eurolândia. Somado a seu polpudo crescimento, isso mostra sua significativa relevância para o ciclo mundial (Figura 2). Projeta-se uma baixa desaceleração da China no futuro, apesar do processo tímido de elevação de juros para reverter suas taxas reais negativas e para compensar a alta das taxas nos Estados Unidos.

Figura 2

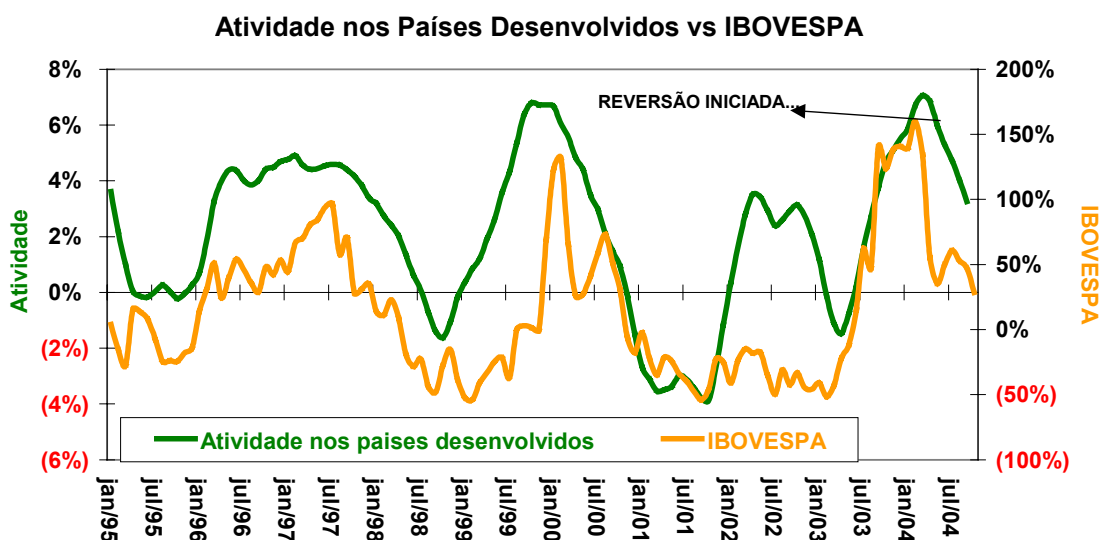
2004	NAFTA	EURO	MERCOSUL	ÁSIA (-) China	CHINA	Outros
PIB a Valor de Mercado	12.825	8.678	658	8.567	1.460	5.338
PIB pela PPP	13.299	8.140	1.921	7.743	7.232	1.666

Essas variáveis são temas centrais do cenário global, e trazem muita incerteza e volatilidade aos mercados. Em primeiro lugar, o mercado está com um cenário otimista e, a despeito disso, esse cenário não é favorável para o mercado acionário brasileiro. O mercado internacional relaciona a queda dos treasuries a um aperto monetário norte-americano mais forte. Este, por sua vez, foi impulsionado pelo relatório de emprego divulgado no início de novembro. A queda do preço do petróleo e sinais de uma economia norte-americana forte tranquilizaram os mercados internacionais, mas, considerando o processo de

alocação global, isso claramente beneficiou Ásia e México em detrimento do Brasil. Embora grande exportador de petróleo, o México está muito vinculado à economia norte-americana. A Ásia, por ser uma plataforma exportadora (50% do PIB asiático são exportações) e por ser importadora líquida de petróleo, acabou se beneficiando bastante dos sinais dados pelos treasuries (economias norte-americana e mundial fortes) e pela queda do petróleo. O Brasil, por sua vez, sofreu com a queda dos treasuries, ou elevação da sua taxa de rendimento. O mercado internacional enfatiza questões que provavelmente não refletem a situação futura da economia mundial. Algumas das que vêm sendo ignoradas podem mudar essa situação, mas, se as decisões de alocação global não favorecem o Brasil neste momento de otimismo e de alta de todos os mercados, as questões desconsideradas pelo mercado tampouco devem fazê-lo. Variáveis como ciclo econômico mundial e, a despeito da queda do preço do petróleo, redimensionamento do impacto dos altos preços do petróleo mundial, podem provocar um movimento de realização, principalmente dos mercados emergentes. Nesse caso, o Brasil também será prejudicado e, embora possa ser menos afetado que os demais países, do ponto de vista do investidor local, isso pode significar perdas eventuais ou potencial de ganho limitado.

