

## Indicadores out 2007

Ibovespa médio

65.320

+ 8,08% mês

+ 46,85% no ano

IBX médio

21.604

+ 8,63% mês

+ 48,73% no ano

S&amp;P 500

1.549,38

+ 1,48% no mês

+ 9,24% no ano

CDI

+ 0,80% no mês

+ 8,90% no ano

Dólar = \$ 1,7440

- 5,16% no mês

- 18,43% 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

Fabrício Oliveira

João Marcelo Barros

Jose Malavasi

Ricardo Rossi

Sidney Uejima

Gestão Renda Fixa

Gabriela Cavarzan

Nathalie Ricconi

Renato Santaniello

Alocação de Ativos

Área de vendas

55 11 3174 6166

Índice

Projeções, 1

Ecoeconomia, 2

Cenário externo, 2

Cenário Doméstico, 10

Renda Fixa e Renda Variável, 15

Disclaimer na última página

## Projeções

Indicadores macroeconômicos (*)	Projeções						
Última atualização 16/11/07	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
PIB crescimento real (%)	1,2	5,7	2,9	3,7	4,5	4,5	4,5
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	9,3	7,6	5,7	3,1	3,8	3,9	3,5
Inflação (IGPM/FGV) (%)	8,7	12,4	1,2	3,8	5,9	4,8	3,5
Taxa de câmbio média (R\$/US\$)	3,07	2,92	2,43	2,18	1,95	1,80	1,84
Taxa de câmbio final (R\$/US\$)	2,89	2,65	2,34	2,14	1,80	1,80	1,87
Saldo em conta corrente (US\$ bi)	4,2	11,7	14,0	13,6	8,0	5,2	nd
Saldo comercial (US\$ bi)	24,8	33,6	44,7	46,5	40,4	37,0	nd
Taxa de juro nominal final do ano (Selic)	16,5	17,8	18,0	13,25	11,25	10,25	9,00
Taxa de juro nominal média (CDI)	23,2	16,2	19,0	15,0	11,8	10,8	9,6
Taxa de juro real (deflacionado pelo IPCA)	12,8	8,0	12,6	11,5	7,7	6,6	5,9
Risco Brasil (spread acima dos treasuries)	463	383	305	192	209	199	189
Dívida pública (% do PIB)	52,4	47,0	46,5	44,9	43,3	40,8	38,0
Resultado nominal do setor público (% do PIB)	(3,3)	(2,3)	(2,8)	(2,9)	(1,5)	(0,6)	(0,0)
Resultado primário do setor público (% do PIB)	3,9	4,2	4,4	3,9	3,8	3,8	3,8

(\*) As áreas sombreadas são projeções.

## Ecoeconomia

**Esse mês, excepcionalmente, não será publicado o texto sobre ecoeconomia.**

### Cenário externo

#### O que fazer com os investimentos?

Basicamente, para fazer uma decisão de investimentos temos que responder duas perguntas:

- 1) Qual é o cenário de mercado?
- 2) Faz sentido ou não?

Se faz sentido, você só tem que seguir o mercado.

Se não faz sentido, você também tem que seguir o mercado, mas descobrir o momento certo para comprar (se o mercado estiver em baixa) ou, vender (se o mercado está em alta, como agora). O momento certo é definido pelo tempo e informação que o mercado precisará para perceber que a atual tendência não é sustentável e que suas teses na verdade não fazem sentido. Essas duas questões se aplicam a diferentes níveis de decisões de investimentos (classe de ativos, companhias, papéis de empresas, de governos, operações estruturadas).

Depois de responder essas duas perguntas e descobrir em que cenário estamos, temos uma questão final:

Se estamos num cenário de mercado firme, ou seja, suas teses fazem sentido, temos que lembrar que nenhum cenário dura para sempre e embora determinado cenário possa durar mais do que o esperado, dado que nenhum cenário é definitivo, ele não poderá durar para sempre. A pergunta final é sobre quando o atual cenário pode mudar ou se esgotar (tanto em termos de preço dos ativos quanto em termos de comportamento econômico ou financeiro das variáveis analisadas)?

Se estamos num cenário de mercado sujeito a reversão, porque suas teses não fazem sentido, temos certeza que o movimento e o próprio cenário irá se esgotar e nesse caso, a questão final já está respondida: o cenário atual não vai durar e precisamos definir por quanto tempo a alta irá durar e que tipo de informação pode trazer isso à tona para os mercados.

Os cenários são um fluxo contínuo de diferentes cenários, que às vezes se sobrepõem, cujas mudanças podem ser percebidas ou não e podem ocorrer gradualmente ou não. Nossa avaliação é que o cenário de mercado atual é um que não faz muito sentido, portanto, existe chance de reversão ou de esgotamento da atual tendência de alta dos mercados, que como sempre será temporária e deve ocorrer em algum momento no futuro próximo. Precisamos nos esforçar para antecipar essa mudança em tempo útil, para não sermos pegos pela reversão dos mercados. Após uma reversão de um mercado de alta/baixa, poucos são os que se encorajam para comprar/vender e pior, muitos ainda acham que é ponto de venda/compra, esse erro não pode mais ser cometido: se você for atropelado por uma reversão, aguarde pacientemente e invista na direção contrária, quando claramente o mercado estiver mostrando exageros.

#### **Análise atual: qual é o cenário de mercado e ele faz sentido?**

Os mercados estão super otimistas. Não é à toa que os mercados no mundo todo e no Brasil estão batendo recordes de alta. A bolsa (medida pelo Ibovespa) registrou em setembro e outubro as duas maiores altas mensais do ano. Outubro/2007 é o maior ganho do mês desde outubro/2006 e setembro/2007 foi a maior alta desde janeiro/2006. O ano de 2007 está registrando a segunda maior alta das ações desde 2003, no atual ciclo de quase cinco anos de

alta (figura E1). Tudo isso está acontecendo apesar de haver claramente sinais de problemas na economia dos Estados Unidos, com possível respingo sobre o resto do mundo. Apesar de uma ou outra queda e do aumento de volatilidade dos mercados, a tendência de alta que já dura quase cinco anos não foi quebrada. A razão para esse otimismo está no cenário de mercado que depende hoje de duas teses relacionadas: - EUA deve desacelerar, mas sem cair em recessão e o mundo deve manter o descolamento observado em relação aos EUA. Vamos analisar cada uma dessas teses para reforçar porque elas não parecem fazer sentido e, voltando para a parte de investimentos, isso significa que há o risco de uma reversão no futuro, caso essas teses não sejam comprovadas. No entanto, a recomendação quando o cenário de mercado não faz sentido é igual a de quando ele faz sentido: continue seguindo o mercado. O otimismo deve reinar por mais tempo e não há ainda sinais de quando ele irá se esgotar. A única preocupação no momento é entender onde estão os riscos de não confirmação das teses que sustentam os mercados e acompanhar as evidências que podem ajudar a antecipar uma reversão no futuro, e dessa forma, estar pronto para ela.

