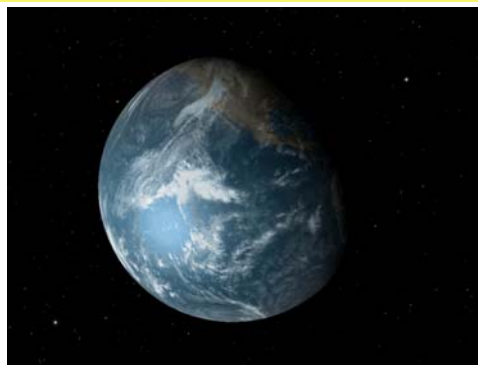


Outubro 2004**Brasil****Indicadores Setembro****Ibovespa médio****23.300****+ 1,78% no mês****+ 4,80% no ano****IBX médio****6.715****+ 5,50% no mês****+ 11,51% no ano****S&P 500****1.114,58****+ 0,94% no mês****+ 0,24% no ano****CDI****+ 1,24% no mês****+ 11,72% no ano****Dólar****- 2,56% no mês****- 1,06% no ano****Paulo Werneck***Chief Investment Officer***Hugo Penteadó****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****Daniilo 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***Homenagem a Nicholas Georgescu-Roegen (1906-1994)***ECOECOLOGIA (ECONOMIA SOCIOAMBIENTAL)**

Obsessão por crescimento não sobrevive no mundo de Roegen. O grande mérito desse cientista foi ter dado um passo irrefutável na conciliação do sistema econômico com a realidade físico ambiental a nossa volta. Enxergar a realidade não é trabalho fácil quando se considera as limitações inerentes aos modelos de papel e lápis, repletos de simplificações que supostamente darão todas as soluções dos nossos problemas. Como cientistas, ignoramos os vínculos da economia com a física clássica ou outras formulações teóricas de 200 anos atrás, cujos avanços nessas respectivas ciências estranhamente não foram sendo incorporados à economia. Estamos em pleno século XXI fazendo uso da física de 200 anos atrás para explicar a realidade a nossa volta e, portanto, a economia está caminhando rapidamente para o terceiro fracasso de paradigma, depois da Grande Depressão de 1929 e da estagflação da década de 70, ambos fenômenos não previstos pela ciência. O próprio liberalismo é largamente utilizado, mas aqui não se aplica apenas a falsa impressão que os países ricos – notadamente Estados Unidos, Europa e Japão – sempre seguiram os princípios do total liberalismo. Nas proposições atuais falta a forma como as idéias liberais foram construídas pelos seus formuladores clássicos. John Stuart Mill, o pai do neoliberalismo inglês propôs que o máximo de bem estar coletivo é atingido com a liberdade total aos indivíduos e mercados, mas para esse resultado ser observado, seria necessário uma pré-condição não observada na prática: todos na sociedade deveriam ser iguais e deter o mesmo nível de conhecimento. Essa pré-condição não depende do funcionamento dos livres mercados.

Mas podemos encontrar maiores males. Não enxergamos um limite para o enriquecimento material, não importa quão rica já é uma sociedade, ela sempre terá que continuar enriquecendo e isso se constitui em uma das nossas maiores dificuldades futuras. Apesar dessa crença amplamente seguida por todos, existe uma crise de crescimento em curso no mundo rico hoje e ela existe por conta de questões físicas, populacionais, sociais e ecológicas, variáveis que foram excluídas dos modelos econômicos. Após o advento do conceito de crescimento potencial do PIB, todas as empresas, mercados financeiros e governos projetaram seu fluxo de caixa ajustado a esse crescimento potencial. Se não mudarmos esses conceitos, podemos estar na iminência de uma severa crise econômica financeira, pois toda a poupança financeira mundial está investida em ativos, cujo valor corrente depende de crescimento infinito, que pode ser física ou ambientalmente impossível de ser concretizado.

