

Outubro  
2006

#### Indicadores Setembro

Ibovespa médio

36.454

+ 0,34% no mês

+ 9,60% no ano

IBX médio

11.832

- 0,49% no mês

+ 10,71% no ano

S&P 500

1.335,85

+ 2,46% no mês

+ 7,01% no ano

CDI

+ 1,25% no mês

+ 10,38% no ano

Dólar = \$ 2,1742

+ 1,66% no mês

- 7,11% no ano

**Eduardo Castro**

*Chefe de Investimentos*

**Hugo Penteado**

**João Mamede**

*Economia e Estratégia*

**Pedro Villani**

**Bruno Erbiste**

*Investimentos Socialmente Responsáveis*

**Gilberto Nagai**

**Claudio Delbrueck**

**Daniel Pasquali**

**Eduardo Mendonça**

**Sandra Petrovsky**

**Cesar Dominguez**

**Paschoal Paione**

*Gestão Renda Variável*

**Eduardo Castro**

**Cal Constantino**

**Jose Malavasi**

**Ricardo Rossi**

**Sidney Uejima**

*Gestão Renda Fixa*

**Sylvio de Castro**

**Gustavo Taouil**

**Nathalie Ricconi**

**Renato Santaniello**

*Alocação de Ativos*

**Área de vendas**

55 11 3174 6166

## Ecoeconomia

### Economia e aquecimento global: o paraíso perdido

A sustentabilidade vem sendo gradativamente conquistada por pessoas engajadas dentro de algumas empresas e instituições financeiras. Cada pequeno passo é, na verdade, gigantesco, pois a resistência às mudanças é tão grande, que levou Einstein a escrever: "o maior sintoma de loucura dos tempos atuais é querer fazer sempre as mesmas coisas esperando resultados diferentes."

O que poderia ser considerado um acerto há 20 ou 30 anos pode ser um completo equívoco hoje. A perda de florestas e de biodiversidade, o esgotamento dos oceanos, a escassez de água e o aquecimento global não são mais preocupações para o futuro. São para agora, e isso torna inexplicável o pouco caso dos economistas tradicionais para com essas questões. No documentário Uma verdade inconveniente, Al Gore mencionou a não linearidade do aquecimento global, característica que pode ser estendida a qualquer outra tensão que causamos à natureza. Por exemplo, a partir de um certo ponto de devastação da Amazônia, a floresta pode passar a se auto-destruir. Se isso acontecer, será impossível encontrar uma solução, pois o processo será já irreversível.

Com a advertência sobre a não linearidade do aquecimento global, Al Gore na verdade fez uma crítica direta às estatísticas que estimaram o impacto do aquecimento global sobre o crescimento mundial anual como uma redução de apenas 0,1% (ao invés de crescer 3% todos os anos, a economia mundial cresceria 2,9%). Adicionalmente, esses mesmos trabalhos concluíram que investir recursos para combater esse enorme problema produziria uma redução muito maior do crescimento mundial anual. Com base nesses dados, a recomendação para que nada se fizesse para combater o aquecimento global e uma análise estatística para apenas 50 anos (prazo considerado irrelevante!) justificaram a não adesão ao Tratado de Kyoto. A comunidade científica inteira conhece bem o conceito de resiliência da natureza, segundo o qual, uma vez ultrapassado esse limite, a mudança é abrupta e nenhum modelo de impacto do aquecimento global sobre a economia jamais poderia assumir a linearidade do fenômeno, a menos que ignorasse as maiores descobertas da atualidade sobre o tema.

Mesmo assim, já é um grande avanço transformar uma das inúmeras e urgentes questões ambientais em questão econômica. Incluir os problemas ambientais nas questões econômicas é um caminho que deve ser intensificado, assim como a criação de núcleos de pesquisa para preverem-se e se prevenirem eventuais retrocessos causados por eles. A postura dos economistas diante das questões ambiental e social vem se tornando cada vez mais crítica. As crenças econômicas foram duramente abaladas por um economista de renome, pai da chamada economia ecológica, Nicholas Georgescu-Roegen (1906-1994), que fez uso dos avanços



da física para mostrar que os modelos econômicos são incapazes de explicar e controlar a realidade. A visão matemática e mecanicista dos economistas terá que dar lugar a explicações e soluções que respeitem as diferenças sociais, culturais, ambientais e políticas de cada país e abandonar de uma vez por todas a pretensão de que existe uma solução econômica única para todos os cantos do planeta.