Figura E1

Market indices	Bovespa	S&P500
<b>Variação em out/07 (u)/(3)</b>	<b>6,3%</b>	<b>0,6%</b>
<b>Variação em set/07 (3)/(4)</b>	<b>10,7%</b>	<b>3,6%</b>
<b>Variação em 2007</b>	<b>46,3%</b>	<b>8,2%</b>
<b>Variação em 2006</b>	<b>32,9%</b>	<b>23,0%</b>
<b>Variação em 2005</b>	<b>27,7%</b>	<b>3,0%</b>
<b>Variação em 2004</b>	<b>17,8%</b>	<b>9,0%</b>
<b>Variação em 2003</b>	<b>97,3%</b>	<b>26,4%</b>

O principal risco do cenário global continua sendo uma recessão nos EUA e, nesse cenário, muito provavelmente a tese de descolamento (que iremos discutir mais detalhadamente a seguir) talvez não se sustente, além do que essa tese na verdade nunca foi testada até agora. A desaceleração econômica nos EUA foi bem moderada e toda ela causada pela contração dos investimentos residenciais (figura 2). Esse setor não é nada globalizado e não interfere com a demanda dos EUA por bens finais. Somente quando o setor de consumo norte-americano (72% do PIB), o maior e o mais globalizado, for atingido pela crise de crédito e do setor imobiliário, a tese de descolamento será testada.

Embora seja mais fácil prever que uma recessão nos EUA pode afetar decisivamente a tese de descolamento, isso não elimina o fato de uma recessão ser imprevisível. Nunca foi prevista num tempo hábil suficientemente relevante e prever uma recessão com vários anos ou vários meses de antecedência não é muito útil para os investidores e pode ter sido mera coincidência.

### **Crise do setor imobiliário e de crédito**

O tópico central da discussão atual é a crise do setor imobiliário (SI) e o "credit crunch". A expectativa é que o SI deve piorar antes de melhorar. A dúvida é quanto disso irá se abater no consumo das famílias e nos investimentos (88% do PIB). Por isso, os riscos para baixo na economia americana aumentaram muito desde a crise de agosto de 2007 (muito mais que na crise de fevereiro de 2007), porque revelaram perdas antes ignoradas nas operações financeiras alocadas em bancos, "hedge funds" e fundos de investimentos conservadores, com problemas de valoração sérios, que acabaram criando um ambiente desfavorável para todas as formas de crédito na economia ou um "credit crunch".

A anatomia de um “credit crunch” envolve a falta de fundos para concessão de crédito, dificultando a vida para os tomadores de empréstimos. As causas são várias e uma ou mais dessas podem estar presentes ao mesmo tempo:

- vários emprestadores declaram falência;
- emprestadores possuem poucos fundos para crédito ou não querem fornecer fundos adicionais de crédito porque sofreram perdas de empréstimos anteriores, ou porque os reguladores aumentaram as exigências de liquidez (capital), ou porque os preços dos ativos subjacentes aos empréstimos caíram; e
- emprestadores elevam a taxa de empréstimo para compensar o risco, geralmente isso ocorre quando os tomadores ficam inadimplentes porque o valor do ativo subjacente ao empréstimo declinou em valor.

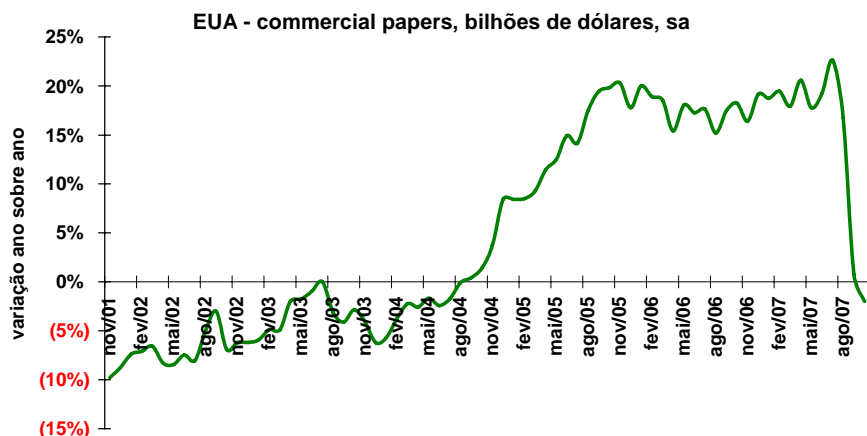
Todas as causas acima descritas estão presentes na atual crise nos Estados Unidos. Em relação às falências, 185 empresas de crédito fecharam as portas desde o final de 2006. As taxas de inadimplência e fechamento de contratos hipotecários (“foreclosures”), que leva à devolução do imóvel para o emprestador, dobraram nos últimos 12 meses. As exigências de capital subiram, as taxas de empréstimo ficaram mais altas e o preço dos imóveis não deve parar de cair por um bom tempo.

O “credit crunch” atingiu setores não somente ligados às hipotecas, mas outros mercados, como o mercado de “commercial papers” (figura E2), operações colateralizadas (ABS, RMBS, MBS, CDOs, etc.) e derivativos. Parte dessas operações são classificadas nos balanços como “terceiros ativos” dos bancos, e hoje representam um valor significativo do seu patrimônio líquido e se caracterizaram por não ter precificação a mercado e nem possuem informações conhecidas que permita precificar no modelo. Os valores são meramente contábeis de aquisição. Inicialmente, essas operações receberam excelente classificação pelas agências de risco de crédito que agora, foram duramente revisadas para baixo, forçando sua venda. Isso já atingiu os “segundos ativos”, que eram precificados pelo modelo e agora atingiu também os “terceiros ativos”, sem precificação alguma. Isso trouxe à tona o preço que o mercado quer pagar, bem inferior ao contabilizado, criando perdas e produzindo nova rodada de revisões para baixo nas notas de risco de crédito, tanto das operações em si mesmas, como entre os aplicadores, bancos, empresas de financiamento e fundos de investimentos. O desconhecimento geral do tamanho das perdas retroalimenta o atual “credit crunch” e torna praticamente impossível que o FED não continue reduzindo os juros no futuro. O motivo disso é que numa situação dessa, os riscos econômicos aumentam muito, pois a redução de disponibilidade de crédito afeta muitas companhias que tomam dinheiro emprestado para financiar ou expandir operações. Em muitos casos, a expansão não é mais possível e as companhias retrocedem. Esse processo pode afetar a economia como um todo e como esses ativos foram securitizados e distribuídos pelo mundo, há também preocupação de um “credit crunch” global.

