

Índice

Projeções, 1

Ecoeconomia, 2

Cenário externo, 3

Cenário Doméstico, 9

Renda Fixa e Renda Variável, 16

Disclaimer na última página

Indicadores set 2007

Ibovespa médio

60.439

+ 11,23% mês

+ 35,88% no ano

IBX médio

19.887

+ 11,88% mês

+ 36,91% no ano

S&P 500

1.526,75

+ 3,58% no mês

+ 7,65% no ano

CDI

+ 0,80% no mês

+ 8,90% no ano

Dólar = \$ 1,8389

- 6,27% no mês

- 13,99% no ano

Eduardo Castro

Chefe de Investimentos

Hugo Penteado

Fernando Siqueira

Economia e Estratégia

Pedro Villani

Eugênia Buosi

Investimentos Socialmente

Responsáveis

Gilberto Nagai

Cláudia Komamura

Cláudio Delbrueck

Eduardo Mendonça

João Mamede

João Miyashiro

Luiz Binz

Michela Aimar

Rodrigo Glatt

Gestão Renda Variável

Cal Constantino

Fabício Oliveira

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

Projeções

Indicadores macroeconômicos (*)	Projeções					
Última atualização 11/10/07	2003	2004	2005	2006	2007	2008
PIB crescimento real (%)	1,2	5,7	2,9	3,7	4,8	4,7
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	9,3	7,6	5,7	3,1	3,8	3,9
Inflação (IGPM/FGV) (%)	8,7	12,4	1,2	3,8	4,4	3,4
Taxa de câmbio média (R\$/US\$)	3,07	2,92	2,43	2,18	1,95	1,80
Taxa de câmbio final (R\$/US\$)	2,89	2,65	2,34	2,14	1,80	1,80
Saldo em conta corrente (US\$ bi)	4,2	11,7	14,0	13,3	12,2	10,1
Saldo comercial (US\$ bi)	24,8	33,7	44,8	46,3	44,3	39,0
Taxa de juro nominal final do ano (Selic)	16,5	17,8	18,0	13,25	11,25	10,25
Taxa de juro nominal média (CDI)	23,2	16,2	19,0	15,0	11,8	10,8
Taxa de juro real (deflacionado pelo IPCA)	12,8	8,0	12,6	11,5	7,7	6,6
Risco Brasil (spread acima dos treasuries)	463	383	305	192	142	132
Dívida pública (% do PIB)	52,4	47,0	46,5	44,9	43,3	40,8
Resultado nominal do setor público (% do PIB)	(3,3)	(2,3)	(2,8)	(2,9)	(1,5)	(0,6)
Resultado primário do setor público (% do PIB)	3,9	4,2	4,4	3,9	3,8	3,8

(*) As áreas sombreadas são projeções.

Ecoeconomia

Perguntas e respostas para o jornal EcoAção

O trabalho de conclusão de uma aluna de jornalismo, Gisele Franchini, envolveu uma pesquisa sobre o que alunos e professores da rede pública de ensino fundamental gostariam de ler. O assunto preferido – não surpreende – está relacionado com a questão ambiental, ecológica e social que estamos vivendo hoje. Por isso, ela está lançando para uma escola da rede pública de Piracicaba um jornal chamado EcoAção. Ela me fez algumas perguntas por email, cujas respostas serão utilizadas para fundamentar a matéria de capa do jornal sobre o lixo:

1. GF - Você, em seu artigo “Que nem cachorro atrás da própria cauda”, fala sobre o “mito do jogar fora”. Pode nos explicar melhor esse conceito?

Resposta: Correr como cachorro atrás da própria cauda é uma metáfora. Se não atacamos as causas dos problemas sociais e ambientais que nos assolam, ficamos como cachorros correndo atrás da própria cauda, ou seja, acreditamos que estamos resolvendo os problemas, mas na verdade não estamos e eles estão se agravando. Einstein escreveu que o maior sintoma de loucura dos tempos atuais é querer fazer sempre as mesmas coisas, esperando resultados diferentes. As causas dos problemas socioambientais são: 1) conflito do sistema econômico humano com a natureza, 2) crescimento populacional, 3) crescimento econômico e 4) teoria econômica falsa, que ao invés de contribuir para sanar essas questões, agrava todas elas. Para influenciarmos positivamente o futuro da humanidade é fundamental que essas quatro causas sejam atacadas.

Em relação ao “mito do jogar fora”, isso é importante, pois individualmente é racional jogar o lixo na lixeira de casa, mas do ponto de vista coletivo isso é totalmente irracional. Num planeta fechado como a Terra não há o jogar fora, isso não existe. Vamos miniaturizar e fazer de conta que a nossa casa - em que moramos - é o único planeta que possuímos e que por qualquer porta que eu saia dessa casa, eu esteja no universo. Pois bem, não podemos jogar o lixo no universo e não teremos outra coisa a fazer senão acumular o lixo dentro da casa onde moramos. É o que fazemos, transformamos o planeta inteiro numa enorme lata de lixo conosco dentro e pior, vivos. Fomos além, criamos lixos que a natureza não sabe reciclar ou regenerar e viram ameaças ecológicas, rupturas planetárias e supressão da vida em todas as suas formas frágeis e inter-relacionadas, incluindo nós mesmos. Exemplos: produtos químicos, metais, combustíveis fósseis e plásticos. O planeta passou bilhões de anos acumulando materiais abaixo da crosta terrestre, como metais pesados e carbono, e esse fenômeno é um dos fatores que permitiu o surgimento de toda vida na Terra, incluindo os seres humanos. Agora estamos fazendo o caminho inverso e por conta do crescimento econômico, estamos retirando esses materiais debaixo da crosta terrestre e despejando exponencialmente no solo, na água e na atmosfera que é uma película (se passássemos um verniz em uma bola de futebol, essa camada na bola seria o que representa a nossa atmosfera em relação ao tamanho da Terra).

2. GF - Você também diz que não é o meio ambiente que precisa ser defendido e sim o homem. Em que sentido podemos fazer isso?

Resposta: Acreditar que é o meio ambiente que está ameaçado é antropocentrismo puro, excesso de auto-importância do ser humano, como se ele fosse o agente causador de tudo, cujo poder transformador sempre fosse benéfico. Pois bem, os paleontólogos e os cientistas mais puros sabem que somos o elo fraco dessa crise ambiental. Não fazemos nem cócegas para o planeta com sua história de 4,5 bilhões de anos, tempo que jamais iremos entender, pois vivemos só décadas e estamos só de passagem nessa nave espacial. Portanto, é um grande mito dizer que precisamos defender o meio ambiente, pois ele, do ponto de vista planetário irá se regenerar em bilhões de anos, com ou sem a espécie humana. Não é o meio ambiente que está ameaçado, somos nós. Não é a primeira vez que uma civilização enfrenta colapso socioambiental, mas é a primeira vez que esse colapso civilizatório é global, com duas ameaças globais: o aquecimento do planeta e a maior extinção da vida dos últimos 65 milhões de anos, fatos descobertos através de um enorme consenso científico conseguido com estudos de mais de três décadas. Esse consenso

reconhece a existência dessas ameaças e a sua razão: esfacelamento dos ecossistemas causado pelo ser humano e o fim dos seus frágeis equilíbrios ecológicos que, a partir de um determinado ponto, só serão restaurados em um tempo no qual nossa espécie animal não estará mais aqui para se beneficiar deles.