Depois do comprometimento da camada de ozônio, o aquecimento global trouxe à tona novamente uma importante relação de causalidade entre as ações humanas e um resultado ambiental desfavorável e que pode ser estendida a vários outros resultados que ameaçam nosso progresso socioeconômico. Todos os trabalhos científicos dos melhores nomes e de prêmios Nobel são unânimes ? o aquecimento global é um fato e sua causa está nas atividades humanas. Reconhecem-no físicos, biólogos, paleontólogos etc., todos trabalhando para uma mudança de valores a tempo de garantir a nós e às gerações futuras uma perspectiva mais estável, justa e equilibrada.

## **Economia externa**

### **Recessão ou desaceleração suave?**

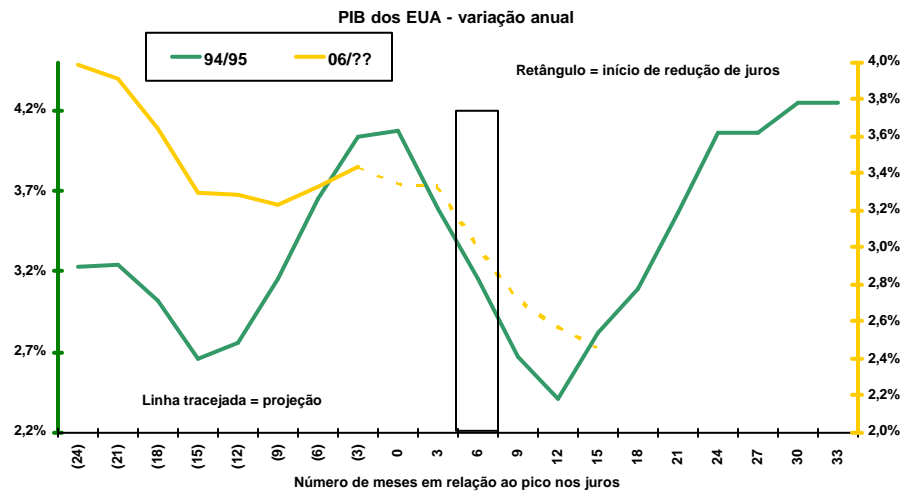
A melhor forma de discutir se os EUA entrarão ou não numa recessão é comparar o período de 2006/2007 com 1994/1995, última desaceleração suave observada. Essa comparação revela algumas semelhanças, que podem antecipar o futuro, e também algumas diferenças. Como resultado, não só temos muito a aprender como fica mais evidente que estamos caminhando para uma desaceleração suave, e não para uma recessão. Se isso for verdade, os mercados reverterão todas as suas tendências pessimistas, pois, por regra, são sempre fundamentalistas. Em outras palavras, os mercados não criam realidade, apenas a refletem. Podem se descolar da realidade, mas esse descolamento tem data para terminar ?é quando as evidências fundamentalistas mostrarem onde realmente estamos.

Desde o início, nosso cenário de desaceleração suave foi continuamente desafiado pelos cenários de inflação, estagflação e recessão percebidos pelos mercados. Em um único mês, o mercado passou do medo de inflação para o de recessão, fenômenos excludentes. A partir de setembro, houve uma maior convergência para um cenário que se aproxima mais da desaceleração suave, porque, depois da pausa nos juros feita pelo FED (autoridade monetária dos EUA) em 8 de agosto e de sua manutenção na reunião seguinte, de 20 de setembro, além dos dados econômicos favoráveis de atividade e inflação, confirmou-se o cenário pelo qual a desaceleração da atividade para abaixo do potencial contribuirá para fazer a inflação ceder nos próximos 3 ou 4 trimestres. Qualquer menção de preocupação com inflação é antes dever de ofício dos membros do FED do que seu cenário real; com o atual processo de desaceleração do setor imobiliário, sua maior preocupação (e também maior incerteza) é quanto à atividade.