O mais surpreendente aspecto da crise atual é que ela envolveu ativos de renda fixa que até agosto eram considerados as melhores operações possíveis (CDO, MBS, ABS, RMBS), eles eram classificados como AAA, o melhor nível de risco e ainda receberam mais notas de crédito que os transformaram em “super senior”. Era assumido que essas operações jamais poderiam perder valor. Isso desapareceu quando os maiores bancos dos Estados Unidos reconheceram perdas bilionárias nos seus balanços e ainda preocupa o fato que centenas de bancos, seguradoras, hedge funds no mundo todo mantêm essas operações em seus ativos em valor contábil – os terceiros ativos. Hoje essas operações “super senior” estão sendo negociados entre 20 e 50% do par, por causa das dificuldades financeiras das contrapartes e do rebaixamento agressivo das notas de risco de crédito dadas pelas agências. Os índices ABX BBB- e ABX AAA mostram isso ([www.markit.com](http://www.markit.com)).

O próximo passo é: as agências rebaixarem as notas dos “monolines” (empresa que foca em operações de uma específica área financeira, com reconhecidas habilidades e provê o mercado com expertise além do que é usualmente esperado). A redução da nota do “monoline” irá afetar todo o setor de crédito, uma vez que as notas desse setor só podem ser iguais ou inferiores ao do “monoline”. Além disso, as “monolines” terão que elevar liquidez (capital) se uma grande parte dos seus ativos cair abaixo do grau de investimento (o que é bem possível). Até agora as agências revisaram marcadamente para baixo 47% dos CDOs (obrigações de dívida colateralizadas) e 10% dos MBS (títulos lastreados em hipotecas).

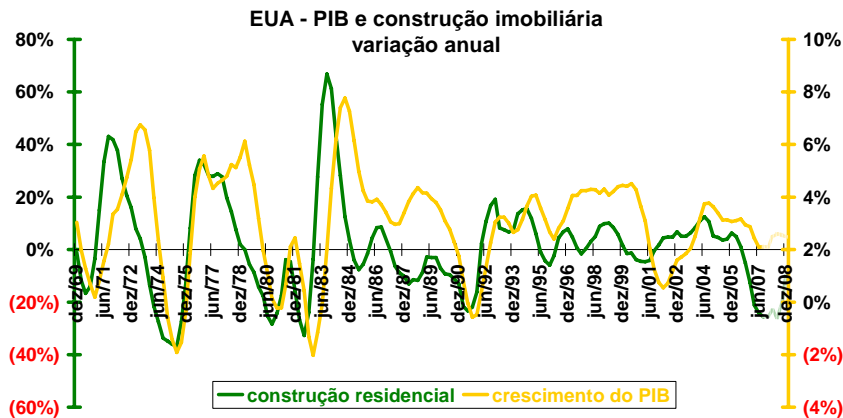
Figura E2



Existe hoje entre os acadêmicos uma tese pessimista, que não é apoiada por Wall Street (centro financeiro dos Estados Unidos, onde se concentram as sedes dos maiores bancos de investimentos), pela qual os riscos para a economia americana aumentaram e as forças que podem provocar uma desaceleração significativa estão apenas começando e nesse ambiente, a ação do FED pode apenas estabelecer um piso para a desaceleração, mas não evitá-la. Até agora, Wall Street comemora com ambas as notícias: se os dados forem bons, a economia então não estaria tão mal assim. Se os dados forem ruins, o FED irá reduzir os juros e funcionará como salvação da lavoura. Na verdade, segundo os acadêmicos, isso é parecido com o aquecimento global: hoje não conseguimos mais reverter o problema, apenas minimizá-lo. A redução de juros irá apenas minimizar, mas não evitar que a economia decresça abaixo do potencial. Alguns ainda insistem numa recessão à vista, embora, como dissemos, isso seja imprevisível, embora não seja improvável.

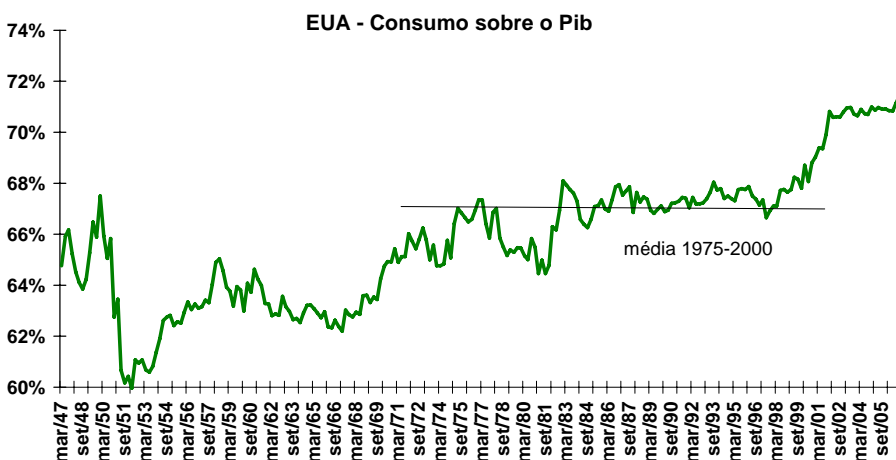
Um dos argumentos entre os pessimistas é a evidência entre os países desenvolvidos de um ciclo econômico muito dependente do ciclo imobiliário (figura E3) e, adicionalmente, uma recessão do SI é um cenário bastante provável nos próximos trimestres, por conta de três fatores: 1) “credit crunch” reduzindo a demanda por imóveis novos; 2) segunda onda de aumento de estoque de imóveis para venda está atingindo o mercado, com a elevação das liquidações contratuais (“foreclosures”) e 3) especuladores que não tinham recursos nem para pagar o principal nem o juros dos empréstimos, estão forçados a realizar perdas e vender as propriedades, elevando estoque de imóveis à venda. Em suma: demanda em baixa e estoques em alta, colocando os preços em queda e desaquecendo o setor por tempo suficiente para produzir perdas de riqueza, reduzir o consumo e com isso reduzir atividade econômica como um todo. A situação deve piorar todos os dados antes de melhorar.