O novo conceito de crescimento potencial acabou aderindo à nossa obsessão por crescimento. Por causa dessa novidade, hoje em dia, para termos uma crise severa refletida na queda dos preços dos ativos financeiros, basta que a economia

creença abaixo do potencial. A economia americana cresceu abaixo do potencial nos anos 2001-2003, registrando um crescimento de 6,5% e só agora em 2004 ela voltou a crescer em 2004 4,5%, acima do potencial. Todo esse crescimento não tem produzido empregos compatíveis com a dinâmica populacional (que num planeta finito deveria ser estável e limitada pelas condições de sustentação biológica da Terra). Além disso, esse crescimento tem produzido um esfacelamento dos ecossistemas, que colocou a vida na Terra no maior processo de extinção dos últimos 65 milhões de anos. Apesar de todas as evidências contrárias, ainda sobrevive o mito econômico do mundo inesgotável, onde a palavra recursos naturais não aparece em quase nenhum livro texto de macroeconomia e as políticas que regem e dominam todos os governos do planeta só são apenas as políticas de demanda, como se a produção de bens e serviços brotasse do nada, sem nenhuma restrição espacial, ecológica, sistêmica.

Os mercados acionários caíram em 2001-2003 por três anos consecutivos no mundo todo principalmente porque a locomotiva do planeta – Estados Unidos - cresceu pouco menos da metade do seu potencial, 6,5%, produzindo uma desaceleração global. O caminho não é por aí e o progresso dos países ricos ainda não caiu por terra simplesmente porque existe hoje o comércio internacional capaz de suprir esses países com recursos naturais e com equilíbrio ecológico que eles já não mais possuem. Esses recursos são considerados gratuitos, posto que nos livros textos de macroeconomia as palavras ecologia ou recursos naturais, sociedade e natureza não fazem parte da equação. Dado que a mudança de cenário brasileiro tem decorrido de fatores externos, incluindo a bonança do ano de 2003, concluímos que precisamos urgentemente de um conjunto de ações voltadas para preservar o equilíbrio econômico também aliado a questões sociais e ambientais.

Indicadores Macroeconômicos e Projeções (*)

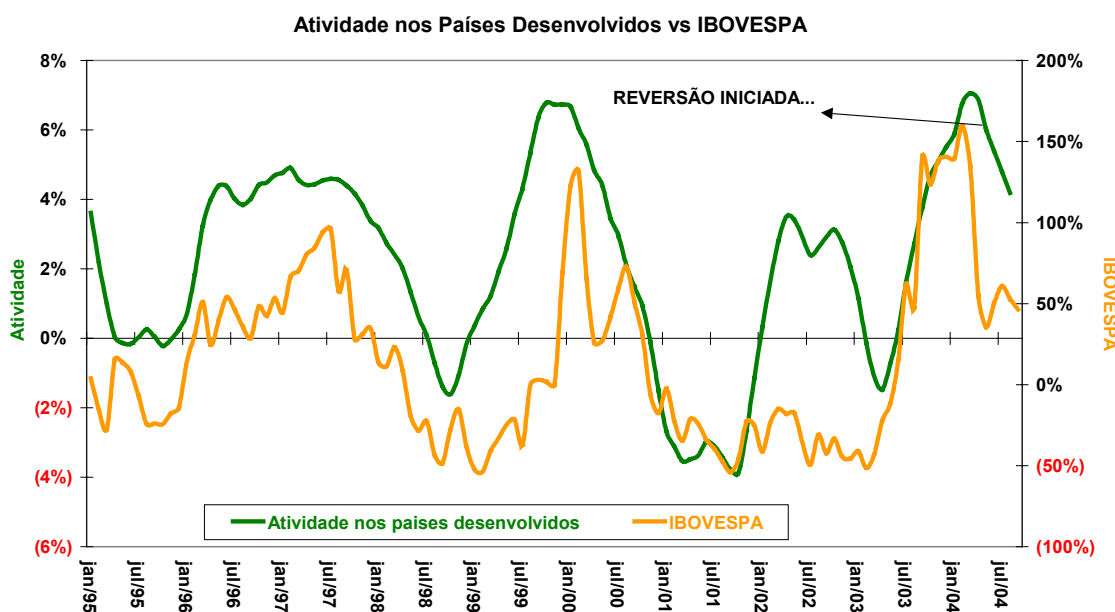
Última atualização 13/10/04	Melhor cenário					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
PIB Crescimento Real (%)	4,3	1,3	1,9	(0,2)	5,1	3,5
Agropecuária (%)	2,2	5,7	5,8	4,9	5,9	
Indústria (%)	4,8	(0,3)	1,5	(1,0)	5,3	
Serviços (%)	3,8	1,9	1,5	(0,1)	4,8	
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	6,0	7,7	12,5	9,3	7,2	5,1
Inflação (IGPM/FGV) (%)	10,0	10,4	25,3	8,7	13,0	6,0
Taxa de Câmbio Média (R\$/US\$)	1,83	2,35	2,93	3,07	2,96	3,06
Taxa de Câmbio Final (R\$/US\$)	1,96	2,32	3,53	2,89	3,00	3,12
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	(24,70)	(23,2)	(7,7)	2,0	10,5	2,0
Saldo Comercial (US\$ bi)	(0,73)	2,6	13,1	24,8	33,0	26,0
Taxa de Juro Nominal Final do ano (Selic)	15,8	19,0	25,0	16,5	17,0	17,5
Taxa de Juro Nominal Média	17,3	17,3	19,2	23,2	16,0	17,2
Taxa de Juro Real (deflacionado pelo IPCA)	10,7	8,9	5,9	12,8	8,2	11,5
Dívida Pública (% do PIB)	49,5	53,3	55,5	58,2	55,5	55,7
Resultado Nominal do Setor Público (% do PIB)	4,5	5,2	10,3	3,7	2,4	2,7
Resultado Primário do Setor Público (% do PIB)	(3,5)	(3,6)	(3,9)	(4,37)	(4,50)	(4,50)