3. GF - Estamos realmente na “era das consequências”?

Resposta: Sim e dessa vez por conta de vários fatores. Primeiro deles é a escala. Quando eu nasci em 1965, a população humana era de 3 bilhões de pessoas. Depois do meu nascimento chegaram mais quase 4 bilhões de pessoas na Terra e hoje a população humana total é de quase 7 bilhões de pessoas ou mais de um bilhão por minha década de vida. Em 1992 a comunidade científica composta de mais de 1700 cientistas e mais de 100 prêmios Nobel assinou um alerta para a humanidade pedindo o estancamento imediato do crescimento populacional, o fim da destruição dos ecossistemas e a erradicação da pobreza, entre outras medidas. Em 1992, a população era de pouco mais de 5 bilhões de pessoas, hoje é quase 7. A destruição dos ecossistemas é diária, crescente e ininterrupta, a cada minuto destruímos 42 campos de futebol em florestas no mundo, sendo que um terço só no Brasil. Depois desse alerta, chegaram mais 2 bilhões de pessoas no mundo e hoje adicionamos 200.000 pessoas diariamente, já descontados os mortos. Nosso controle populacional sempre se deu através de migrações continentais, guerras e pestes. Agora não temos mais migrações continentais para fazer, pois não há mais as américas e a Austrália para irmos. Do jeito que vamos, o único controle possível serão guerras, pestes ou fome, causada pelas consequências do aquecimento global, como desequilíbrio dos recursos hídricos e de espécies que contribuem para ciclos ecológicos, fundamentais na produção de alimentos. Einstein escreveu sobre isso numa única frase: se as abelhas sumirem, os animais somem e os homens também. Além do enorme número de pessoas incompatível com os limites da biosfera, temos o enorme impacto das atividades econômicas, que embora no campo da economia sejam analisadas como fluxos medidos por variações percentuais e quocientes de eficiência, isso não evita a devastação ligada ao crescimento vertiginoso do estoque de todas as coisas e tranqueiras que colocamos sobre a Terra. Alguém ainda vai ganhar um prêmio Nobel ao lembrar que o planeta e o território dos países é finito e que não importa quanto tempo passe, os Estados Unidos e o Brasil ou qualquer país sempre disporão dos mesmos limites territoriais e que é impossível adicionar todos os anos milhões de casas, prédios, construções, veículos, etc., mesmo que todos sejam cem por cento ecoeficientes e ecológicos. Hoje em um ano produzimos mais bem e serviços que em 100 anos ou produzimos mais bem e serviços desde o início da humanidade até o fim da Segunda Guerra Mundial. A Era das Consequências chegou por causa da escala que atingimos sobre um planeta finito e por causa dos resultados que se tornaram visíveis, tanto na esfera ambiental, quanto na social. Não dá para fingir que nada está acontecendo e várias mudanças estão ocorrendo e em breve iremos descobrir que aquilo que foi parte do problema jamais será parte da solução. Isso quer dizer que as causas, como crescimento populacional, crescimento econômico, conflito entre o sistema econômico humano e o natural irão ser revogadas, junto com a necessidade de revisão da teoria econômica tradicional que ainda rege todas as políticas econômicas mundiais.

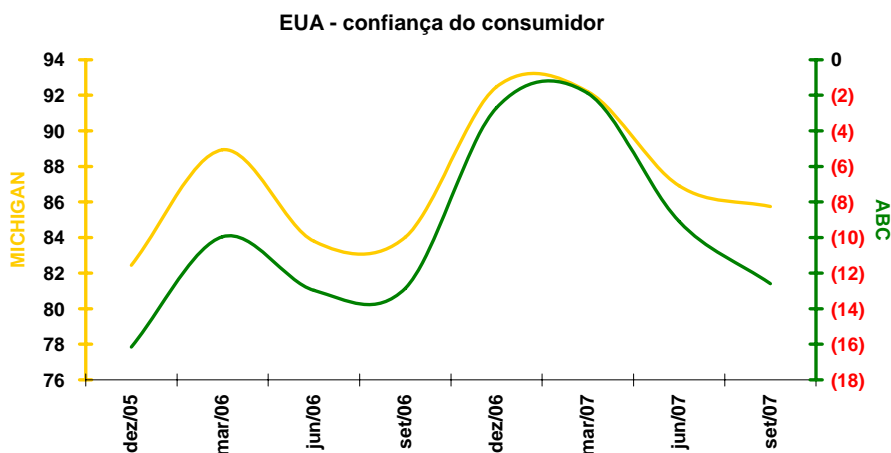
Cenário externo

Os próximos passos do FED e a China

Segundo o FED em sua minuta na reunião de hoje (11/10), a decisão de reduzir os juros foi devido ao estremecimento do mercado financeiro, das condições de crédito e o risco dessa instabilidade se traduzir em deterioração econômica. Além disso, com piora das condições econômicas, a deterioração financeira tenderia a aumentar e seria inaugurado um círculo vicioso, em que um fenômeno alimentaria o outro e poderia finalmente terminar em uma enorme crise ou recessão. Mesmo assim, até o dia dessa decisão mais do que esperada de redução de juros pelo FED, não havia sinais que a economia iria entrar em recessão, pelo menos não havia sinais claros ou previsíveis (uma distinção que alguns economistas muitas vezes esquecem de fazer, pois nem sempre o futuro é previsível e isso se aplica a quase todas as recessões observadas no passado). Posto isso, não é possível culpar o FED, como Roubini fez, de tentar evitar uma recessão, pois com certeza a queda dos juros não só seria tarde demais, como também inútil.

O desenrolar do cenário nos Estados Unidos está muito mais dependente da sua fraqueza econômica ligada aos fatores estruturais do setor de imóveis e de construção, que produzem efeitos negativos tanto financeiros e econômicos (que inclusive se comunicam), do que de uma possível recessão. Desde o início dessa crise e desse debate do setor imobiliário, os dados observados têm sido piores que as estimativas mais pessimistas feitas por especialistas do setor. A queda de preços ficou mais notória, as variações anuais atingiram valores negativos e as vendas e a construção ficaram bem abaixo dessas estimativas. O FED está certo em chamar atenção para uma dinâmica que possui vasos comunicantes com importantes componenes do PIB, como o consumo (72% do PIB) e os investimentos (16% do PIB) e que isso claramente sinaliza a possibilidade de um enfraquecimento econômico a partir do último trimestre de 2007 e ao longo do ano de 2008.

Figura E1



O terceiro trimestre até agora tem sido uma surpresa positiva, tanto para o FED, quanto para o mercado. As análises iniciais dos números do 3T07 apontavam para uma queda do consumo das famílias, que não se confirmou. A queda da confiança do consumidor (figura E1) abriu a temporada de projeções com uma redução de um crescimento de 1,4% no 2T07 para apenas 0,8% no 3T07. No entanto, com as pesquisas mensais de consumo, as projeções subiram para um intervalo de 2 a 3% (os analistas que projetam 2% colocam viés de alta nos seus números e na verdade é bem mais provável que o número observado fique perto dos 3%). A figura E2 mostra a abertura do PIB com o crescimento trimestral anualizado, até o final de 2007. A forte queda do consumo entre o 1T07 e o 2T07 foi visto como o grande sinal que diminuía a boa impressão do número robusto do 2T07 de crescimento de 3,8% do PIB. Esse crescimento acima do esperado decorreu da recuperação inesperada de investimentos (com uma contribuição positiva dos estoques), dos gastos do governo e da queda do déficit externo (maior que o esperado com a queda das importações). A visão para o 3T07 era de continuidade da queda do consumo, por causa dos desdobramentos da crise do setor imobiliário, não repetição do bom momento dos investimentos, que recuariam novamente com a fraqueza dos investimentos residenciais e não residenciais, esses afetados pela queda do consumo nos projetos de construção de lojas, escritórios e shopping centers.