Figura E3



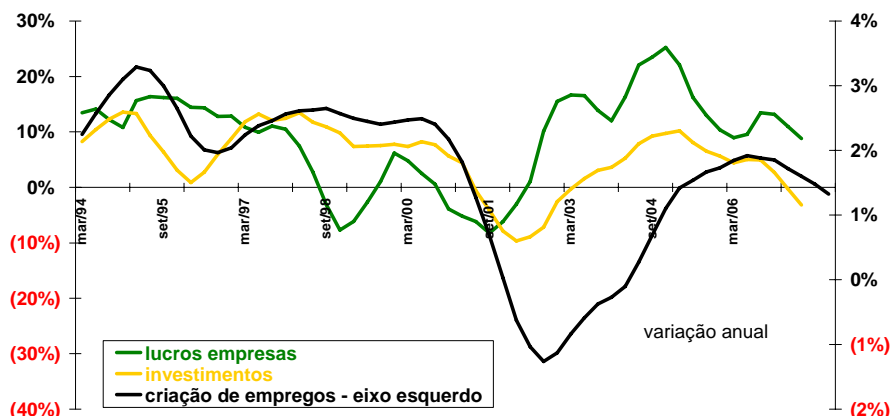
O consumo norte-americano cresceu uma média de 4% ao ano no período 1996-2006 e hoje representa 19% do PIB mundial. De uma forma geral, o consumo depende de duas forças: renda e riqueza. No período 1996-2006, renda foi defasada e a riqueza emergiu como o fator principal. Mais recentemente, temos crescimento baixo da renda com salários reais estagnados. O consumidor se voltou para ativos com forte valorização e ganhos de riqueza para compensar ganhos salariais menores. Os ganhos de riqueza ligados a propriedade imobiliária saltaram de 3% da renda pessoal disponível para 9% em 2005. Atualmente, ambos, salário e riqueza estão ganhando pressão intensa, induzindo redução de gastos. O emprego do setor privado de agosto a outubro foi uma média de 78.000, pouco mais da metade dos 150.000 médios dos 24 meses anteriores. Tudo indica que esse movimento irá se exacerbar e não o contrário, principalmente por causa do emprego na construção e o efeito do consumo sobre serviços. A extração de riqueza imobiliária vai ser crítica: a melhor previsão aponta para continuidade da queda dos preços até 1S08 e a pior até 4T09. A visão média prevê quedas até pelo menos 4T08. O cenário mais otimista que prevê uma queda de 10% nos preços dos imóveis implica na perda para os consumidores de US\$ 2 trilhões em riqueza. A continuidade da crise do subprime e seus efeitos colaterais estariam por trás desse fenômeno. Como a economia americana ficou muito dependente do consumo das famílias, a sua capitulação aumenta os riscos de recessão ou de uma desaceleração acima do esperado (figura E4). Além disso, o grande teste da famosa tese de descolamento irá chegar (ver a seguir).

Figura E4



Adicionalmente, os investimentos devem enfraquecer (figura E5), apesar da situação financeira robusta das empresas, porque consumo deve começar a enfrentar problemas com o efeito riqueza negativo do SI, condições de crédito mais apertadas, elevação dos preços de energia, desaceleração da criação dos empregos e reajustes contratuais de contratos hipotecários antigos em operações que no ano que vem devem trazer uma nova onda de elevação de inadimplência e encerramento de contratos (“foreclosures”, que implica na devolução da casa ao empréstador e aumento dos estoques de imóveis, pressionando preços para baixo).

Figura E5



Embora os riscos para atividade nos Estados Unidos estejam maiores nesse momento do tempo, essa não é a parte da tese do cenário de mercado cuja não confirmação é mais perigosa para os mercados brasileiros. A mais importante delas é a tese de descolamento do resto do mundo em relação aos EUA, para a qual temos duas visões diferentes: Wall Street e investidores acreditam com convicção no descolamento, mas os acadêmicos não. A maioria dos dois grupos concorda que se EUA cair em uma recessão, a tese não sobreviverá intacta. Mesmo no caso de uma recessão nos EUA, a maioria dessas duas visões acredita que o mundo irá passar por uma desaceleração, é tudo uma questão apenas de magnitude.

A tese de descolamento é uma contradição, posto que num mundo crescentemente mais globalizado, a vinculação entre os países tornou-se mais importante, tornando globalização e descolamento global inerentemente inconsistentes. Até agora o mundo se comportou particularmente bem com a desaceleração que já dura um ano e meio nos EUA, mas essa desaceleração foi toda em cima do investimento residencial, que não é um importador líquido e não afeta a demanda internacional. Qual vai ser o comportamento da economia mundial quando a desaceleração estiver em cima da queda do consumo das famílias, fato que ainda não aconteceu, mas que já é antecipado por todos? Esse será o primeiro grande teste a ser enfrentado pela tese do descolamento. Se ela não passar por esse teste, o cenário de mercado ficará ameaçado, ele não fará sentido, os preços não irão se sustentar. Esse teste pode começar a apresentar sinais no início do ano que vem, pois a primeira fase dele é um trimestre de consumo norte-americano mais fraco e, na sequência, perda de dinamismo do setor exportador asiático que ainda depende da demanda dos Estados Unidos por bens finais, que é a única demanda que interessa nessa equação.

Essa é apenas mais uma contradição: uma das razões para se acreditar na tese do descolamento é o incremento do consumo doméstico entre os países da Ásia. No entanto, é difícil defender o descolamento com base num incremento maior do consumo, quando se observa que nos últimos 25 anos a participação das exportações asiáticas saltou de 18% no PIB para mais de 45%, mais do que dobrou e um movimento inverso foi observado no consumo, caindo de 66% para 45% do PIB. Uma segunda forma de defender a tese de descolamento da Ásia é afirmar que o comércio intra-regional tem aumentado significativamente, no entanto, isso é decorrente da criação de plataformas de produção continentais voltadas para atender a demanda final dos norte-

americanos. Em outras palavras, o comércio intra-asiático é maior, porém, seus elos são dependentes da produção de bens finais consumidos nos Estados Unidos.

A tese de descolamento até agora venerada pelos mercados, não tem muita evidência a favor nem apoio dos acadêmicos, que se mantêm particularmente preocupados com o fato de que quando a desaceleração dos EUA estiver sendo causada por um dos seus setores mais globalizados – o consumo, ou 72% do PIB – o resto do mundo, e até mesmo a Ásia onde essa tese é mais fortemente aplicada, irá revelar vulnerabilidades globais antes ignoradas.