(*) As áreas sombreadas são projeções.

ECONOMIA

A desaceleração econômica mundial, evidenciada pela reversão dos indicadores antecedentes das economias da OCDE (ver figura 1), deflagrou uma realocação dos portfólios globais. Por essa razão, os fundos de países emergentes enfrentaram saídas líquidas entre maio e agosto últimos. A lógica por trás dessa realocação é que a desaceleração mundial aumenta a aversão ao risco, reduzindo os investimentos em países emergentes, onde o risco é mais elevado. Esse é um termômetro fundamental, que interfere diretamente nos fluxos para o Brasil. Dois fatores contribuíram para atenuar o efeito desse fenômeno sobre a Bolsa e o câmbio. O primeiro está ligado ao bom comportamento da economia brasileira em todas as frentes (mais detalhes abaixo). O segundo é que em setembro e no início de outubro perceberam-se - e foram avaliados como positivos - sintomas de reigitação da economia mundial, voltando os mercados emergentes a registrar entradas líquidas positivas de investidores estrangeiros. A nova alta dos preços de commodities – excetuando-se as agrícolas – indica o reaquecimento da demanda mundial e da economia chinesa. Já a forte elevação dos preços do petróleo segue sendo minimizada pelos mercados, com base na tese de que não afetará o núcleo da inflação nem a política monetária, exigindo elevações de juros mais fortes, por exemplo, dos Estados Unidos. Outra tese do mercado é que fatores pontuais pressionam os preços do petróleo, mas estruturalmente o mercado está preparado para apresentar quedas. Não podemos remar contra as teses de mercado e mantemos o otimismo para o mês de outubro, pois boa parte dessas teses não deve se desmontar no curto prazo, embora seja preciso um monitoramento contínuo.