Os números do PIB são facilmente antecipados por uma série de pesquisas mensais e informações que são divulgados antes de seu conhecimento. Portanto, é bem provável que o crescimento fique próximo ou acima do potencial da economia norte-americana de 3%. As informações para o terceiro trimestre, já absorvidas pelo mercado, apontam para dois trimestres em sequência bastante robusta e essa surpresa levou o mercado a precificar uma maior possibilidade de manutenção de juros na reunião do FED do dia 31/10 (figura E3), data que coincide com a divulgação do número avançado do PIB do 3T07.

Figura E2

Último dado	Variação Trimestral Anualizada					
	Y	C	I	G	X	M
Pesos	100,0%	71,6%	15,9%	17,5%	12,0%	17,0%
mar/06	4,82%	4,4%	4,3%	4,9%	11,5%	6,9%
jun/06	2,44%	2,4%	0,6%	1,0%	5,7%	0,9%
set/06	1,07%	2,7%	(4,1%)	0,8%	5,8%	5,4%
dez/06	2,09%	3,9%	(14,1%)	3,5%	14,3%	1,6%
mar/07	0,60%	3,7%	(8,2%)	(0,5%)	1,1%	3,9%
jun/07	3,82%	1,4%	4,6%	4,1%	7,5%	(2,7%)
set/07	3,09%	2,0%	4,1%	2,0%	7,4%	1,6%
dez/07	2,26%	1,2%	4,1%	2,0%	7,4%	2,8%

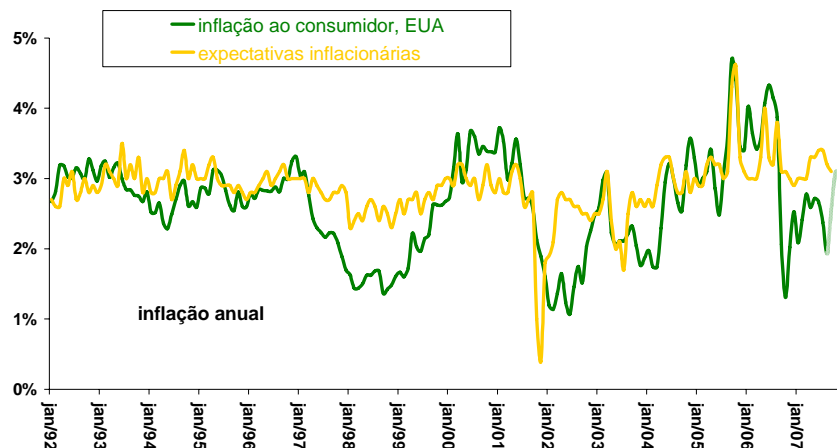
Figura E3

Previsão do mercado para o FED

Mudança	Taxa	10/set	3/out	10/out
0	4,75	17,70%	41,00%	66,30%
Redução		82,30%	59,00%	33,70%
25	4,50	34,10%	44,00%	31,30%
50	4,25	22,90%	15,00%	2,40%
75	4,00	5,00%	0,00%	0,00%
>75		20,30%	0,00%	0,00%

Portanto, toda análise dos próximos passos do FED dependem agora da análise dos números referentes à outubro. Duas perguntas são importantes: os juros vão continuar caindo ou não? Qual vai ser a reação do mercado para cada uma dessas possibilidades? Se a decisão de reduzir os juros está mais ligada à futura fraqueza da economia do que a uma possível recessão, faz sentido afastar do cenário futuras reduções de juros. O mercado está certo em reduzir a probabilidade (33,7%) de uma possível redução. Ainda de acordo com a sua ata, o FED já antecipou que por conta da demanda fraca dos imóveis, o setor de construção residencial deve continuar em queda até metade de 2008. O consumo por sua vez, irá ser negativamente impactado pela menor formação de riqueza das famílias, pelo ritmo menor de criação de emprego, queda da renda e da confiança. Com isso as estimativas de crescimento para o último trimestre de 2007 e 2008 foram revisadas para baixo e o crescimento dos EUA só deve retomar um ritmo ligeiramente acima do potencial em 2009. As empresas também anteciparam redução de investimentos por causa das condições financeiras mais difíceis, embora isso seja até agora fruto de informações anedóticas do próprio FED. Lado a lado com uma visão econômica mais pessimista, que não significa uma recessão, o FED revisou para baixo as projeções de núcleo de inflação e de inflação cheia para esse ano e para o ano que vem. As expectativas inflacionárias caíram nos últimos 2 meses (figura E4), o que ajuda o FED no seu esforço de tentar evitar o círculo vicioso entre crise financeira e a economia, através de futuras reduções de juros, que continuam sendo o cenário mais provável, apesar da reviravolta nas expectativas causadas pelos números de atividade e do emprego mais robustos.

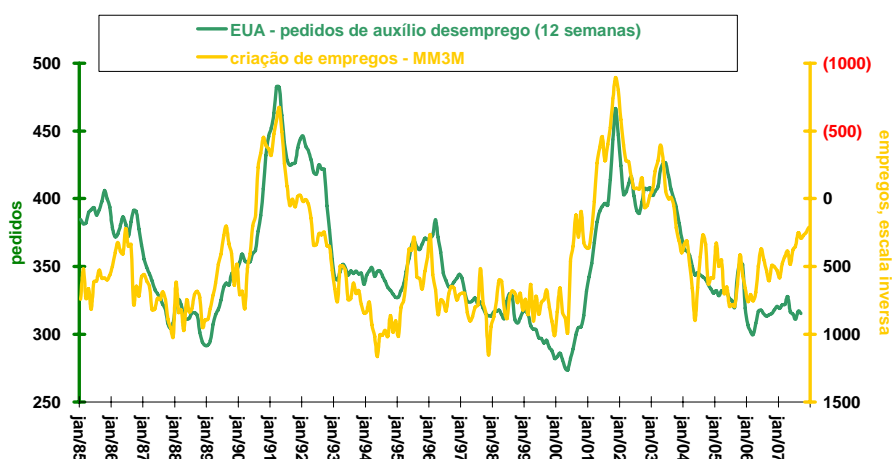
Figura E4



O efeito das futuras decisões do FED – e principalmente da decisão do dia 31 de outubro - no mercado, cuja visão está longe de um consenso, dependerão de divulgações de números e estatísticas econômicas e ou dos discursos de membros do FED. As divulgações de dados referentes a outubro (primeiro mês do 4T07) daqui até o final do mês só estarão disponíveis para dados de sentimento e de emprego: pedidos de auxílio desemprego (fortemente correlacionado com criação de empregos, figura E5), dados de sentimento do consumidor (ABC, Michigan e Conference Board), dados de sentimento do empresariado (ISM, Empire, Chicago, NY, etc.) e dado de sentimento do setor imobiliário (NAHB). Vários estudos mostram a fraca capacidade preditiva dos dados de sentimento em relação às variáveis que procuram explicar ou antecipar e embora o mercado se sensibilize com suas oscilações pontuais, esse é o tipo de dado que pode mostrar uma direção contrária da realidade. Um exemplo é o que ocorreu com o consumo das famílias e o sentimento do consumidor no 2T07: eles foram em direções opostas. Em relação aos pedidos de auxílio desemprego, embora esse dado seja utilizado por todos em modelos econométricos para estimar o ritmo de criação de empregos na economia, dados relativos ao mercado de trabalho, incluindo renda, são pouco indicativos da situação da economia, pois são variáveis que se comportam com um retardo muito grande em relação ao ciclo e são na maior parte do tempo anticíclicos na verdade.