### **Elevação da inflação via queda do dólar e pressão de alimentos e commodities?**

A forte pressão de alimentos e commodities está se abatendo sobre o mundo todo. A questão é quão séria é essa inflação e se não é melhor tratar esse fenômeno como temporário. A maior parte dos países voltou a olhar para a inflação com maior cuidado e apresentam uma tendência de puxar os juros para cima. No caso dos EUA, que deve passar por uma desaceleração mais significativa, há sinais de uma política monetária de redução de juros, a despeito do FED ter se declarado neutro em relação aos riscos de crescimento e inflação nos seus últimos comunicados. No caso dos países emergentes, a maioria sente-se mais ou menos imune aos desdobramentos da crise do SI dos EUA e de uma forma geral, vários países estão num ciclo de aperto nos juros (exceto Brasil, que está numa pausa nos juros, mas ainda com viés de baixa).

Outro tema inflacionário é o enfraquecimento do dólar. O dólar fraco irá causar problemas econômicos nos EUA? A depreciação até agora já atingiu 20% desde 2002 e mais recentemente tem se acelerado. O motivo tem sido sempre o mesmo: falta de poupança dos EUA e seu excesso de demanda e com isso, o déficit externo atingiu um recorde, acima de 6% do PIB e apesar de ter caído ligeiramente nos meses recentes, EUA precisam de \$3 bilhões por dia para continuar crescendo. Os desequilíbrios dessa natureza tornam necessário compensação por parte dos financiadores e em geral isso recai no movimento da moeda que segue se desvalorizando. Uma recessão agora, nessa situação, seria muito mal vinda, pois a queda do dólar para ajustar esses déficits que tem sido gradual, 4% em média desde 2002, poderia ser descontrolada. O risco de recessão aumentou com a elevação recorde do consumo em percentual do PIB, atualmente 72% (figura E4), alta sem precedentes na história de nenhum país. Esse fenômeno foi totalmente sustentado pelas fortes valorizações de preços de ativos (muitas vezes chamadas de “bolhas”), tanto das ações (2000), como atualmente dos excessos do setor de imóveis e de crédito, que agora estão em processo de reversão.

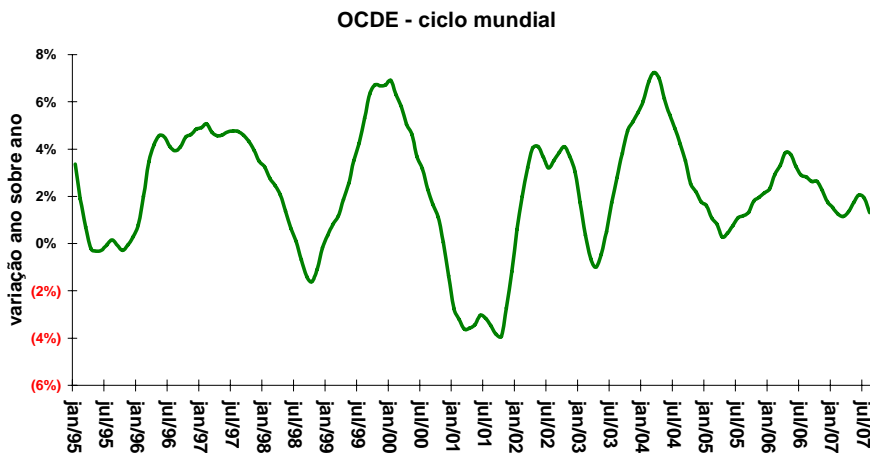
Embora momentaneamente o mercado possa ter esse receio, vários estudos de economistas e do próprio FED apontam que o impacto da taxa de câmbio e dos preços de importações na inflação doméstica tem sido modesto em várias economias industrializadas. Podemos manter nossa despreocupação com esse tema no momento, voltando toda atenção para o funcionamento da economia americana e seu impacto potencial na economia global, verificando a confirmação ou não das teses atuais do cenário de mercado que mantém o mercado em eterno otimismo.

### **Conclusão: risco de esgotamento do mercado de alta (2003-2007) à vista?**

Os quase cinco anos de mercado de alta (2003-2007 ou o período pós-estouro de bolha das ações de tecnologia) tiveram como pano de fundo os seguintes fatores:

- 1) baixa inflação mundial
- 2) aumento dos preços de commodities
- 3) elevado apetite ao risco combinado com elevada liquidez internacional
- 4) forte expansão do setor imobiliário
- 5) aceleração do crescimento mundial

Figura E6



Hoje a situação atual é:

- 1) inflação mundial em elevação com alimentos e commodities - PIOR
- 2) preços de commodities depende da demanda que por sua vez depende de crescimento mundial que por sua vez depende dos EUA?
- 3) apetite ao risco combinado com elevada liquidez internacional em transformação com o contágio da crise do supprime e com o combate à inflação mundial mais alta fora dos Estados Unidos?
- 4) contração do setor imobiliário – PIOR
- 5) desaceleração do crescimento mundial – PIOR (figura E6)

A alteração nos fatores do ciclo de alta dos mercados desde 2003 pode deflagrar uma correção no futuro. Uma boa razão para estar preocupado com a evolução da economia nos EUA é a forte dependência entre o ciclo imobiliário e o ciclo econômico. Se for verdade que a construção imobiliária deve ceder para uma queda entre 30% a 40%, o efeito disso sobre o PIB deve ser maior do que o que está sendo projetado até agora.

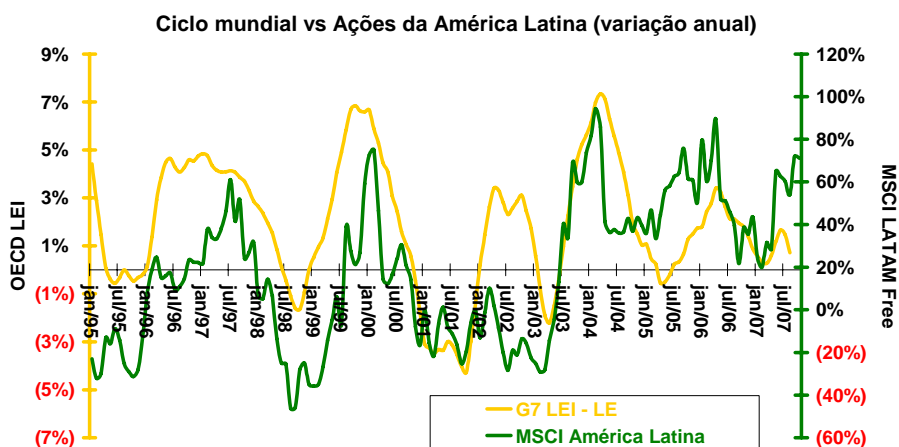
Apesar desse risco ser conhecido por todos, o mercado acredita nas reduções de juros de Ben Bernanke (presidente do FED, banco central americano) e se não houver uma surpresa negativa, até o final do ano, os mercados devem continuar em alta. A aversão ao risco não deve se elevar mesmo a luz de números econômicos ruins por conta da solução imediata via redução de juros, na visão do mercado. A incerteza de recessão existe, mas não será precipitado nem previsto, como sempre, pois os mercados só precificam riscos (eventos para os quais podemos atribuir probabilidades) e deixa de fora incertezas (eventos desconhecidos). Dessa forma, os investidores irão comprar com boas notícias achando que a economia está bem e vão comprar com más notícias, achando que o FED irá reduzir as taxas de juros. É como se todo o risco do mercado tivesse sido transferido para o FED.

