

**Setembro 2004****Brasil****Indicadores Agosto****Ibovespa médio**

22.892

+ 2,54% no mês

+ 2,96% no ano

**IBX médio**

6.313

+ 4,31% no mês

+ 5,70% no ano

**S&P 500**

1.104,24

+ 0,23% no mês

- 0,69% no ano

**CDI**

+ 1,29% no mês

+ 10,34% no ano

**Dólar**

- 0,89% no mês

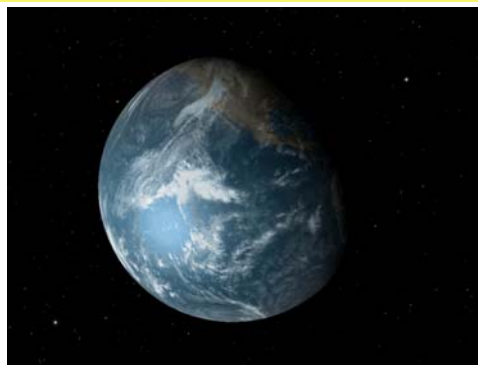
+ 3,83% no ano

**Paulo Werneck***Chief Investment Officer***Hugo Pentead****Eduardo Yuki***Economics and Strategy***Pedro Villani****Bruno Erbiste***Socially Resp. Investment***Gilberto Nagai****Noriko Yokota****Eduardo Mendonça****Sandra Petrovsky***Equity Portfolio Manager***Gláucia Quinto****Cláudia Abate****Danilo Pereira****Ricardo Maeji***Equity Research***Eduardo Castro****Damont Carvalho****Gustavo Coelho****Jose Malavasi****Ricardo Rossi****Sidney Uejima***Fixed Income P. Manager***Sales Team**

55 11 3174 9444

**Third Parties**

55 11 3174 7898

*Homenagem a Nicholas Georgescu-Roegen (1906-1994)***ECOECONOMIA (ECONOMIA SOCIOAMBIENTAL)**

Encerrado o seminário na Universidade de São Paulo em homenagem a Nicholas Georgescu Roegen, marcado pela presença de vários professores de universidades norte-americanas e européias, chegou-se a algumas conclusões sobre aquele que é possivelmente o maior desafio de todos os tempos: o crescimento econômico. Pelas leis da Física, Roegen mostrou claramente a impossibilidade de se manter um crescimento econômico incessante. Mesmo os diletos membros da escola econômica tradicional reconhecem isso quando pensam em “trilhões de seres humanos” ou em “trilhões de casas ou carros”, uma idéia aritmeticamente acessível pela aplicação de taxas geométricas ou exponenciais às variáveis econômicas ou demográficas. Embora com diferentes graus de reconhecimento e preocupação, ninguém se exime de questionar o fato de que o sistema econômico é um sistema linear com crescimento exponencial, dependente de um sistema natural circular e finito - em termos ecológicos e territoriais - para absorver o impacto e a ocupação de todas as nossas múltiplas atividades. Se não pairam dúvidas acerca da existência de um limite para o crescimento, a questão é por que incorremos num erro tão arriscado, não só do ponto de vista ecológico, mas para a sobrevivência da nossa própria espécie.

A insistência nesse erro decorre de dois fatores: as crenças econômicas e a saúde financeira das empresas, governos, etc., dependente do crescimento econômico. Há um mito econômico segundo o qual todas as benesses sociais são dependentes dos resultados econômicos e, assim, a magnitude dos resultados sociais do crescimento seria sua própria justificativa, mesmo que ele destruía toda a natureza e põia a vida na Terra na rota da extinção. A justificativa é nobre, pois é impensável conceber as comunidades modernas sem o crescimento. Pauperização, favelização e ignorância se infundiriam por todos os cantos. A paz entre as nações e dentro de cada sociedade também seria uma consequência direta do crescimento econômico, assim como a expansão de empregos compatível com a massa populacional sempre crescente. Embora esses resultados jamais tenham sido observados na prática, essas crenças persistem ainda hoje em mentes muito brilhantes, e isso é a força de uma ideologia, que encontra justificativas onde não existe. Estamos fazendo uso de resultados empíricos falhos e falsas interpretações estatísticas para justificar o crescimento econômico. Precisamos reformular na teoria econômica as ultrapassadas leis da física usadas até os dias de hoje que sustentam a convicção de que é possível crescer sempre. Os avanços da física explicariam claramente os incalculáveis riscos ecológicos e a evidente finitude do espaço físico disponível para nossos sistemas.