Portanto, daqui até a reunião do dia 31 de outubro os dados não são muito robustos para confirmar a tese – defendida pelo próprio FED – que os fatores explicativos do consumo e do investimento (88% da economia) são negativos e devem provocar um crescimento mais fraco daqui até o final de 2008. Dependendo do grau de confiança em seu próprio cenário e de informações anedóticas obtidas por meio de contatos diretos com diversos setores, é possível que o discurso do FED sinalize uma redução de juros. O cenário do FED claramente se coaduna com uma redução de juros no dia 31 de outubro, de pelo menos 0,25 ponto percentual. Dificilmente o FED irá reduzir os juros, se a curva futura estiver precificando manutenção, portanto, o seu grau de convicção no seu próprio cenário irá pautar seu discurso até o final do mês e irá mudar essa precificação para uma redução de juros. Se o grau de convicção for baixo – por algum motivo que precisa ser descoberto – a redução de juros não será nem sinalizada nem praticada na reunião. Ainda ficamos com a primeira possibilidade, pois os sinais apontam para fraqueza da economia nos próximos trimestres.

Figura E5



Após a decisão do FED, qual será a reação do mercado?

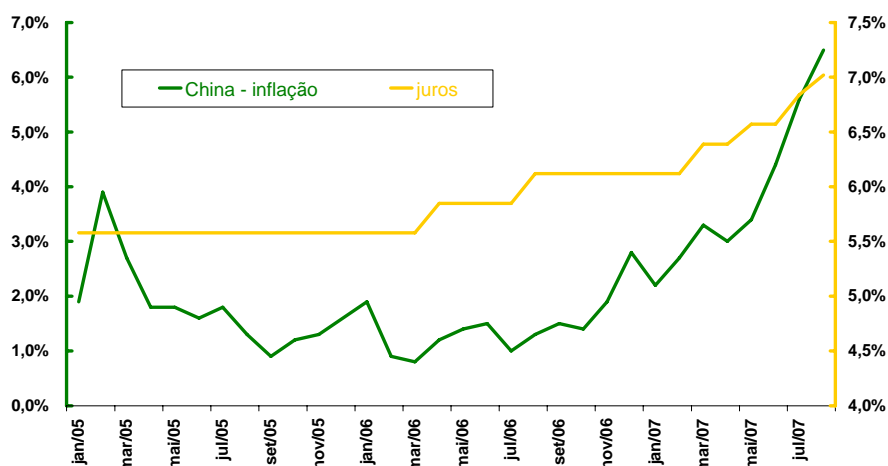
Qualquer que seja a decisão, aparentemente ela deve ser benigna para o mercado. Na hipótese de uma redução porque a economia realmente vai enfraquecer nos próximos trimestres, isso sinaliza para o mercado um FED preocupado com as condições de crescimento da economia e, acima de tudo, com espaço no lado da inflação, tanto por conta da queda do núcleo e dos índices cheios, quanto pela revisão para baixo das expectativas inflacionárias. Apesar de um dólar fraco, vários estudos apontam para uma fraca relação entre depreciação cambial e inflação nos EUA nas últimas décadas. A economia dos Estados Unidos mais fraca seria um problema, assim como foi em 1998, se o resto do mundo estivesse em agonia, mas a situação é bem outra, apesar da surpresa negativa dos dados da Eurolândia e do Japão no 2T07, as economias emergentes sobrepuseram as expectativas e a China está crescendo no 3T07 num ritmo igual a 12%. A Eurolândia, por sua vez, já mostra sinais de recuperação no 3T07. A situação mais fraca da economia americana está sendo compensada pela situação melhor do resto do mundo.

Se o FED não reduzir os juros, só uma explicação pode ser encontrada: os impactos da crise são pequenos, não contaminaram os investimentos não residenciais e dois outros componentes do PIB estão mais que compensando a perda de momento do consumo das famílias: gastos do governo e demanda externa (com reduções expressivas do déficit em conta corrente dos Estados Unidos). Nesse caso, torna-se também notícia positiva para os mercados, uma vez os Estados Unidos estariam crescendo mais do que o esperado, tal como ocorreu no segundo e terceiro trimestres desse ano e somando com o resto do mundo para compor um dos períodos de maior bonança econômica das últimas décadas. Difícil o mercado ficar negativo com a decisão do FED, mesmo ainda não estando claro qual vai ser o resultado final.

CHINA: reunião do partido e super-aquecimento

Os temas centrais relacionados com a China estão ligados a três áreas preocupantes: inflação, bolsa e imóveis. A forte elevação da inflação, cujos números superaram em muito a pior das estimativas (figura E6) e forçaram aumentos de juros que continuam deixando as taxas de retorno dos aplicadores bem abaixo da inflação. Por conta de retornos reais negativos, 200.000 novos investidores pequenos no mercado acionários são adicionados todos os dias. A bolsa em Shanghai subiu 550% em menos de dois anos e apresenta uma relação preço-lucro (P/E) igual a 60, que é bem elevado para os padrões históricos e bem próximo de uma situação de bolha. Além disso os preços de imóveis de grandes cidades estão subindo muito mais rápido que a renda pessoal das famílias, de tal sorte que os juros e as amortizações de empréstimos hipotecários superam a renda das famílias em mais de 50%.

Figura E6



Esses sinais de excesso de aquecimento da economia trouxeram à tona novamente a discussão de medidas duras a partir da 17ª reunião do partido em Beijing agora em outubro. Há novamente a necessidade de reduzir o ritmo do crescimento e desestimular as bolhas com medidas mais duras e mais amplas, do contrário, ao permitir que as bolhas continuem se formando, isso irá criar as condições para uma indesejável contração mais a frente. De um lado o governo é pressionado para gerar 12 milhões de empregos todos os anos (4 milhões da migração rural urbana, 4 milhões da desestatização e 4 milhões da dinâmica populacional), sem os quais a estabilidade política não se mantém. A adoção de medidas duras dentro de um arcabouço institucional onde não há um banco central independente capaz de interferir com a dinâmica da oferta e da demanda está descartada, até porque no regime monetário chinês, com câmbio semifixo, elevações fortes de juros geram efeitos opostos aos desejados e a política monetária possui pouca ou nenhuma eficácia no controle da demanda agregada. Uma mudança radical do regime cambial também está descartada, dada ainda a grande dependência dos empregos e da situação econômica em relação às exportações (40% do PIB) e investimentos em parte significativa orientados para o setor exportador (37% do PIB). Descartando uma mudança de regime cambial, o regime de política econômica da China vive o famoso dilema da trindade de Triffin e o próprio governo vive um outro dilema. Vamos começar com o primeiro: em geral todo governo deseja atingir três objetivos simultaneamente (figura E7): controle da liquidez monetária, via juros; estabilidade cambial para manter a inflação baixa; e conta de capital aberta para se beneficiar da mobilidade dos capitais internacionais. O dilema da trindade de Triffin mostra que os três objetivos jamais são atingidos simultaneamente, é necessário escolher dois deles e abandonar um. Temos várias combinações possíveis, sendo que está sublinhado o objetivo que se abriu mão:

Opção 1: câmbio fixo + política monetária + conta de capital fechada

Opção 2: câmbio flexível + política monetária + conta de capital aberta

Opção 3: câmbio fixo + juros endógenos + conta de capital aberta

Na atualidade, Brasil e várias economias seguem a opção 2. Argentina e outras experiências mal-sucedidas estão na opção 3. A China persegue os três objetivos e ela tem três opções para sair do dilema de Triffin: fechar a conta de capital, abandonar o regime de câmbio fixo ou desistir de fazer política monetária (optar por política fiscal). Fechar a conta de capital está completamente na contramão da integração chinesa na economia mundial e nas tendências atuais. Abandonar o regime cambial também está descartado, porque o governo crê em perdas econômicas muito grandes com essa mudança. O dilema de Triffin é o dilema do governo chinês: ele não deseja abandonar nenhum dos três objetivos citados acima. Os sinais de aquecimento somados a necessidade de contenção das bolhas nas ações e nos imóveis exigem medidas que acabem com o dilema de Triffin, mas elas não serão adotadas, por causa do receio de uma mudança dessa natureza acarretar crise econômica e social. Lembre-se que para a China ter um mercado interno

realmente desenvolvido, será necessário criar dois sistemas hoje inexistentes no país: o da saúde e o da previdência. O chinês de uma forma geral poupa tudo o que pode, pois sabe que quando cair doente ou estiver velho só contará consigo mesmo e por isso, a propensão a poupar do Chinês – que é o inverso da de consumir – é inigualavelmente alta. A China não muda nada, está acoada sem avaliar realmente se os resultados de tal mudança seriam realmente tão negativos. A manutenção do regime cambial fixo, torna as medidas de contenção da bolha ineficazes e cria o risco de uma contração brusca na economia se alcançar o ponto de ser inevitável um estouro da bolha no futuro.

Em resumo, apesar dos riscos da economia chinesa e da iminente reunião do partido com medidas mais duras, é provável que o governo continue sem saber o que fazer para deter a formação de bolhas e o super aquecimento e mantenha o seu dilema de política econômica inalterado. No curto prazo, a China continuará surpreendendo com taxas de crescimento maiores que o esperado, como ocorreu desde o início desse ano, e isso tenderá a manter os principais motivos de alta dos mercados intactos. O longo prazo, no entanto, dependendo do desenrolar desses desequilíbrios, fica incerto, mas para os mercados vale a famosa frase de Keynes: no longo prazo todos estaremos mortos. Em outras palavras, o mercado financeiro, de uma forma universal, não precifica o longo prazo e, graças a isso, problemas como o da China ou da crise ambiental atual jamais entram na equação.

Cenário Doméstico

Perspectivas do câmbio e da política monetária

Nas últimas semanas o Ibovespa atingiu nova máxima histórica e a taxa de câmbio voltou a ser cotada abaixo dos valores observados em julho (antes da última turbulência no mercado financeiro). Nos dois casos os bons fundamentos da economia brasileira explicam a recuperação rápida no preço destes ativos. Passado o tumulto no mercado financeiro internacional, as perspectivas para a taxa de câmbio voltam para a apreciação. Vários fatores explicam esta apreciação, entre eles o elevado fluxo de dólares para o Brasil e o movimento de depreciação da moeda americana.

Nos últimos anos o Brasil se beneficiou do elevado crescimento econômico mundial e também do aumento no preço das commodities, ambos favorecendo o crescimento das exportações brasileiras. Até o momento acreditamos que estes dois movimentos devam continuar favorecendo as exportações brasileiras em 2008: a economia mundial ainda cresce a taxas robustas. Apesar da crise atual do mercado imobiliário americano e o conseqüente aperto nas condições de crédito terem o potencial de diminuir o crescimento econômico global, as perspectivas ainda são de crescimento elevado em 2008. Isso porque fora dos EUA as previsões continuam bastante otimistas. Recentemente o FMI divulgou novas projeções para o crescimento da economia mundial. A expectativa para o crescimento mundial em 2008 foi reduzida de 5,2% para 4,8%, em grande parte devido à redução das projeções de crescimento dos EUA de 2,8% para 1,9% e na zona do Euro de 2,5% para 2,1%. Estas duas regiões foram as que mais sofreram com a crise no mercado financeiro nos últimos meses. Apesar da revisão para baixo na projeção de crescimento econômico mundial, a taxa de 4,8% ainda é bastante superior à média de 4% dos últimos dez anos. Outro ponto importante para o Brasil é que o crescimento econômico dos países emergentes, principalmente na Ásia, tem sido mais importantes na determinação do preço das commodities no mercado internacional (figura 1). Como as projeções para estes países estão intactas, as perspectivas para o crescimento das exportações brasileiras ainda são bastante favoráveis (figura 2).

Figura 1

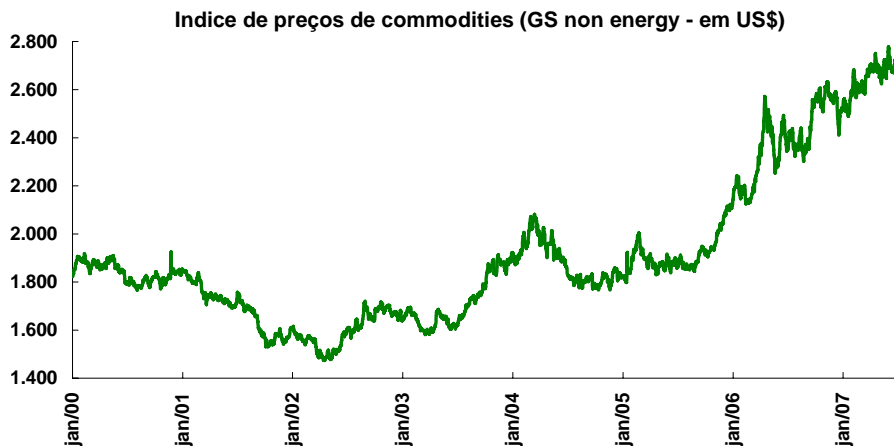
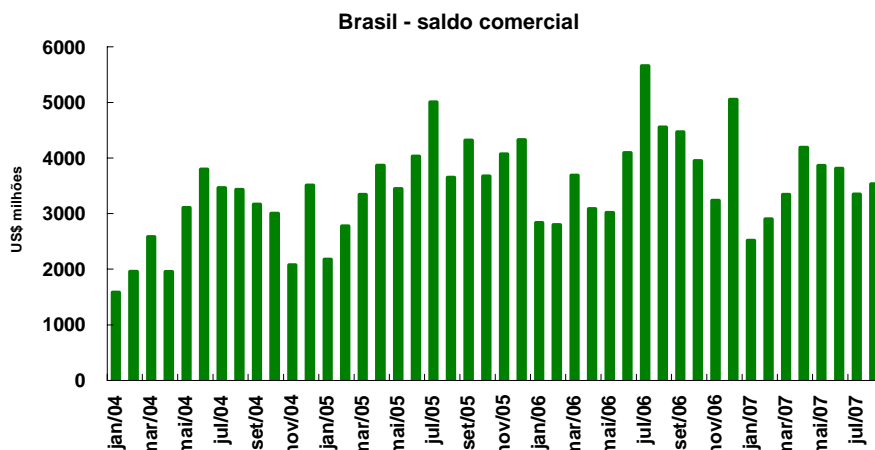