Já em relação à tese de descolamento do mundo, ela ainda não foi testada, mas é improvável, caso haja uma desaceleração mais forte ou uma recessão nos EUA. Por causa de condições globais específicas que alavancam os mercados emergentes, os seus mercados acionários não estão vinculados ao ciclo mundial como no passado (figura E7). Uma boa razão para esse comportamento é a elevada demanda dos países asiáticos provocando alta das commodities e portanto, metade dos países emergentes está bem por causa de um crescimento ineditamente acima dos países desenvolvidos e a outra metade porque está se beneficiando como nunca desse crescimento robusto, por serem exportadores líquidos de commodities. Essa bonança

só prevalecerá se a tese de descolamento for verdadeira e o grande teste dessa tese ainda não aconteceu, mas não deve acontecer antes do início de 2008.

Em resumo: o mercado deve manter o otimismo, mas as teses por trás desse otimismo serão finalmente testadas com o agravamento da situação da economia americana se abatendo sobre o consumo, que é o setor mais globalizado do país e que irá, finalmente, decidir se a tese de descolamento sobrevive ou não a uma queda do ritmo de consumo das famílias dos Estados Unidos. A demora em se observar sintomas de queda do consumo, que foram tão aparentes na crise de 2000, quando o consumo caiu precipitadamente na margem, trazendo o crescimento anual de 5% para 2% em poucos meses, não significa que eles não estão a caminho. A diferença está no processo: em relação à queda no preço dos imóveis, o período de incubação da "doença" é bem maior, criando uma falsa sensação de impactos diminutos sobre toda a economia. A recomendação, portanto, para os próximos seis meses, é acompanhar detidamente os dados da economia americana e da Ásia, que são as peças centrais das duas teses combinadas, lembrando que já se observa um degradingo dos principais fatores que justificaram um ciclo de alta que já dura quase cinco anos de todos os mercados acionários globais.

Figura E7



## Cenário Doméstico

### Contas externas com ainda resultados favoráveis em 2008

Nos últimos dias cresceu a preocupação sobre a evolução das contas externas brasileiras dos próximos trimestres. Entre os fatores que motivaram esta preocupação estão a redução do saldo da balança comercial, o aumento nas remessas de lucros e dividendos e o menor fluxo de investimentos estrangeiros. Nos últimos anos o Brasil foi favorecido pelo aumento no preço das commodities no mercado internacional e pelo elevado crescimento econômico do resto do mundo, com impacto positivo no comércio exterior por seus efeitos diretos sobre os preços e quantidades exportadas.

Desde meados de 2005 o crescimento econômico mundial está diminuindo e como consequência o quantum<sup>1</sup> exportado pelo Brasil também diminuiu: de aproximadamente 20% em 2004, o crescimento do quantum das exportações ficou em apenas 3% em 2006 e deve

<sup>1</sup> Quantum é um termo para indicar a quantidade de produtos exportados. Por exemplo, a exportação de 1000 carros a 25.000 dólares, foi de 25.000.000 dólares. O quantum foi 1000 carros. Quando agregamos vários produtos, é necessário montar um índice, simplesmente isolando o efeito preço. Com isso, o quantum mede na verdade a quantidade de produtos exportadas, envolvendo vários produtos. A finalidade é tentar verificar se estamos tendo ganho de

terminar 2007 ao redor de 5%. Contudo, o nível (não crescimento) elevado da demanda mundial, principalmente na China, e a baixa capacidade de expansão da oferta em muitos setores (como o de mineração) tem feito com que os preços continuem aumentando mesmo com a redução no crescimento econômico mundial. Acreditamos que esta situação não deva se alterar nos próximos trimestres: muitos setores exportadores brasileiros deverão continuar se beneficiando de aumento de preços, mesmo sem grandes aumentos na demanda. Nesta situação encontra-se principalmente o setor de mineração e siderurgia.

Outros setores devem continuar se beneficiando de preços elevados e aumentos na demanda, como é o caso dos produtos agrícolas. Os preços dos produtos agrícolas aumentaram acentuadamente em 2007 e devem continuar aumentando em 2008, ainda que com menor intensidade. Com as melhores perspectivas para a safra 2007/2008, as exportações do setor agrícola devem apresentar crescimento significativo em 2008.

A balança do petróleo não deve sofrer alteração significativa em 2008, mesmo com a elevação do preço do petróleo. A necessidade de importação de petróleo vem diminuindo progressivamente nos últimos anos, fator que deve limitar bastante o efeito negativo do aumento do preço do petróleo nos últimos meses.

Do lado das importações o cenário continua o mesmo: a aceleração do crescimento econômico no Brasil e a apreciação da taxa de câmbio devem continuar impulsionando o crescimento das importações. Neste caso, o impacto tem sido principalmente nas quantidades importadas.

Os preços dos produtos importados pelo Brasil não tem apresentado grandes aumentos nos últimos anos. Uma das razões é que os produtos importados pelo Brasil, incluindo bens de consumo duráveis e bens de capital, têm apresentado ganhos significativos de produtividade devido a avanços tecnológicos nos últimos anos, permitindo em alguns casos até queda nos preços (segundo dados do IBGE, o grupo "produtos e aparelhos eletrônicos" está apresentando deflação desde meados de 2006). Além do avanço tecnológico, a migração da produção para países de mais baixo custo também tem permitido redução no preço destes produtos. Como reflexo disto o Brasil está importando cada vez mais de países emergentes, como China e Índia (dois países considerados grandes centros de mão-de-obra barata). Considerando estes fatores, julgamos que o cenário mais provável é de um crescimento modesto nos preços de importação em 2008.