Todavia, apesar dessas crenças, a força mais visível a favor da manutenção desse erro teórico está na sustentação financeira dos sistemas. Os sistemas financeiro, empresarial, tributário e previdenciário dependem do crescimento econômico para não falir, posto que todos eles foram estruturados com base no mito do crescimento quantitativo eterno e sempre que houver uma falha de crescimento, eles são duramente ameaçados. Lutamos desesperadamente para manter o crescimento econômico como única meta possível - é nossa obsessão diária, calcada nesse enorme risco de falência sistêmica. Por isso, temos várias perguntas sem resposta: o crescimento é factível ou só será abalado por questões ecológicas? Podem os sistemas sobreviver a um colapso de crescimento? Dependendo das respostas, talvez sejam precisas soluções mais inteligentes para dar sustentação aos sistemas socioeconômicos à nossa volta, e é muito provável que essas soluções não sejam jamais alcançadas através de um crescimento obtido a qualquer custo. O crescimento econômico – tal como é feito e mensurado hoje – não é uma solução de permanência nem para a sociedade de uma forma geral, nem para as empresas, nem para o governo.

## Indicadores Macroeconômicos e Projeções (\*)

Última atualização 10/09/04					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	5,5
Inflação (IGPM/FGV) (%)	10,0	10,4	25,3	8,7	11,4	4,5
Taxa de Câmbio Média (R\$/US\$)	1,83	2,35	2,93	3,07	2,98	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	8,3	3,0
Saldo Comercial (US\$ bi)	(0,73)	2,6	13,1	24,8	30,8	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	11,1
Dívida Pública (% do PIB)	49,5	53,3	55,5	58,2	55,4	55,9
Resultado Nominal do Setor Público (% do PIB)	4,5	5,2	10,3	3,7	2,6	2,5
Resultado Primário do Setor Público (% do PIB)	(3,5)	(3,6)	(3,9)	(4,37)	(4,25)	(4,25)

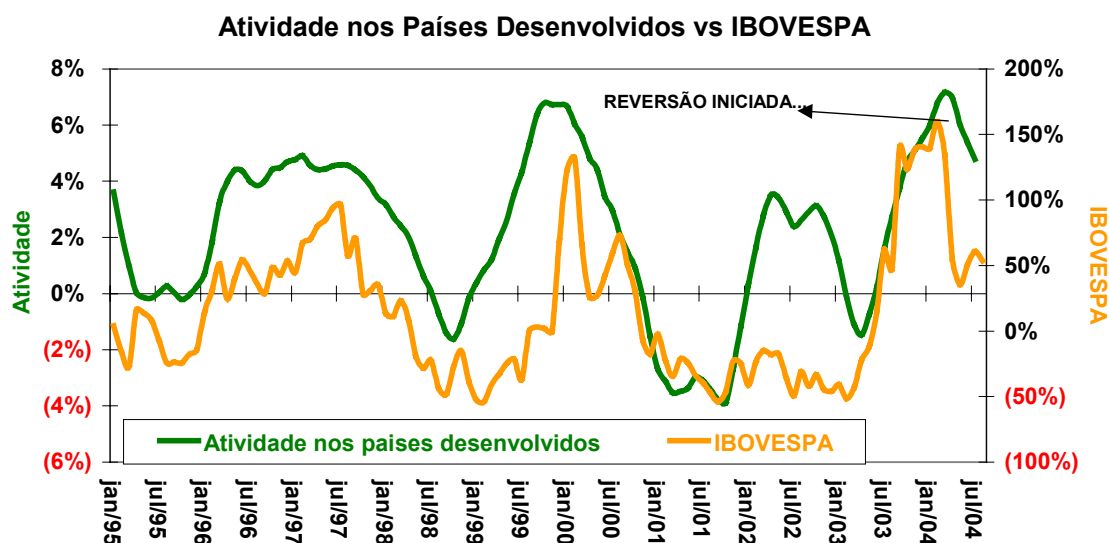
## ECONOMIA

Dados do segundo trimestre do PIB deflagraram um aumento nas expectativas para 2004 - os 4,0% anteriores foram revistos para 5,0-5,5%. As projeções de balança comercial também foram revistas para cima - de US\$ 29 bilhões para 31 bilhões -, aumentando sua contribuição para a economia em função de dados semanais observados sempre acima do que os esperados. Essa conjuntura econômica excepcional tem apenas dois fatores desfavoráveis: o atraso causado pelas eleições municipais para continuar avançando com uma agenda pró-crescimento e as potenciais pressões inflacionárias, oriundas tanto da demanda quanto dos preços administrados e do aumento de custos (commodities e petróleo). A atual bonança econômica tende a obscurecer os riscos potenciais dessas variáveis, da mesma forma que teimosamente ignora o momento de desaceleração econômica mundial, movimento que deflagra o reposicionamento dos investidores em detrimento dos países emergentes, principalmente daqueles que mais dependem do comércio exterior. Embora não seja o caso do Brasil, a reversão do ciclo mundial é um fator de risco adicional à questão do petróleo e não pode ser ignorada na tomada das decisões, principalmente após a forte revalorização dos preços dos ativos observada desde o final de 2002.