O ciclo econômico mundial mostra uma desaceleração mais forte, confirmada pelos indicadores antecedentes da OCDE (Figura 3). Em geral, num processo de desaceleração como esse, há uma migração de investimentos globais para países maduros em detrimento dos emergentes, e o grau de aversão ao risco global tende a subir, impactando negativamente a taxa de risco Brasil. O alto preço do petróleo entra na equação reduzindo as perspectivas de crescimento mundial, uma vez que as projeções para 2005 embutiram um preço médio de petróleo de \$ 37,25 (WTI-Texas). Isso requer uma queda bem mais pronunciada do que a observada nos últimos dias e, apesar da queda, há três meses consecutivos as projeções do crescimento dos Estados Unidos têm sido revistas para baixo.

Figura 3



Assim, riscos do preço do petróleo - ainda em patamares incompatíveis com as projeções de crescimento, podendo suscitar revisões para baixo, além do início de uma desaceleração global causada particularmente pelo fim dos estímulos fiscais e monetários dos Estados Unidos e pelo esgotamento da expansão desenfreada da China - trazem como consequência um cenário pouco auspicioso para ações dos mercados emergentes, onde se inclui o Brasil.

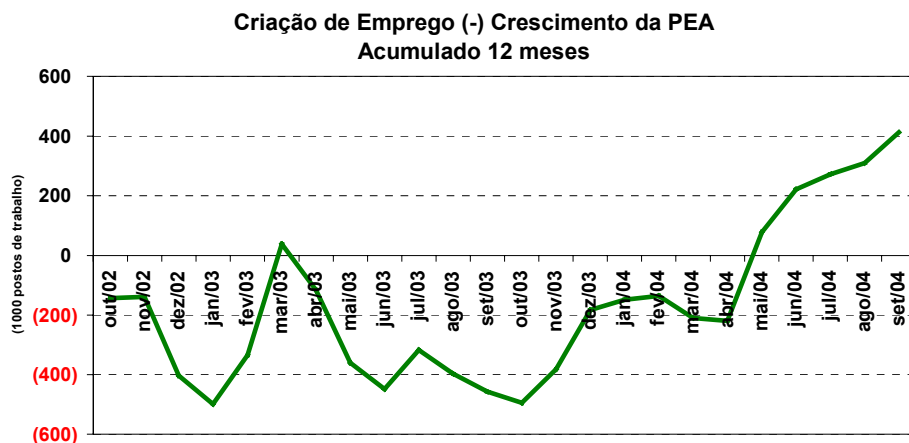
BRASIL

A NOVA LOCOMOTIVA DA ECONOMIA: EMPREGO

O aquecimento do mercado de trabalho brasileiro é o sinal mais claro de que o nível da atividade econômica ainda está forte e que não deverá apresentar recuo nos próximos meses. A forte criação de empregos (contabilizada pela diferença entre a criação de empregos e o crescimento da população economicamente ativa) e a queda da taxa de desemprego em setembro indicam que a economia já está na segunda fase do crescimento.

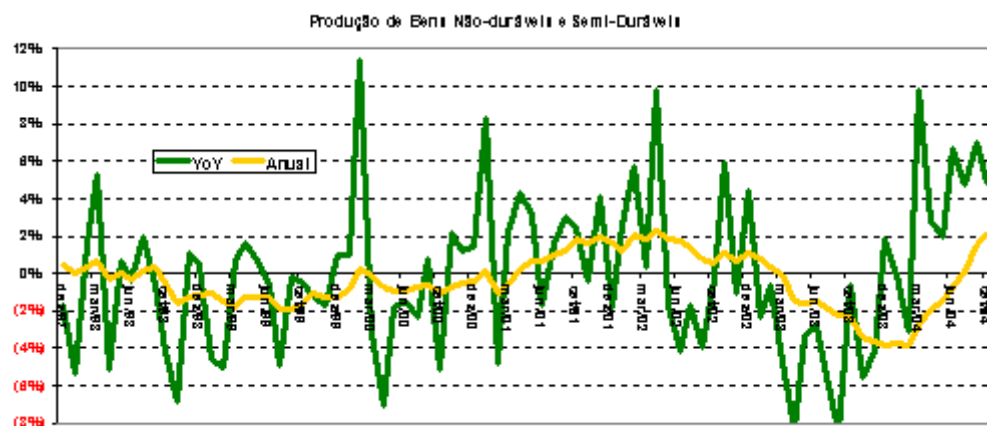
Nos últimos relatórios, descrevemos a dinâmica do crescimento econômico em duas fases. A primeira foi impulsionada pela forte demanda externa e pela redução da taxa de juros, em que os setores exportador e de bens de consumo duráveis foram os mais beneficiados. Essa retomada da produção tem propiciado o aumento da criação de empregos a partir do segundo semestre deste ano (Figura 4) e, conseqüentemente, a expansão da massa salarial.