Ainda comparando 2006/2007 com 1994/1995, analisemos as semelhanças, os fatos estilizados e as diferenças desses dois momentos. É semelhante o fato de o problema inflacionário ter forçado um ciclo de alta nos juros, que produziu desaceleração do setor imobiliário e conseqüentemente do consumo, com impacto no PIB. É estilizado o fato de o fim do aperto nos juros não coincidir

com o melhor momento da economia nem com o pior da inflação e ter havido uma pausa de seis meses antes de se iniciar um afrouxamento monetário. O prazo para todo o processo de desaceleração e recuperação é de dois anos, e trata-se de uma recuperação em V (Figura 1). Relativamente àquele período, não só ainda não passamos pelo pior como, a contar de setembro de 2006, ainda vão se passar de 6 a 9 meses para observarmos recuperação. Assim, a recuperação da economia só será observada no segundo trimestre de 2007 e, depois de uma pausa de seis meses, no final de janeiro de 2007, o FED iniciará um ciclo de redução de juros.

Figura 1



A parte interessante está nas diferenças, posto que elas podem determinar se seremos ou não capazes de repetir o mesmo fenômeno do passado:

1) Poupança das famílias em percentual da renda disponível negativa: nos anos 1990, o monumental ganho de riqueza das ações (e de empresas de alta tecnologia) fez com que um norte-americano médio que poupasse 20% da sua renda anual rapidamente tivesse riqueza suficiente para começar a sacar dinheiro para gastar além de sua renda. A riqueza destruída com a crise do Nasdaq, de quase 4 trilhões de dólares, foi rapidamente substituída pela formação de riqueza no setor imobiliário, de 5 trilhões de dólares. Isso significa que o processo de gastar além da renda não foi substituído e, além disso, a esticada nos preços dos imóveis promoveu um impacto positivo maior, que será seguido de um impacto negativo também maior. Portanto, o comportamento do setor imobiliário e do consumo privado (70% do PIB) vai ser pior em 2006/2007 do que foi em 1994/1995.

2) Acúmulo de estoques e criação de empregos: antes do início da desaceleração suave de 1994/1995, o acúmulo de estoques e a criação de empregos foram muito robustos e, por essa razão, o comportamento de investimentos durante esse processo foi de uma queda brusca. Agora, não só não há acúmulo de estoques ou de empregos como tampouco se comprimiram as margens de lucros das empresas ou o ambiente de investimentos, que por isso, tende a ser bem mais favorável. Desta vez, os investimentos estão ainda se acelerando e a queda será menor que em 1994/1995, talvez a ponto de neutralizar grande parte do comportamento negativo do consumo.

3) Amortecedores funcionando: a elevação da inflação e dos preços de energia fizeram estragos nos gastos reais dos consumidores, mas, daqui em diante, haverá quedas da inflação e dos preços de energia. Outros amortecedores que podem ser mencionados são a queda dos juros de longo prazo, em decorrência do fim do aumento de juros no dia 8 de agosto, que durou 26 meses, e a melhora do quadro fiscal, indicando que, se for preciso, o governo pode promover algum tipo de expansão para estimular a economia. Além disso, a recuperação do mercado acionário vem gerando uma formação de riqueza que compensará parcialmente a perda junto ao setor imobiliário.