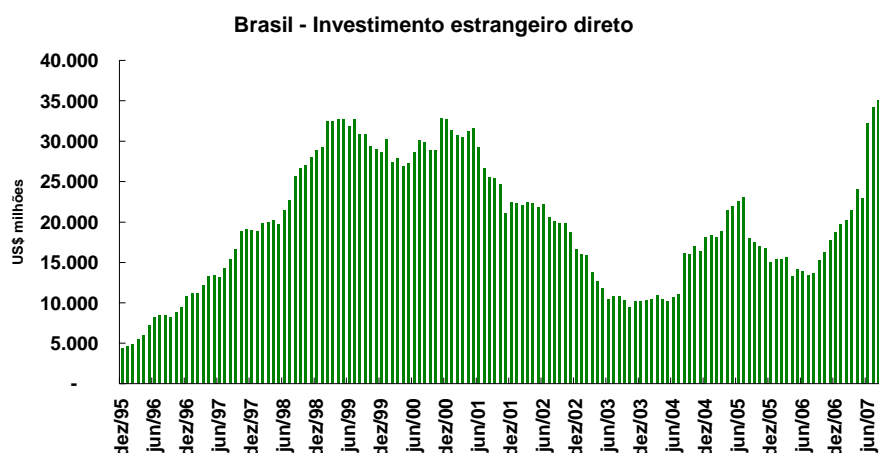
Figura 2



Do lado financeiro os fundamentos também são favoráveis para a apreciação cambial. O fluxo de investimento estrangeiro direto para o Brasil tem atingido níveis recordes nos últimos meses (figura 3). Os investimentos de portfólio também continuam altos, mesmo com a redução da liquidez no mercado internacional e, adicionalmente, os pagamentos de juros e dividendos pelo Brasil tem diminuído nos últimos anos, principalmente devido à redução da dívida externa.

O ambiente para investimentos de longo prazo no Brasil é o melhor em muitos anos: a inflação continua controlada, o ambiente político já não apresenta as incertezas do passado, as projeções de crescimento econômico são elevadas e a solidez das contas externas é maior. Estes avanços fizeram do Brasil um país bastante atraente para investimentos estrangeiros, uma vez que oferece boas oportunidades de retorno devido ao elevado potencial de crescimento e risco baixo, decorrentes da atual estabilidade econômica e política. Como resultado destes fatores e da elevada liquidez no mercado financeiro internacional os investimentos estrangeiros diretos no Brasil atingiram cerca de US\$ 32 bilhões nos últimos doze meses. Estes valores só se comparam com os observados no período 1997-98, no ápice do programa de privatização (média de US\$ 33 bilhões em privatização em cada ano).

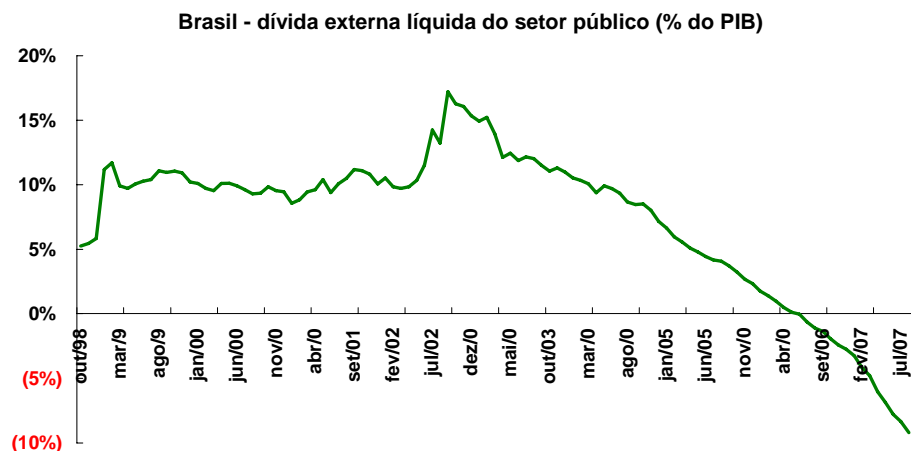
Figura 3



A redução da dívida externa e as baixas taxas de juros que têm vigorado no mercado financeiro internacional proporcionaram a redução dos pagamentos de juros da dívida, outro fator importante para a apreciação cambial uma vez que diminui a necessidade de saída de dólares do país (figura 4). Por outro lado, o aumento dos investimentos estrangeiros faz com que os pagamentos de dividendos aumentem.

Até agora o efeito líquido destes dois processos tem sido a redução dos pagamentos de juros e dividendos (figura 5). Acreditamos que no futuro a conta deva se estabilizar, uma vez que é pouco provável que o país continue reduzindo a dívida externa (o setor público ainda pode reduzir dívida externa líquida devido ao elevado fluxo de dólares para o país e o consequente aumento das reservas, porém, o setor privado deve continuar como devedor líquido, se favorecendo principalmente pela redução nas taxas de juros).

Figura 4



Os fluxos de investimentos de portfólio (ações e renda fixa) também estão aumentando nos últimos meses (figura 6). Apesar da queda no mês de agosto devido à crise no mercado financeiro, a tendência ainda é positiva. Os vários fatores que tem sustentado os fluxos continuam em vigor, como taxas baixas de juros ao redor do mundo, prêmios de risco baixos e boas perspectivas para a bolsa brasileira. Além disso, os bancos centrais dos países desenvolvidos realizaram diversas operações para aumento da liquidez em seus mercados (recompra de títulos públicos). Estes esforços foram direcionados principalmente para reduzir as taxas de juros nas operações interbancárias e consequentemente nas operações de crédito. Contudo, os bancos centrais não tem instrumentos para garantir o destino dos recursos que colocam no mercado. Como as incertezas persistem em diversos tipos de operações, é provável que parte desta “injeção

de liquidez” tenha ido para ativos com boas perspectivas de performance e pouco relacionadas com a crise dos créditos imobiliários, como é o caso de commodities e países emergentes.