Figura 4



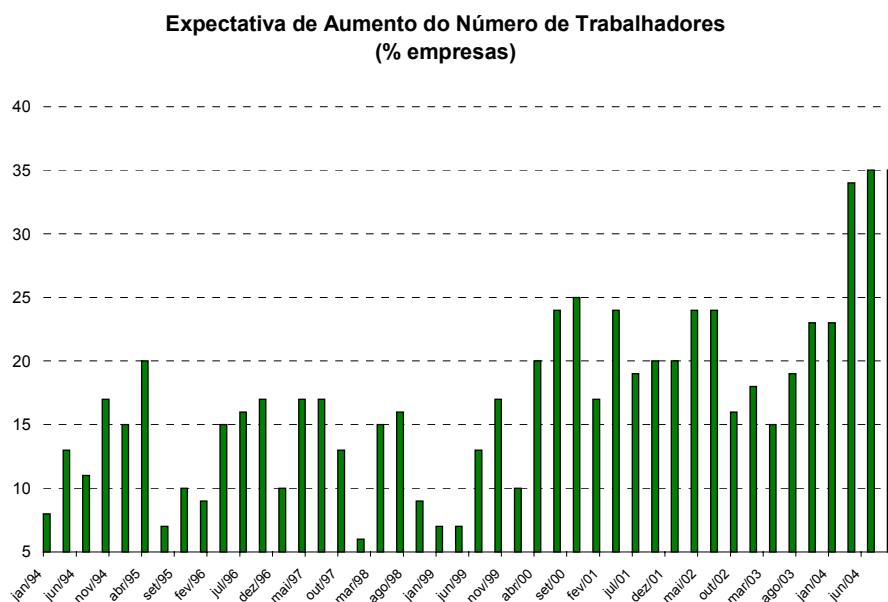
Com a massa salarial em expansão, impulsiona-se a demanda por bens semi e não-duráveis como vestuário e alimentação. Nesta segunda fase, o crescimento econômico passa a depender cada vez mais do mercado de trabalho e da demanda interna do que dos fatores que deram o impulso econômico inicial. A percepção clara de que o crescimento do setor de bens de consumo semi e não-duráveis já vem ocorrendo na margem é ilustrada pela Figura 5 e deve ser corroborada pelos dados de setembro.

Figura 5



Para nossa felicidade, não esperamos arrefecimento no mercado de trabalho. Segundo pesquisa da FGV, a expectativa de aumento do número de trabalhadores está em patamar historicamente elevado (Figura 6). A sondagem mostrou que cerca de 35% das empresas têm perspectiva de aumento do número de trabalhadores nos próximos meses. Assim, com *boas perspectivas no mercado de trabalho*, mantemos nosso otimismo com o nível de produção da indústria nacional e acreditamos que *a taxa de crescimento passará a depender cada vez mais dos setores semi e não-duráveis*.