O maior risco para esse cenário está numa eventual recessão, com interrupção da atual pausa dos juros para se socorrer a economia. Evidentemente, o espaço para conter uma recessão com estímulo monetário e fiscal é bem menor que em 2001, posto que os resultados fiscais e os patamares de juros reais oferecem hoje um espaço expansionista significativamente menor. Na verdade, é até com certo otimismo que podemos acreditar nesse tipo de solução, no momento. Finalmente, o atual déficit externo norte-americano de quase U\$ 700 bilhões, muito superior ao do período 1994/1995, de menos de U\$ 100 bilhões, aponta para a necessidade de um crescimento de demanda interna e do PIB bem menor que o potencial não apenas por um ou dois anos, mas provavelmente por uma década, como forma de solucionar esse enorme desequilíbrio global. No momento, sem rupturas no fluxo de financiamento externo para os EUA, é como se o déficit externo não existisse. O estímulo que países emergentes teriam para estancar esse financiamento não existe, uma vez que causaria uma queda brusca do dólar e uma crise econômica nos EUA que acabaria se revertendo contra eles mesmos. A tese de rotação global ou de uma economia global menos dependente sempre foi considerada verdadeira apenas num cenário de desaquecimento moderado, e não de recessão nos EUA.

Quanto à possibilidade de recessão, a literatura clássica aponta causas exógenas ao sistema: uma guerra, um choque agrícola ou um choque de oferta e mesmo um erro de política monetária. Esses eventos são imprevisíveis; o erro de política monetária pode ser cogitado, mas não há nenhum indício claro de sua ocorrência no período recente dos EUA, de modo que a recessão não passa de adivinhação, com base em eventos que não podem ser previstos. Assim, esse não é um exercício muito útil. Mais interessante é avaliar se o setor imobiliário está passando por um processo de estouro de bolha de preços que, no final, acabará culminando com uma estrondosa retração dos gastos e uma recessão inevitável. A posteriori, isso será visível na grande queda de riqueza imobiliária das famílias, da ordem de U\$ 22 trilhões (março de 2006), ou 41% da riqueza líquida.

Para haver um estouro de bolha, primeiro há que ter sido formada uma bolha de preços de imóveis, mas a análise do tema aponta poucas evidências de isso ter acontecido nacionalmente nos EUA, embora se possam constatar alguns exageros regionais. Mas não aconteceu nada semelhante ao que houve no Japão, cujo Palácio Imperial chegou a valer mais que toda a Califórnia, um estado cujo PIB é bem maior que o do Brasil inteiro. Portanto, a tese de bolha dos imóveis causando recessão padece de evidências mais sólidas. Outra consideração relevante é que um estouro de bolha não deve ter nenhuma causa aparente e, nesse caso, haveria uma enorme

relação de causalidade entre a alta de juros e a queda dos preços dos imóveis. Assim, a possibilidade de recessão nos EUA existe, como existe em qualquer lugar do planeta, mas ela depende de um choque exógeno imprevisível, como mostram todos os estudos de fatos estilizados de crises financeiras e econômicas severas observadas nos últimos séculos. Ao contrário da crise do Nasdaq e dos momentos críticos de 2001, desta vez, os EUA têm doses bem menores dos remédios tradicionais, que provavelmente serão insuficientes para contornar rapidamente uma recessão, como em 2001. Além disso, o desequilíbrio externo norte-americano, como uma Espada de Dâmocles, impõe um ajuste que cedo ou tarde acontecerá, gerando um crescimento bem mais moderado por vários anos consecutivos. Problemas realmente existem e serão enfrentados, mas, no momento, não há indícios que permitam afirmar que caminhamos para uma recessão norte-americana, que certamente será também uma recessão global. O cenário mais provável é o de desaceleração suave e, desta vez, parece que as mensagens do FED, os dados de inflação e de atividade e a própria manutenção dos juros no patamar de 5,25% desde 8 de agosto último reforçam essa visão, trazendo otimismo para os mercados.

## **Economia Doméstica**

### **Juros menores para manter investimentos e crescimento em 2007**

As recentes mudanças de análise do crescimento da economia brasileira deflagraram uma série de revisões nas projeções: crescimento, inflação e juros estão sendo revistos para baixo (Figura D1), só o câmbio ficando inalterado. Isso se deveu à surpresa de o Banco Central (BC) reduzir em 0,50 pontos-base os juros, em 30 de agosto, quando todos esperavam uma queda de apenas 0,25. O conservadorismo com o juros não confirmado pelo BC foi projetado em função do estreitamento do hiato de produto (menor capacidade ociosa), da defasagem da política monetária e da perspectiva de aceleração da inflação no segundo semestre, que, embora não seja mais de interesse para as decisões atuais de juros, deixaria bem claro que a queda do primeiro semestre tinha uma natureza temporária, ligada a choques de oferta positivos.