Figura 1 – OCDE LEI



PETRÓLEO E INFLAÇÃO

O efeito sobre a inflação brasileira, tanto no IPC quanto no IPA, depende dos reajustes concedidos pela Petrobrás. Nafta, óleo combustível e querosene de avião vêm sendo reajustados até duas vezes por mês, embora em geral seja apenas uma vez. Já os principais itens para a inflação - como gasolina, diesel e GLP - dependem de uma muito aguardada definição de reajustes pela Petrobrás. Enquanto esses reajustes não forem dados, fica indefinido o efeito real da alta do petróleo sobre a inflação. A atual defasagem dos preços domésticos desses itens em relação aos preços internacionais já supera 20%. O que ainda não se sabe é se a Petrobrás eliminará toda a defasagem com os preços internacionais. Supondo um reajuste de 20% nas refinarias - o que produziria aproximadamente

10% nas bombas -, nosso modelo de projeções - que inclui a hipótese de manutenção de juros a 16,25% e de câmbio estável a 2,90 até 31 de dezembro de 2005 - subiria de 5,7% para 6,8%, um impacto adicionado direto e indireto na inflação de 1,1 ponto percentual. Por impacto indireto entendem-se os efeitos dessa alta sobre os preços livres.

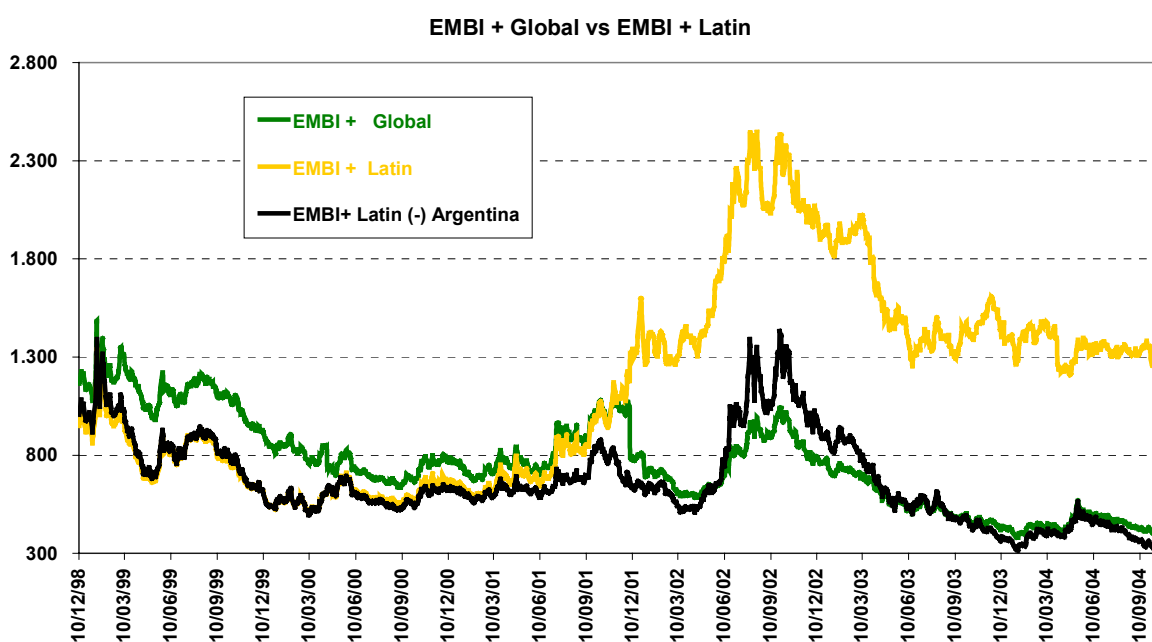
Se a alta dos preços for percebida pelos mercados financeiros nacionais e globais como um choque de oferta - o que ainda não aconteceu -, as conseqüências seriam:

- Juros internacionais mais altos, economia mundial desacelerando. Esses fenômenos elevariam o risco global e afetariam a trajetória do risco país, comprometendo nossos fluxos de comércio e de capitais.