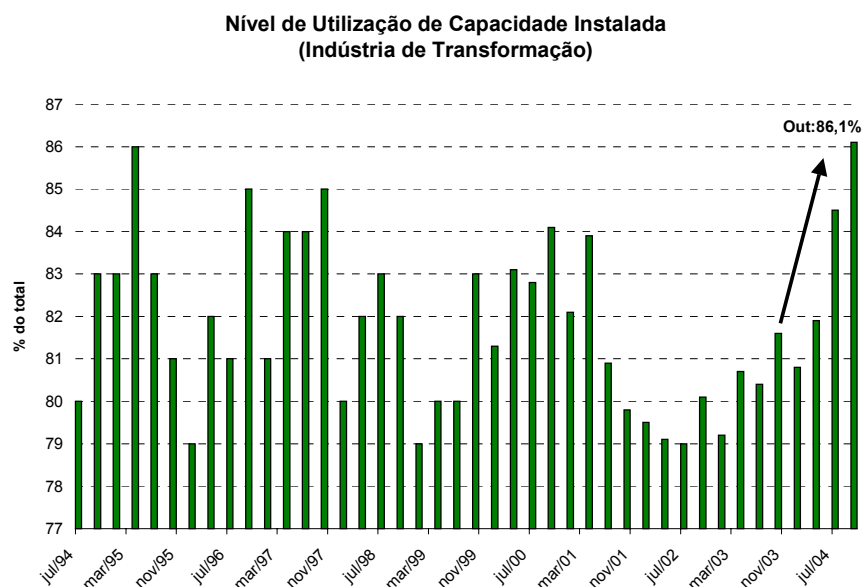
Figura 6



Apesar desse cenário muito favorável, não devemos nos esquecer do outro lado da moeda - o alto patamar do Nível de Utilização da Capacidade Instalada. Na mesma pesquisa, a FGV anunciou que o NUCI é o mais alto desde o início do Plano Real, o que estimula as indústrias a repassarem o aumento do custo de produção aos consumidores, diante do aumento do preço das *commodities* metálicas e dos reajustes salariais acima da inflação esperada (Figura 7). Sim, estamos falando de uma inflação de demanda potencial no próximo ano, que precisa ser combatida agora com elevações de juros, dada a defasagem temporal da política monetária.

Segundo nosso modelo de inflação, que adota as mesmas hipóteses do modelo do Banco Central para os preços livres (mantendo inalterada a taxa de juros e de câmbio da véspera da reunião de outubro até o final de 2005), o IPCA projetado para o próximo ano fica em 5,9%. No entanto, acreditamos que o Copom fará mais três aumentos consecutivos da taxa Selic em 0,50 p.p., atingindo, em janeiro, 18,25% a.a., o que faria nossa projeção de inflação para 2005 voltar para 5,6%.

Figura 7



Acreditamos que o BC deverá passar por dois dilemas. O primeiro acontecerá quando a instituição passar a projetar os preços administrados fora do seu modelo endógeno, ou seja, quando passar a olhar item a item, o que deverá aumentar sua própria inflação projetada para 2005. O segundo dilema, possivelmente o mais importante, será o preço do combustível. Um aumento mais forte no preço da gasolina e do diesel pela Petrobrás poderá comprometer o teto da meta de inflação do próximo ano, o que geraria a necessidade de o BC reagir com uma política monetária mais agressiva, para combater os efeitos secundários desse choque de oferta, além da possibilidade do anúncio de um novo ajuste da meta de inflação (equivalente ao ajuste feito de 4,5 para 5,1%).

A política do BC também está atenta às expectativas de inflação do mercado, pois a inflação efetiva tem forte correlação com a inflação esperada, já que a expectativa de aumento de custos de produção (incluindo os reajustes salariais) tende a repassá-los aos preços, gerando a inflação esperada. Por essa lógica, observamos que, mesmo depois do aumento da Selic em setembro em 0,25 p.p., como se esperava, pela mediana do mercado, as expectativas do IPCA para 2005 não cederam. Então, adotando a hipótese da teoria econômica de expectativas racionais, *restou ao BC atuar com políticas inesperadas para reduzir as expectativas de inflação. Essa nova postura do BC já mostrou resultados*, pois a média da expectativa dos *top five* (as cinco instituições que mais acertaram as projeções nos últimos meses) caiu de 6,19% no dia 15 de outubro para 6,09% no dia 29.

Assim, acreditamos que o BC deverá adotar uma postura mais agressiva no combate à inflação. Esperamos mais três aumentos consecutivos de 0,50 p.p. na taxa Selic nas reuniões de novembro, dezembro e janeiro. Entretanto, esses aumentos dos juros não devem comprometer o atual nível da atividade econômica, que está em patamar historicamente alto e depende cada vez mais do aquecimento do mercado de trabalho. E, para 2005, projetamos um crescimento real do PIB de 3,0%. É provável que haja uma queda de juros no ano que vem, dependendo de alguns eventos: 1) maturação de investimentos, aumentando a capacidade produtiva e evitando gargalos, 2) arrefecimento dos preços de petróleo, e 3) expectativas inflacionárias contidas perto da meta de 2006. Considerando essas premissas, o mercado está muito otimista em projetar uma queda de juros logo no começo de 2005 - e para um patamar baixo, de 15 a 15,5% da taxa Selic.