Figura 5

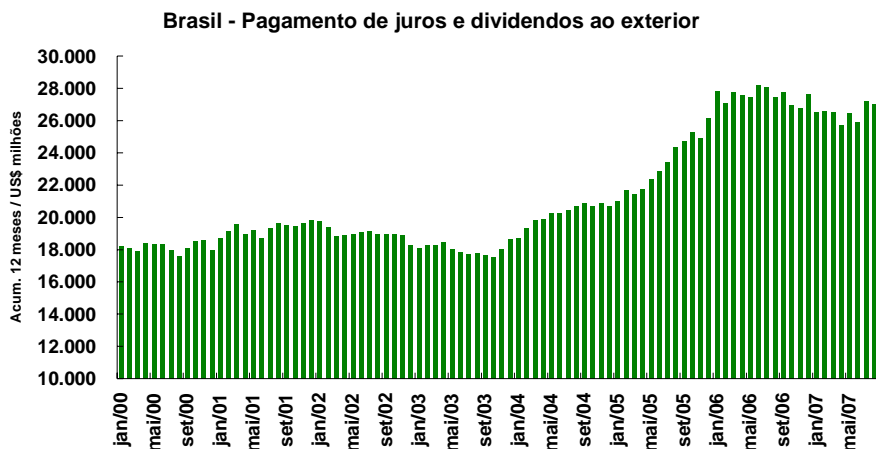
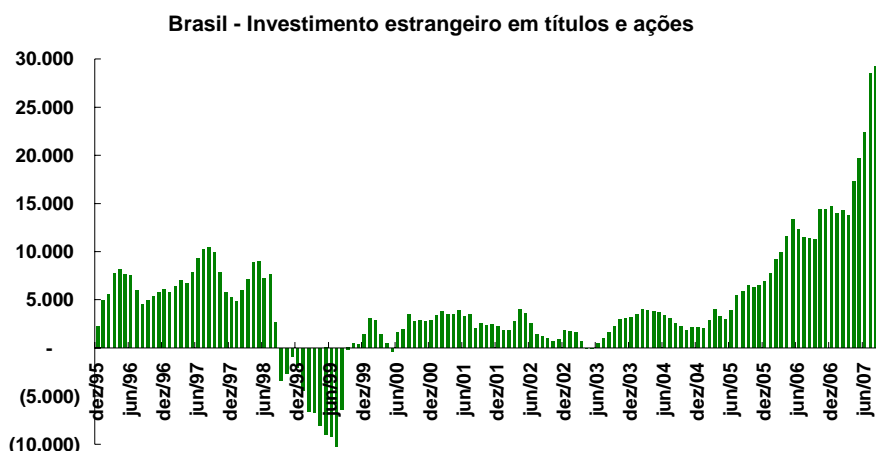


Figura 6



Os prêmios de risco aumentaram nos últimos dias devido às perdas com operações de crédito relacionadas com o setor imobiliário americano. Contudo, os prêmios para outros tipos de ativos normalmente considerados “arriscados”, como investimentos em países emergentes, aumentaram bem menos e ainda continuam baixos. Isto mostra que o contágio foi pequeno. No caso do Brasil temos ainda outro fator de estímulo para investimentos estrangeiros: a perspectiva de obtenção de grau de investimento pelas principais agências classificadoras de risco. Atualmente está a uma nota da zona considerada grau de investimento (figura 7). A melhora nos fundamentos da economia brasileira, como a diminuição da relação dívida/PIB, e também a perspectiva de continuidade nesta melhora torna a expectativa de obtenção de grau de investimento algo bastante concreto. Os efeitos disto já estão sendo sentidos via aumento nos fluxos de investimento para ativos brasileiros, incluindo ações e títulos de renda fixa e isso acaba sendo um fenômeno retroalimentador: quanto mais recursos entram, melhora as condições financeiras do país e quanto melhores essas condições, maior a chance de atingirmos o grau de investimento. Exceto no advento de uma crise externa de grandes proporções, o Brasil deve atingir essa classificação já no primeiro semestre de 2008.

Figura 7

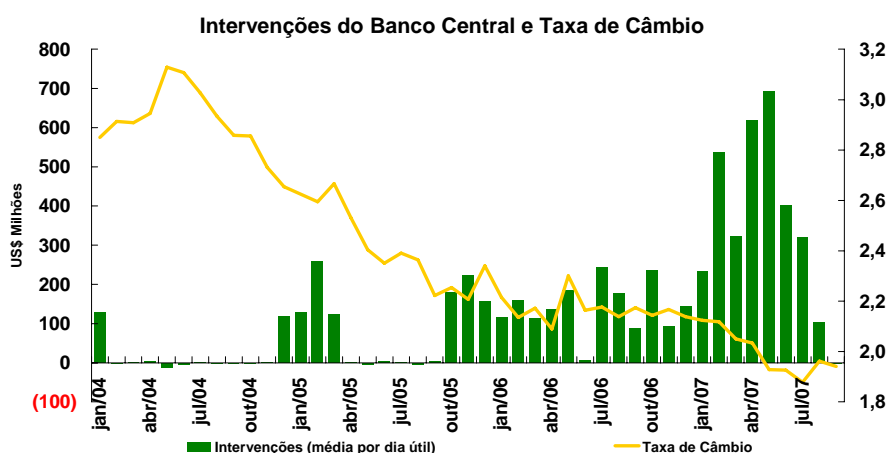
S&P	Fitch	Moody's
AAA	AAA	Aaa
AA+	AA+	Aa1
AA	AA	Aa2
AA-	AA-	Aa3
A+	A+	A1
A	A	A2
A-	A-	A3
BBB+	BBB+	Baa1
BBB	BBB	Baa2
BBB-	BBB-	Baa3
BB+	BB+	Ba1
BB	BB	Ba2
BB-	BB-	Ba3

continua

- - - Investment Grade

O Banco Central tem sido o maior receptor deste elevado fluxo de dólares para o Brasil. Contudo, as compras têm sido pouco eficazes em evitar a apreciação do real (figura 8). O Banco Central claramente aumenta as compras nos momentos de apreciação do real e de baixa volatilidade (nos momentos de baixa volatilidade é mais fácil perceber qual a tendência do movimento da cotação). Nossa projeção é que a taxa de cambio termine o ano em R\$ 1,8 por US\$, contudo julgamos possível cotações abaixo desta ao longo do ano, principalmente se a liquidez no mercado internacional continuar melhorando nos próximos meses.

Figura 8

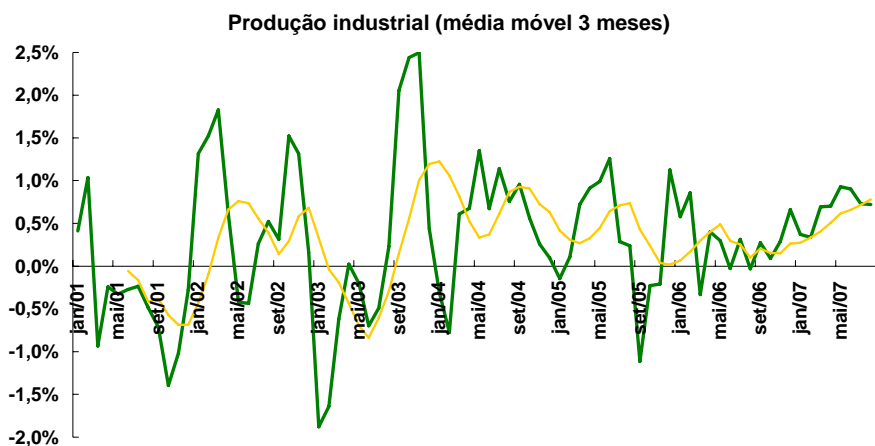


Copom deve manter os juros na reunião de outubro

O longo período de crescimento econômico que estamos passando está fazendo com que o nível de atividade econômica no Brasil se aproxime do seu limite. De forma bastante simplista podemos dizer que o nível de atividade econômica de um país depende de seus estoques de capital e trabalho e de seus limites de utilização. No Brasil a utilização da capacidade instalada está em níveis máximos históricos, indicando que há pouco espaço para mais crescimento no curto prazo. A taxa de desemprego também já está nos níveis mínimos históricos, assim como a taxa de participação (relação entre população economicamente ativa e população em idade ativa).