- Domesticamente, haveria dois choques: um via inflação, através dos reajustes concedidos pela Petrobrás para realinhar os preços e outro via câmbio (pressionando também as taxas de inflação), através da degeneração do cenário externo e do risco global, e outro. Isso exigiria um aperto monetário maior ao que estimamos e poderia reduzir o crescimento brasileiro. Portanto, nossas projeções de 17% para a taxa Selic no final desse ano e 17,5% para o final de 2005 seriam provavelmente insuficientes num cenário de não reversão dos preços de petróleo no médio prazo.

Por enquanto, a tese de mercado fundamental é de não observância desses riscos potenciais, com base na reversão dos preços do petróleo no médio prazo e de uma desaceleração pequena no ciclo mundial, com a taxa de crescimento do PIB mundial recuando ligeiramente de 3,9% para 3,3%. O efeito dessa visão sobre os mercados emergentes é de contínua melhora, como pode ser observado no comportamento da taxa de risco dos países emergentes e da América Latina (figura 2).

Figura 2

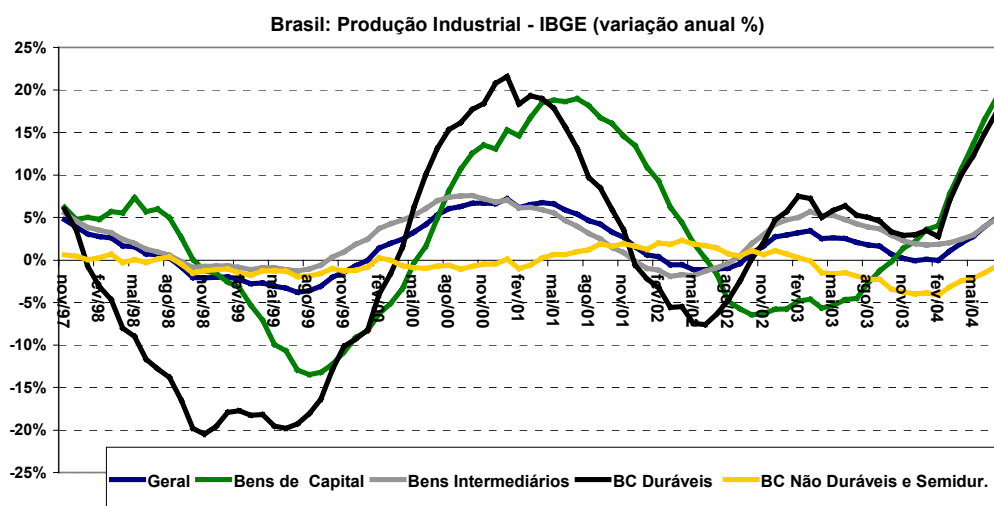


Cenário doméstico: atividade, inflação e juros

O forte crescimento econômico brasileiro do segundo trimestre deste ano deve se repetir no terceiro. Indicadores antecedentes como a produção de veículos (ANFAVEA) e a produção de energia elétrica (ONS) apresentaram resultados bem expressivos nos últimos meses e mostram que a produção industrial deste trimestre também deverá ser robusta, corroborando nossa expectativa de crescimento do PIB para este ano superior a 5,0%.

O aquecimento da atividade econômica tem melhorado as condições do mercado de trabalho - a criação de empregos acumulada nos últimos 12 meses até agosto passou dos 300 mil postos. Esse desempenho tem gerado uma melhora na demanda doméstica e, conseqüentemente, todos os setores da economia passaram a se recuperar. Os setores mais sensíveis à massa salarial como os bens semi e não duráveis também têm apresentado um crescimento significativo na margem, conforme mostra a figura 3.

Figura 3



Pode-se separar o crescimento econômico em duas fases. A primeira foi impulsionada pelo aumento da demanda externa e pela queda da taxa de juros, propiciando o crescimento dos setores exportadores (principalmente intermediários) e daqueles mais ligados a crédito (especialmente os bens duráveis). A melhora das condições do mercado de trabalho nesses setores propicia a recomposição da massa salarial e, na segunda fase, vários meses depois dos impulsos iniciais, beneficiam-se os setores mais ligados à demanda interna. Nesta última etapa, a atividade econômica passa a depender menos da atuação da política monetária e mais da dinâmica própria da economia. Assim, minimizam-se os impactos de aumentos graduais da taxa de juros sobre a atividade. É, portanto, absolutamente natural e típico que esses setores ligados à segunda fase estejam “atrasados” em relação ao ciclo e não é de forma alguma algum indício de fraqueza da economia.