Os dados seguintes de atividade mostram um enfraquecimento inusitado para o padrão histórico brasileiro. Comparam-se o último período de forte expansão induzido por queda de juros e o período atual, em que se nota que a demanda interna continua contribuindo, tanto quando naquele ano, e claramente o principal redutor do crescimento vêm sendo as exportações líquidas (Figura D1a). Por outro lado, os investimentos mostram um panorama bem melhor agora.

Outro fator que contribuirá para a queda das expectativas inflacionárias é a revisão da variação dos preços administrados. Ajustando-se as projeções do modelo do BC de 6,1% para preços administrados esperados em 4,5%, as projeções do cenário de referência caem de 4,3% para 3,8% em 2007 (figura D2).

Figura D1

	Projeção feita em:	Consenso	AAAM BR
Crescimento do PIB - 2006	final de julho	3,6 ↓	4,2 ↓
	final de agosto	3,5 ↓	3,9 ↓
	hoje	3,0 ↓	3,3 ↓
Crescimento do PIB - 2007	final de julho	3,7 ↓	4,0 ↓
	final de agosto	3,5 ↓	4,0 ↓
	hoje	3,5 ↓	3,8 ↓
Taxa de juros, final - 2006	final de julho	14,25 ↓	14,50 ↓
	final de agosto	14,00 ↓	13,50 ↓
	hoje	13,50 ↓	13,25 ↓
Taxa de juros, final - 2007	final de julho	13,00 ↓	12,50 ↓
	hoje	12,50 ↓	12,00 ↓
Câmbio, final 2006	final de julho	2,23 ↓	2,15 ↔
	hoje	2,19 ↓	2,15 ↔
Câmbio, final - 2007	final de julho	2,35 ↓	2,25 ↑
	hoje	2,30 ↓	2,35 ↑
Inflação - 2006	final de julho	3,77 ↓	3,90 ↓
	final de agosto	3,68 ↓	3,00 ↓
	hoje	3,01 ↓	3,00 ↓
Inflação - 2007	final de julho	4,50 ↓	4,50 ↓
	final de agosto	4,50 ↓	3,80 ↓
	hoje	4,20 ↓	3,80 ↓

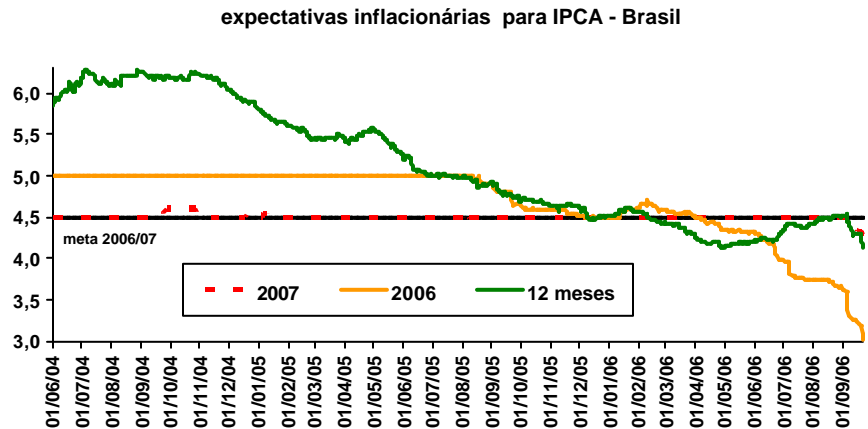
Figura D1a

	2004	2006 (p)
Crescimento do PIB	4,94%	3,06%
Demanda interna, contrib. para crescimento	4,01%	4,01%
Exportações líquidas, contrib. para crescimento	0,93%	(0,95%)
Produção industrial	8,39%	2,54%
Vendas no varejo	4,31%	5,14%
Vendas de veículos	12,42%	6,85%
Exportações de veículos	30,17%	(0,93%)
Investimentos	0,69%	2,63%