O quantum importado deve seguir com taxas altas de crescimento em 2008. O crescimento econômico brasileiro se acelerou ao longo de 2007 e provavelmente ficará em torno de 4,5% (nossa projeção é de crescimento de 4,9% em 2007 e 4,7% em 2008). Considerando o crescimento elevado da demanda interna, particularmente dos investimentos (grupo onde o coeficiente de importação é elevado), e a valorização do R\$, acreditamos que o quantum importado deverá apresentar crescimento de aproximadamente 16% em 2008, um pouco abaixo do valor esperado para 2007 (em torno de 23%).

Neste cenário, acreditamos que a balança comercial deverá diminuir para US\$ 37 bilhões em 2008, ante US\$ 41 bilhões esperados para 2007. É importante notar que o risco para esta projeção é para baixo: se o crescimento econômico mundial diminuir significativamente em 2008 teríamos uma queda acentuada nos preços das exportações brasileiras e também uma queda na quantidade exportada. Por outro lado, como o crescimento econômico brasileiro está fundamentado no mercado interno, mesmo com uma desaceleração no resto mundo, continuaríamos observando taxas elevadas de crescimento no Brasil e conseqüentemente as importações continuariam elevadas, fazendo o saldo comercial diminuir.

A balança de serviços deve continuar apresentando resultado negativo em função do elevado passivo externo líquido (PEL). O passivo externo líquido é formado principalmente pelos investimentos de estrangeiros no país (participações no capital e títulos de renda fixa) e pela dívida externa. Os custos deste passivo fazem parte da conta-corrente e são representados

---

quantidade ou se apenas as exportações estão crescendo, porque os preços, de uma forma geral estão subindo.

principalmente por pagamentos de juros e remessas de lucros e dividendos ao exterior (ambos líquidos dos recebimentos de juros e dividendos pagos aos brasileiros por estrangeiros).

Nos últimos anos a composição do passivo externo se alterou, contudo seu tamanho permaneceu relativamente constante. A dívida externa líquida está diminuindo desde meados de 2003 devido ao “resgate” de parte da dívida, principalmente pelo governo, e pelo aumento das reservas internacionais (as reservas representam um “ativo” externo). De outro lado houve um aumento acentuado nos investimentos estrangeiros diretos (IED) e nos investimentos de estrangeiros em ações.

Figura 1

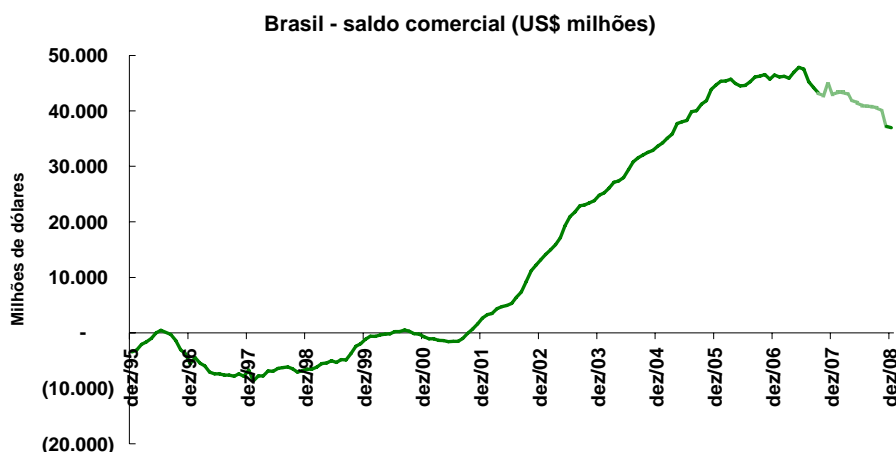


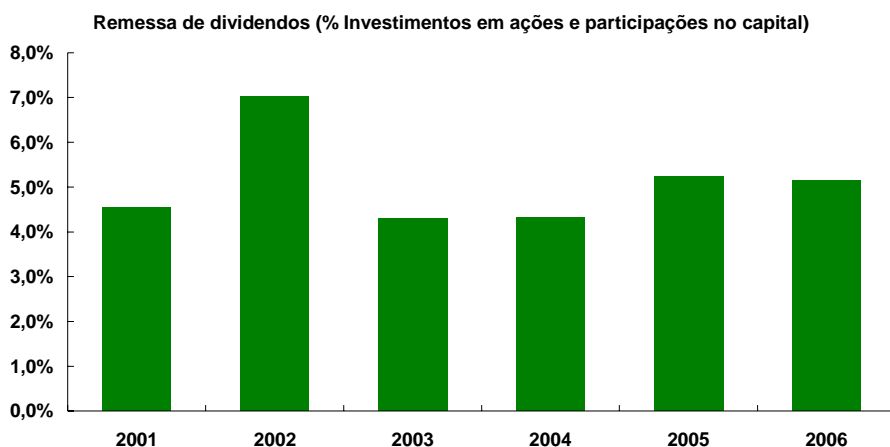
Figura 2

US\$ bilhões	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Passivo</b>	<b>372,1</b>	<b>343,4</b>	<b>406,7</b>	<b>446,1</b>	<b>499,3</b>	<b>620,2</b>
IED	121,9	100,8	132,8	161,3	195,6	236,2
Ações e títulos	151,7	137,4	166,1	184,8	232,6	269,7
Ações	36,9	27,2	53,1	77,3	125,5	188,6
Títulos	114,8	110,1	113,0	107,5	107,1	111,9
Outros	98,5	105,2	107,8	100,0	71,1	114,3
<b>Ativo</b>	<b>107,1</b>	<b>112,9</b>	<b>134,2</b>	<b>148,5</b>	<b>168,2</b>	<b>230,3</b>
IED	49,7	54,4	54,9	69,2	79,3	107,4
Ações e títulos	6,4	5,8	7,0	9,4	10,8	9,1
Reservas	35,9	37,8	49,3	52,9	53,8	85,8
Outros	15,1	14,9	23,0	17,0	24,3	28,0
<b>Passivo Ext. Líq.</b>	<b>265,0</b>	<b>230,5</b>	<b>272,5</b>	<b>297,6</b>	<b>331,1</b>	<b>389,9</b>
% PIB	4,8%	4,6%	4,9%	4,5%	3,8%	3,7%

Estes resultados implicam em uma redução dos pagamentos de juros no curto prazo devido à redução da dívida externa. Além disso, o risco-país tem diminuído nos últimos anos, o que implica em redução da dívida no futuro.