O crescimento da demanda doméstica nos últimos meses não tem comprometido o saldo da balança comercial. Apesar do aumento das importações, as exportações também subiram, em conseqüência da forte demanda externa. Por ora, os saldos comerciais têm sido continuamente revistos para cima, tanto para este quanto para o próximo ano. As projeções dos analistas para balança comercial em 2004 saltaram de US\$ 19 para 32,3 bilhões. Em 2005, de US\$ 19 para 27 bilhões.

Esse processo de expansão vem sendo acompanhado por um alto grau de utilização da capacidade instalada, principalmente nas indústrias de bens intermediários, o que tem gerado pressões sobre os IPAs nos últimos meses. Os baixos índices de inflação ao consumidor divulgados a partir do mês passado são reflexos da deflação no grupo de alimentos e do fim dos reajustes de preços administrados. No entanto, apesar dessa redução substancial dos IPCs, os núcleos de inflação permaneceram num patamar elevado e incompatível com a trajetória da meta de inflação.

A principal preocupação do Banco Central (BC) é evitar que essas pressões sobre os índices de preço no atacado sejam repassados ao consumidor. Ou seja, o BC deve agir preventivamente para conter uma possível inflação de demanda, e essa ação deve ocorrer com aumentos graduais e duradouros de juros, cujo efeito sobre a produção deve ser reduzido nessa fase do crescimento econômico.

Portanto, a continuidade do crescimento econômico brasileiro no próximo ano depende de um alto grau de investimentos. Há sinais de que isso já vem ocorrendo - no segundo trimestre, os investimentos cresceram 11,43%, contra 5,25% do PIB. A incerteza quanto a esse ponto decorre da rapidez da maturação desses investimentos, que sinalizará o momento em que o BC poderá voltar a amenizar sua política monetária.

A decisão do BC de adotar uma meta ajustada de 5,1% para 2005 e o aumento do superávit primário de 4,25% para 4,50% do PIB para 2004 não altera nossa percepção da necessidade de aumentos graduais da Selic em 0,25 p.p. nas próximas reuniões do COPOM, para evitar que ocorra inflação de demanda. Há que considerar também que se reduziu o intervalo entre o centro e o teto da meta ajustada, o que diminui o espaço de acomodação de aumentos inesperados nos preços.

Em caso de reajustes adicionais no preço da gasolina (além dos 5% restantes para este ano estimados pelo BC), será necessária uma política monetária mais agressiva. Calculamos que um repasse integral da defasagem do preço do petróleo com o mercado internacional aumentará o IPCA estimado para de 5,1% em 2004 para 6,2%, valor próximo do teto da meta de 7%. No entanto, acreditamos que, até o fim do ano, o reajuste para o consumidor será de 5%. Essa elevação das taxas de inflação em 2005 distanciando da meta de 5,1% explica a necessidade de um aumento de juros maior.

POLÍTICA

As eleições municipais devem ditar o ritmo dos trabalhos no Congresso neste mês. Acreditamos que os resultados do primeiro turno, fortalecendo tanto o PT quanto o PSDB, não devem alterar a seriedade com que a política econômica vem sendo tratada, especialmente pelo Ministério da Fazenda e pelo BC. A seguir, traçamos duas possibilidades para os próximos passos do governo.

A primeira é que o governo mantenha a atual programação de reformas, o que ajudaria no crescimento econômico do país. No entanto, acarretaria perda de apoio político de peças importantes da base aliada, a que o governo não prestou muito apoio nas eleições municipais.