O equilíbrio entre oferta e demanda vem se favorecendo por um menor uso da capacidade produtiva e pela expansão da capacidade futura, com investimentos. Na parte da produção, por setores, o único crescimento que se destaca é o de bens de capital, ligado a investimentos. Ao contrário de 2004, onde o boom de exportações e o crescimento da demanda interna contribuíram para esgotar a capacidade existente, desta vez, a contribuição real das exportações está empurrando o PIB para baixo. Além disso, em 2004, havia escassez de investimentos, o que não ocorre no ciclo atual. Não é correto atribuir o baixo crescimento à falta de investimentos, posto que em 2004 a economia brasileira cresceu quase 5% com o mesmo nível de investimentos atual. O maior motivo desse crescimento menor está nas exportações líquidas negativas. Portanto, há claramente espaço para juros menores, cuja redução deve se estender mais.

A revisão de balanço comercial em 2006, atingindo um superávit esperado de U\$ 44 bilhões, decorreu apenas do efeito preço, ao passo que o efeito real, que é capturado pelo PIB, acabou contribuindo negativamente para o crescimento do PIB e justifica a decepção com os dados do segundo trimestre. A esta altura, um crescimento anual do PIB de 3,5% em 2006 é praticamente impossível, pois requereria uma aceleração para 12% no último trimestre, o que jamais ocorreu (considerando que o PIB no terceiro trimestre já está praticamente dado e deve ser próximo de 1% ou 3,7%, anualizando-se a variação trimestral, Figura D3).

Figura D2



A atividade deve passar realmente por uma aceleração no segundo semestre, cujo arrefecimento foi temporário devido ao campeonato mundial de futebol e à paralisação da produção de petróleo e da siderurgia, além da greve da Receita. Os motivos de aceleração realmente existem ? fim do ajuste de estoques e dos efeitos temporários, efeito defasado da redução de juros, estímulo do crédito e dos gastos governamentais ? mas o que se discute é a magnitude da aceleração e como se comportarão os componentes do crescimento.

As exportações líquidas contribuíram negativamente para o crescimento do PIB no segundo trimestre, devido ao moderado desaquecimento da economia global, que continuará em 2007. A inelasticidade em relação à renda mundial das exportações de produtos primários e commodities deve ter sido atingida e, finalmente, expansão real das importações nem sequer apareceram nos dados. Continua a perspectiva das exportações líquidas como escoadouros de crescimento nos próximos trimestres (Figura D4). Fora isso, os gastos do governo que bateram recorde em 2006 deverão retroceder, drenando também o crescimento do PIB em 2007. Considerando-se a elasticidade dos gastos de investimentos com queda de juros, com as perspectivas desfavoráveis de duas componentes do PIB (exportações líquidas e gastos do governo), o espaço para estimular a demanda de consumo e investimento se abriu e permitirá às taxas recuarem para 13,25 ou 13,5% em 2006 e para 12 ou 12,5% em 2007. Com isso, o crescimento será mais dependente ainda da demanda interna.