POLÍTICA

Acreditamos que a agenda do Congresso não deverá apresentar grandes avanços neste mês, pois há cerca de 21 MPs travando a pauta da Câmara, e as atenções estão voltadas para a emenda da reeleição dos presidentes do Congresso Nacional.

Além disso, o governo federal deverá se voltar para a reconciliação da base aliada, que foi ferida com as eleições municipais. O PMDB está desconfortável com a derrota nas eleições municipais e vem pressionando para aumentar sua presença no Executivo, que, dado seu tamanho no Congresso, lhe daria mais espaço nos ministérios.

MERCADO DE AÇÕES

Em outubro, o Ibovespa médio apresentou uma queda de - 1,22 % e IBX50 médio, uma alta de + 1,36%, acumulando no ano + 3,52 % e + 11,08 %, respectivamente. O descolamento desses índices deveu-se essencialmente aos setores de telecomunicações e de siderurgia, que têm um grande peso no Ibovespa e apresentaram fraco desempenho no mês.

O desempenho da Bolsa em outubro refletiu as incertezas causadas pela elevação adicional do preço de petróleo, pelo aumento de juros na China, pela ata do Copom e pelas eleições norte-americanas. No mês, houve a colocação secundária das ações ON da Grendene, que foram muito bem recebidas pelo mercado.

Para novembro, o mercado de renda variável deverá operar observando a tendência do preço do petróleo e a condução da política monetária de curto prazo. Os bons resultados do terceiro trimestre, ainda a serem divulgados pelas empresas, deverão confirmar o forte ritmo da atividade econômica e o atrativo valuation de várias companhias negociadas na Bolsa.

MERCADO DE RENDA FIXA

Outubro continuou mostrando a alta volatilidade nos mercados de juros e câmbio. As dúvidas no mercado internacional são as mesmas: preocupação com a trajetória do preço do petróleo, com a intensidade do aperto monetário nos Estados Unidos e com o esperado desaquecimento suave da economia chinesa.

Localmente, o saldo comercial no mês foi mais uma vez acima das expectativas. A tendência de o risco Brasil ficar oscilando abaixo dos 500 pontos fez com que o mercado apostasse num maior fluxo de dólares para o país, via rolagens ou novas emissões. As captações em euro e em dólar feitas ao longo dos últimos meses comprovaram a forte demanda por títulos brasileiros. Positivamente influenciado tanto pelo fluxo comercial quanto pelo financeiro, o real seguiu na tendência de valorização.

Já os juros - o contrato futuro mais líquido (DI abril 05) - oscilaram entre 17 e 17,70 % ao longo do mês, com grande volatilidade. Quanto à inflação, os números divulgados mostraram uma queda nos índices de atacado e uma certa estabilidade nos de varejo. No entanto, a expectativa do IPCA para 2005 foi subindo ao longo do mês (de 5,80% para 6,20%), levando o mercado a rever suas projeções de Selic para os anos de 2004 e 2005. A reunião e a ata do Copom mostraram a intenção e a preocupação de seus membros com a trajetória do preço do petróleo e as expectativas de inflação, principalmente para o próximo ano. A alta da Selic em 0,50 ponto percentual mostrou o compromisso do BC com a meta inflacionária preestabelecida, aumentando sua credibilidade e pondo em xeque posições pré-fixadas.

As informações contidas neste documento são publicadas apenas para auxiliar os usuários, não devendo ser utilizadas de forma autoritária ou em substituição ao exercício do julgamento próprio do usuário. Essas informações e opiniões foram compiladas ou obtidas junto a fontes consideradas confiáveis e em boa-fé, mas nenhuma representação ou garantia é dada acerca de sua exatidão, integralidade ou precisão. 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. Todas as opiniões e estimativas nele contidas constituem nosso julgamento relevante nesta data e estão sujeitas a alteração sem aviso.