A segunda - que reputamos mais provável - é que o PT comece a recompor sua base aliada, preparando-se para as eleições presidenciais de 2006. Assim, os interesses dos parlamentares não poderiam ser prejudicados, o que dificultaria a aprovação de reformas mais significativas no Congresso. Lembremo-nos de que a acomodação de interesses é sempre o modo mais fácil de se governar, e essa estratégia talvez oriente os próximos passos do Executivo e Legislativo.

Acreditamos que as discussões sobre a PEC paralela da Previdência e as agência reguladoras só serão retomadas depois das eleições. A PPP ainda precisa ser apreciada no CAE do Senado, e a Lei de Falências só poderá ser votada quando a pauta da Câmara, que tem 18 medidas provisórias, for desobstruída. Esses assuntos devem voltar aos trabalhos depois do segundo turno das eleições municipais.

MERCADO DE AÇÕES

Em setembro, a Bolsa continuou subindo pelo quarto mês consecutivo – Ibovespa médio + 1,78% e IBX50 médio + 5,95% - acumulando no ano + 4,80% e 9,59%, respectivamente. O descolamento dos dois índices (Ibovespa e IBX50) deveu-se essencialmente ao setor de telecomunicações, que tem grande peso no Ibovespa e vem apresentando fraco desempenho em Bolsa. No mês, houve a colocação secundária de Eletromotores Weg e a colocação primária da Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL), que foi absorvida pelo mercado.

Apesar do patamar alto do preço de petróleo, os sinais gerais da retomada do nível da atividade e do consumo interno e a melhora gradual da renda e do mercado de trabalho vêm respaldando o recente desempenho da Bolsa. Em outubro, o mercado de renda variável deverá operar observando a tendência do preço do petróleo e a condução da política monetária de curto prazo, além da temporada de resultados do terceiro trimestre das empresas brasileiras, que esperamos que seja positiva. O upgrade pelas agências de ratings e a queda do risco país, conjugados com o valuation atrativo das ações brasileiras, poderão despertar o interesse dos investidores estrangeiros e estancar o fluxo negativo dos últimos meses. No decorrer do mês, deverá haver a oferta de colocação de ações de Grendene e da Diagnósticos das Américas.

MERCADO DE RENDA FIXA

O mês de Setembro continuou a demonstrar a alta volatilidade nos mercado de juros, câmbio e bolsa. As dúvidas no mercado internacional continuam as mesmas: preocupações em relação à trajetória do preço do barril de petróleo e a expectativa em relação à condução da política monetária americana.

O mercado está demonstrando uma tendência de continuidade na alta volatilidade ao longo dos próximos meses. Acreditamos que os mercados podem continuar a seguir os fundamentos internos de crescimento forte descolando dos mercados externos e continuando a ter menor prêmio de risco pago no Brasil em relação aos outros países emergentes.

Este material foi preparado pela ABN AMRO ASSET MANAGEMENT S.A., uma empresa do grupo ABN AMRO, em caráter meramente informativo, não constituindo oferta de venda ou solicitação para compra de qualquer título, valor mobiliário ou outro instrumento financeiro. Embora tenha sido elaborado com base em informações julgadas confiáveis, o mesmo não representa qualquer garantia por parte do ABN AMRO de que tais informações sejam exatas ou completas. Embora o objetivo deste trabalho seja apresentar as informações e opiniões de forma apropriada, podem existir razões alheias ao conhecimento do ABN AMRO que o impeça de assim proceder. As opiniões, projeções, suposições, estimativas, avaliações e preços apresentados neste material referem-se à data nele indicada e estão sujeitos a alterações a qualquer momento, sem o aviso prévio por parte do ABN AMRO. Por atuar de forma absolutamente segregada das demais empresas do grupo, as opiniões, projeções, análises ou estimativas demonstradas pela ABN AMRO ASSET MANAGEMENT S.A. neste material podem apresentar divergências em relação àquelas eventualmente apresentadas pelas demais empresas do grupo. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído ou copiado, total ou parcialmente, sem a prévia e expressa autorização do ABN AMRO.