Figura D3

## projeção de crescimento

ago/0	projeção	projeção
mar/0	5,2	5,2
jun/0	1,8	1,8
set/0	4,1	4,1
dez/0	12,0	4,1

2006	3,5	3,0
------	-----	-----

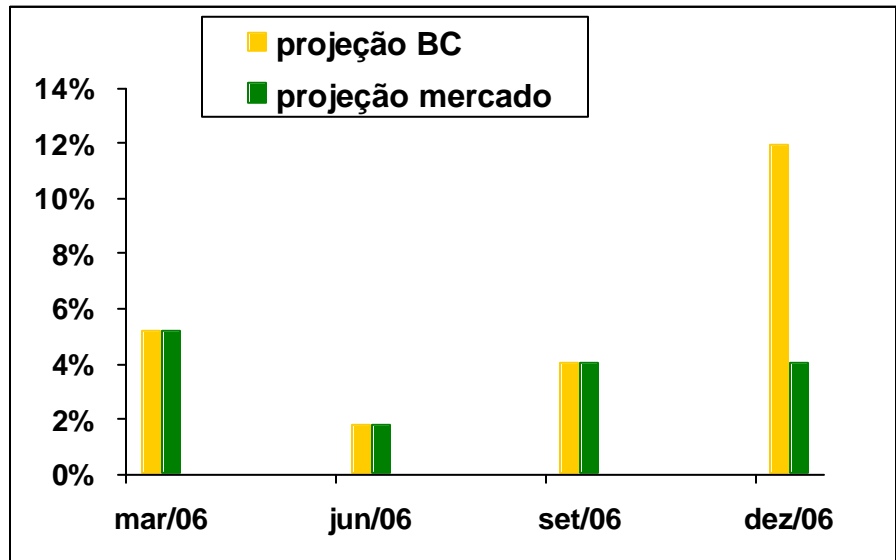
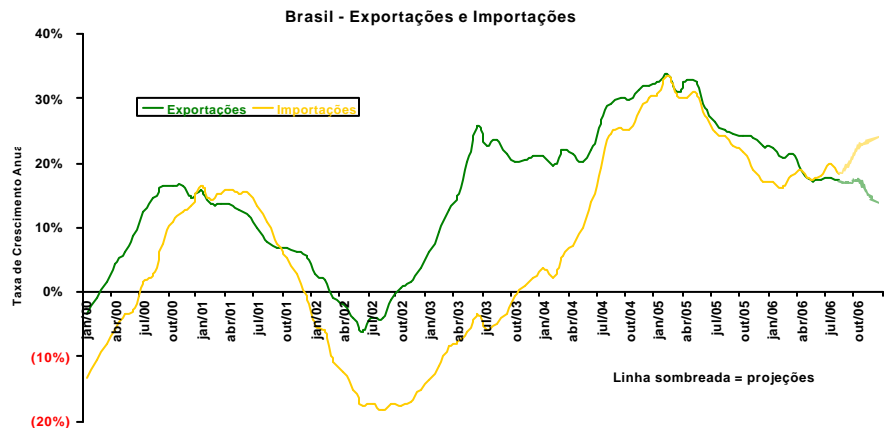


Figura D4

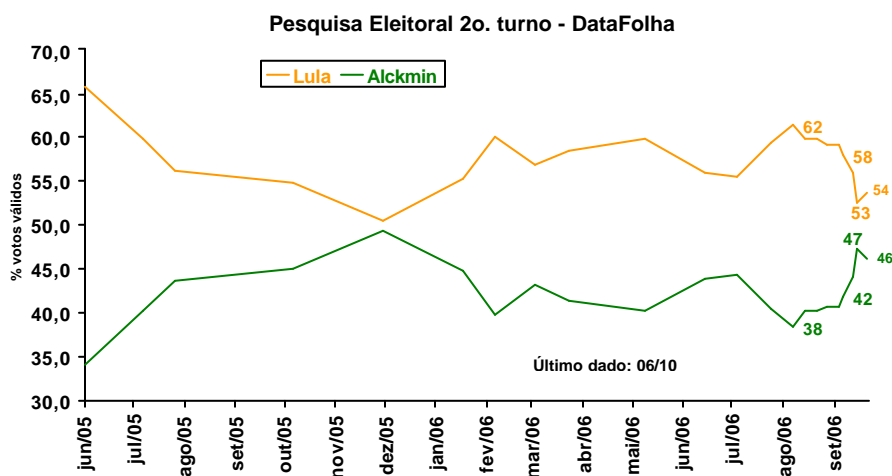


## Política

Independentemente do resultado final ?Alckmin ou Lula ? o segundo turno não será um determinante de preços, pois não há nessa definição qualquer mudança de política econômica ou algum risco que se possa transmitir aos preços. A perspectiva de manutenção das políticas de estabilização é uma questão de lógica: a mudança traz excessivos custos econômicos e sociais, sem nenhum

benefício. Não há nenhuma alternativa para o controle fiscal, estabilidade inflacionária com políticas monetárias adequadas e um regime cambial próximo de flutuante para se preservarem as condições de crescimento da economia. Não obstante isso, rumores do mercado devem trazer volatilidade de curto prazo, conforme se forem divulgando os resultados das pesquisas eleitorais, conforme reversão recente nos resultados da última pesquisa da Datafolha para o segundo turno de 6 de outubro (Figura D5).