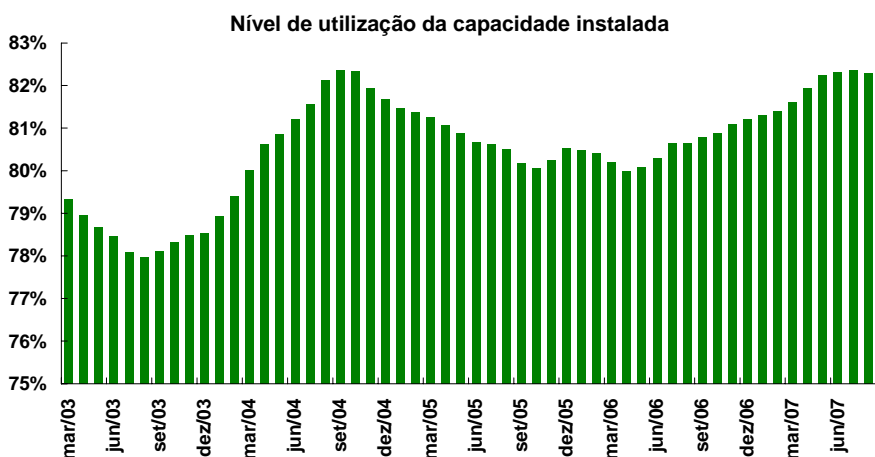
O processo de redução da taxa de juros, iniciado em 2005, mostra sinais cada vez mais claros sobre o crescimento da atividade econômica. O crescimento da produção industrial vem se acelerando nos últimos meses e a difusão do crescimento entre os setores tem aumentado (figura 8).

Figura 8



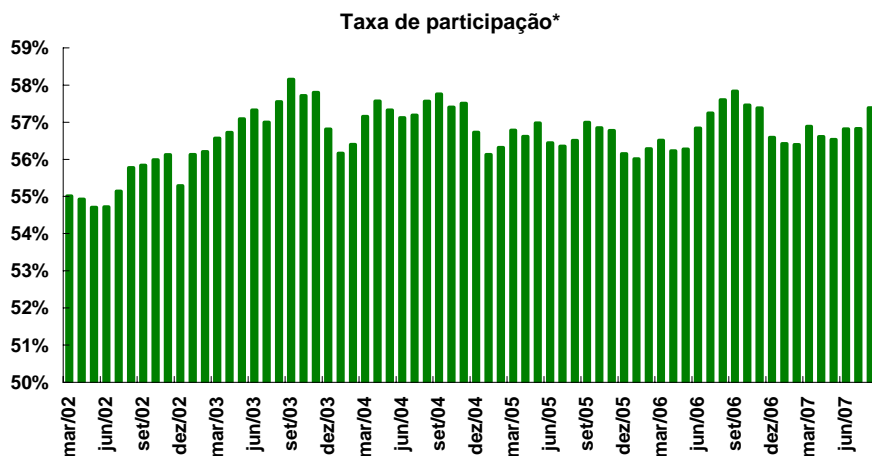
Estas taxas de crescimento têm ficado acima da taxa de expansão da capacidade produtiva do país, causando, além da redução dos estoques, o aumento da utilização da capacidade instalada (figura 9). Este fato tem implicação importante para a condução da política monetária, uma vez que após a venda dos estoques e a utilização total da capacidade instalada, só restaria aos empresários aumentar os preços caso a demanda continue aumentando. Do lado do mercado de trabalho a situação é semelhante: o elevado crescimento econômico tem estimulado a expansão da população ocupada (criação de emprego), acima da taxa de crescimento da população economicamente ativa, que é próxima à taxa de crescimento populacional, ao redor de 1,5%.

Figura 9



Consequentemente, a taxa de desemprego está diminuindo e deve encerrar 2007 no menor nível desde 2002, quando a atual série foi criada pelo IBGE (na série calculada pelo Seade, a taxa de desemprego está nos menores níveis desde 1995). Esta redução do desemprego ocorreu mesmo com o aumento da taxa de participação (população economicamente ativa sobre população em idade ativa) como pode ser visto na figura 10. A taxa de participação também está atingindo níveis historicamente elevados, indicando que há pouco espaço para aumentos de curto prazo na força de trabalho. Mais preocupante, a redução na taxa de desemprego pode se acelerar, aumentando os riscos de uma eventual elevação da inflação.

Figura 10



A situação é ainda mais preocupante quando se considera que o atual ritmo de expansão da demanda deve ser mantido: a expansão da população ocupada tem gerado mais demanda (aumento da massa salarial) e a redução dos juros deve continuar expandindo o crédito. A julgar por estes fatores reforçamos nossa previsão de que o Banco Central não deve reduzir a taxa Selic na reunião de outubro (manutenção da taxa em 11,25%). A manutenção da taxa Selic em 11,25% pode permitir que o ciclo de redução de juros seja mais amplo, mas se o Banco Central continuar reduzindo os juros no curto prazo, aumenta as chances de perder o controle da inflação nos próximos meses e conseqüentemente, ser obrigado a aumentar os juros no futuro.

As baixas taxas de inflação nos últimos meses deram maior credibilidade ao Banco Central como pode ser visto pela diminuição do grau de dispersão das previsões (figura 11). Este resultado pode ser interpretado como uma maior confiança de que a inflação ficará próxima à meta: nos últimos meses as projeções de inflação (média) ficaram mais próximas à meta que no passado e o grau de dispersão entre as projeções dos economistas ouvidos pelo Banco Central diminuiu.

Figura 11



Renda Fixa

O Banco Central reduziu a taxa Selic em 25 pontos base em setembro. A ata da reunião mostrou que o Banco Central está muito preocupado com o ritmo de crescimento da demanda interna e isto poderia levá-lo a interromper a sequência de queda de juros iniciada em set/05. Todas as atenções estão voltadas para a reunião do Copom nos dias 17 e 18 de outubro. Os contratos de juros futuros embutem baixa probabilidade de um novo corte na taxa Selic. Nossa expectativa é que a taxa seja mantida em 11,25%. Todas as atenções estão voltadas para a reunião do Copom nos dias 17 e 18 de outubro. Os contratos de juros futuros embutem baixa probabilidade de um novo corte na taxa Selic. Nossa expectativa é que a taxa seja mantida em 11,25%.

A taxa de câmbio voltou a se apreciar em setembro e atingiu níveis menores que os observados antes da crise do sub-prime. O Banco Central continuou fora do mercado (deixou de realizar compras em agosto). 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. O Banco Central retomou as compras de dólares no mercado, mas o impacto sobre as cotações deve continuar sendo pequeno.

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. O Banco Central retomou as compras de dólares no mercado, mas o impacto sobre as cotações deve continuar sendo pequeno.

Renda Variável

A bolsa atingiu níveis recordes devido ao bom humor no mercado financeiro internacional e aos bons fundamentos da economia brasileira. A elevação no preço das commodities foi também um fator importante para a valorização da bolsa. A bolsa deve continuar em tendência de alta, favorecida por bons fundamentos: elevado crescimento da demanda interna e elevado preço das commodities no mercado internacional. A melhora no humor no mercado financeiro internacional deve continuar estimulando o fluxo de investidores estrangeiros para a bolsa brasileira, sendo outro fator importante para a valorização da bolsa nos próximos dias.

A bolsa deve continuar em tendência de alta, favorecida por bons fundamentos: elevado crescimento da demanda interna e elevado preço das commodities no mercado internacional. A melhora no humor no mercado financeiro internacional deve continuar estimulando o fluxo de investidores estrangeiros para a bolsa brasileira, sendo outro fator importante para a valorização da bolsa nos próximos dias.

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

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

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