Já o aumento dos investimentos estrangeiros diretos deve fazer com que as remessas de lucros e dividendos cresça nos próximos anos. Contudo, até o momento as remessas têm se mantido em cerca de 5% do estoque de investimentos (ações e participações). Se permanecer este cenário, com os investimentos estrangeiros aumentando cerca de US\$ 45 bilhões (resultado principalmente do aumento do investimento direto estrangeiro e dos investimentos em ações), o aumento dos pagamentos de dividendos em 2008 deve ser de aproximadamente US\$ 2,2 bilhões.

Figura 3



A apreciação do real tem elevado os gastos com viagens internacionais, processo que tem se intensificado nos últimos trimestres devido à expansão do emprego e da renda. Contudo, esta conta representa uma pequena parte da conta-corrente. Em 2007 as despesas com viagens internacionais devem ficar em US\$ 2,5 bilhões. Comparado com os valores envolvidos na balança comercial e nos gastos com juros e dividendos, o tamanho das despesas com viagens internacionais não é capaz de alterar a tendência da conta-corrente.

Resumindo, as contas externas devem continuar apresentando resultados favoráveis em 2008. Em parte devido aos bons resultados da balança comercial e em parte devido à diminuição do passivo externo e seus custos.

Figura 4

US\$ milhões		2006	2007	2008
Usos	Exportações	137.808,00	160.077,00	167.000,00
	Importações	(91.351,00)	(119.630,00)	(129.999,00)
	Balança comercial (1)	46.457,00	40.447,00	37.001,00
	Juros líquidos	(11.311,00)	(7.806,00)	(6.900,00)
	Lucros e dividendos líquidos	(16.354,00)	(17.534,00)	(17.400,00)
	Viagens internacionais	(1.449,00)	(2.645,00)	(2.820,00)
	Demais	(8.026,00)	(8.755,00)	(9.000,00)
	Balança serviços (2)	(37.140,00)	(36.740,00)	(36.120,00)
	Transferências unilaterais (3)	4.305,00	4.271,00	4.320,00
	Conta corrente (4)=(1)+(2)+(3)	13.622,00	7.978,00	5.201,00

### Aumento das reservas de petróleo – aspectos macroeconomicos

Conforme foi amplamente divulgado nos últimos dias, a Petrobras descobriu uma reserva de petróleo na bacia de Santos. O tamanho da reserva é estimado em 6 bilhões de barris, fazendo com que a nova estimativa para as reservas brasileiras de petróleo sejam de 20 bilhões (reservas estimadas em 14 bilhões de barris sem a jazida de Santos).

Qual a implicação disto para a economia? A implicação mais importante é a “perspectiva” de redução das importações de petróleo. É importante que se note que é uma perspectiva pois o novo poço só começará a produzir daqui a uns 5 anos ou mais.

Apesar de estar próximo a se tornar auto-suficiente na produção de petróleo, o Brasil importa alguns derivados de petróleo e exporta outros. Isto se deve principalmente ao tipo de petróleo mais comum encontrado no Brasil ser caracterizado como “pesado”, o que significa que a extração dos componentes mais utilizados (e mais caros) como a gasolina é pequena. Com o petróleo encontrado na bacia de Santos será possível aumentar a produção doméstica e com

isto diminuir a necessidade de importação. O fato do petróleo encontrado em Santos ser mais “leve” que a média do petróleo produzido no Brasil atualmente deve facilitar este processo. Em 2006 o Brasil importou cerca de US\$ 15 bilhões em petróleo e derivados, cerca de 17% das importações totais. Isto mostra que o potencial para aumento do superávit comercial é elevado.

Outro ponto importante se refere ao aumento nos custos da energia nos últimos anos e os riscos de escassez de petróleo no mundo. Com o aumento das reservas, o Brasil se apresenta como um país com um dos melhores potenciais energéticos do mundo: além do petróleo, ainda há potencial hidroelétrico para ser explorado e o álcool é uma alternativa para alguns derivados do petróleo. Tanto no caso das hidrelétricas quanto do álcool é importante notar que são fontes de energia mais limpas e onde o Brasil possui elevado potencial natural e também conhecimento técnico, situação que não é compartilhada pela maioria dos países do mundo.

Por último, mas não menos importante, é bom lembrar que os países exportadores de petróleo não se desenvolveram mais do que os demais nos últimos anos. Pelo contrário, a relação entre petróleo e desenvolvimento é negativa. A principal explicação para isto é que o excesso de recursos naturais tende a ser acompanhado de uma burocracia elevada e pouco eficiente, concentrada em se beneficiar da abundância de recursos naturais do país.

## Renda Fixa

Conforme antecipamos, o BC fez uma pausa nos juros. Isso teve um peso decisivo no mercado, porque ninguém sabe ao certo quando e qual vai ser o próximo passo da autoridade monetária. Somente no segundo trimestre de 2008 teremos claro se será possível retomar o processo de redução de juros. Essa pausa é por conta da necessidade de cautela no momento atual e da defasagem da política monetária. A expansão dos investimentos aumenta capacidade produtiva, embora seja estatisticamente muito ineficaz medir o quanto, empiricamente não se observa pressões inflacionárias com processo de investimentos em pleno vapor como na situação atual. Embora o cenário mais provável ainda seja de queda de juros no futuro, o mercado deve permanecer sem nenhuma tendência relevante.

A taxa de câmbio voltou a se apreciar em outubro, com a diminuição de preocupação com os mercados de crédito nos Estados Unidos, após a redução de juros pelo FED e o surgimento de dados econômicos não tão preocupantes. As perspectivas são de continuidade de apreciação cambial. O fluxo de dólares para o Brasil ainda é elevado, tanto devido ao saldo comercial quanto devido ao fluxo financeiro. A continuidade do bom humor no mercado financeiro internacional deve impulsionar a apreciação do real, no entanto, dúvidas sobre perdas financeiras relacionada com a crise de crédito, podem trazer volatilidade para a taxa de câmbio no mês de novembro.

## Renda Variável

As teses do mercado favoreceram a continuidade da alta do Bovespa, pois a situação doméstica é bem favorável, com crescimento do PIB se aproximando dos 5%. No cenário externo a convicção no descolamento do mundo em relação aos Estados Unidos, que não entraria em recessão reforçaram o otimismo do mercado. Continuará prevalecendo a visão otimista dos mercados e suas teses principais - não recessão nos Estados Unidos e descolamento - embora ao longo do mês a alta possa ser abalada por divulgação de perdas financeiras em balanços dos bancos e de empresas, além da continuidade de números negativos relacionados com o setor imobiliário.

---

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.