Figura D5



## Mercado de Renda Fixa

Em setembro, os dados de inflação e atividade vieram novamente abaixo do esperado pelos analistas, o que gerou as condições necessárias para mais um ajuste positivo no mercado de juros futuros. O contrato de DI mais negociado, o de janeiro de 2008, encerrou o mês cotado a 13,60%, contra um fechamento de 13,99% do mês de agosto. A queda nos preços das commodities, a melhora dos mercados internacionais e os bons fundamentos da economia brasileira devem levar o BC a continuar o processo de afrouxamento monetário. Grande parte dos analistas de mercado espera uma redução de 0,50 ponto percentual na taxa Selic, na próxima reunião do Comitê de Política Monetária, nos dias 17 e 18 de outubro.

A queda nos preços das commodities em setembro trouxe uma expectativa de menor fluxo comercial nos próximos meses, uma vez que a balança comercial brasileira é muito dependente do valor internacional desses produtos. Mas esse não foi o único gerador de incertezas no mercado cambial? a crise motivada por novos escândalos políticos também contribuiu para um aumento da volatilidade nesse mercado. O dólar comercial encerrou o mês cotado a R\$ 2,17, com uma apreciação de aproximadamente 1,20% em setembro. Apesar desse aumento na volatilidade, continuamos esperando um fluxo comercial bastante positivo nos próximos meses, o que evitará uma maior depreciação da moeda brasileira.

## Mercado de Ações

Em setembro, o Ibovespa teve uma performance de +0,3%, mostrando um mercado bastante volátil, em decorrência ainda de incertezas quanto à economia norte-americana. Para outubro, esperamos um mercado menos volátil, pois recentes indicadores reforçam o cenário de desaquecimento gradual da economia dos EUA, mas ainda incerto para o setor de commodities. No Brasil, as atenções se voltam para o segundo turno das eleições presidenciais e como se formará a base aliada, no Congresso, para a aprovação de importantes reformas, no ano que vem. Continuamos com o Ibovespa-alvo para o final de 2006 em torno de 45.000 pontos.

## Projeções

### INDICADORES MACROECONÔMICOS E PROJEÇÕES (\*)

	Projeções					
Última atualização 2/10/06	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIB Crescimento Real (%)	1,9	0,6	4,9	2,3	3,0	3,8
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	12,5	9,3	7,6	5,7	3,0	3,8
Inflação (IGPM/FGV) (%)	25,3	8,7	12,4	1,2	3,3	4,5
Taxa de Câmbio Média (R\$/US\$)	2,93	3,07	2,92	2,43	2,19	2,19
Taxa de Câmbio Final (R\$/US\$)	3,53	2,89	2,65	2,34	2,15	2,24
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	(7,6)	6,7	11,8	14,2	12,9	7,0
Saldo Comercial (US\$ bi)	13,2	24,8	33,7	44,8	44,2	37,0
Taxa de Juro Nominal Final do ano (Selic)	25,0	16,5	17,8	18,0	13,25	12,00
Taxa de Juro Nominal Média	19,2	23,2	16,2	19,0	15,0	12,6
Taxa de Juro Real (deflacionado pelo IPCA)	5,9	12,8	8,0	12,6	11,7	8,5
Risco Brasil	1439	463	383	305	220	200
Dívida Pública (% do PIB)	55,5	58,2	51,7	51,6	50,2	50,1
Resultado Nominal do Setor Público (% do PIB)	10,3	3,6	2,5	3,0	3,2	1,9
Resultado Primário do Setor Público (% do PIB)	(3,9)	(4,25)	(4,59)	(4,83)	(4,25)	(4,25)

(\*) As áreas sombreadas são projeções.

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.

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.