### Cenário externo: o ciclo econômico mundial e seus impactos

Desde o pico de abril de 2004, o ciclo econômico mundial iniciou uma reversão que já produziu uma queda nos últimos dois meses e tem efeito negativo sobre o comportamento dos mercados financeiros emergentes. A Figura 1 mostra uma estreita correlação entre o índice Bovespa (em dólar corrente) e os indicadores antecedentes econômicos da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico, que engloba 39 países, incluindo o G7. Essa estreita correlação foi interrompida em 2002 por causa das fraudes contábeis, da iminência da guerra e sobretudo pela fraca resposta da economia norte-americana aos historicamente elevados estímulos monetários e fiscais. A falha de crescimento elevou os riscos macroeconômicos e a aversão ao risco global e causou três anos de quedas consecutivas nos mercados acionários globais (2000, 2001 e 2002), fenômeno que não se observava desde a II Guerra Mundial.

Figura 1 – OCDE LEI



A correlação entre o Ibovespa e o ciclo econômico mundial é reflexo de um processo de realocação de portfólios, pois, nesta fase de desaceleração, os investidores intensificam os recursos dedicados aos mercados desenvolvidos em detrimento dos países emergentes. Acreditamos que esse fenômeno internacional pode limitar a alta do Ibovespa, que, juntamente com um valuation localmente já não tão atraente e os riscos de um cenário para preços de petróleo ainda indefinidos, traz insegurança e limita a alta futura desse mercado. Portanto, a reversão do ciclo mundial, somada aos desequilíbrios financeiros das famílias e do governo norte-americanos e uma fraca criação de postos de trabalho, além da alta do petróleo, mantém o cenário externo como um foco de tensão para os próximos meses. Por enquanto, fluxos de dólares positivos, queda nas taxas de juros longas e a suave tendência de elevação na política monetária norte-americana descolam nossos mercados dessas preocupações no momento.

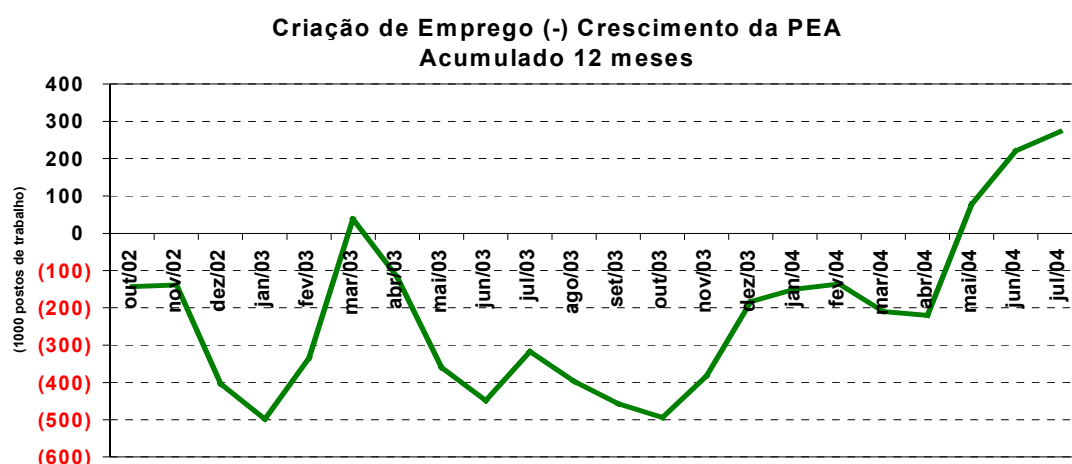
### Cenário doméstico: atividade, inflação e juros

Os dados de atividade mostraram um crescimento mais robusto que o esperado nos últimos meses, aumentando as revisões deste e do próximo ano. Após o segundo trimestre do PIB, nossas projeções foram revistas de 4,0% para 5,0-5,5%. Se daqui até o fim do ano nenhum crescimento for observado, a expansão ficará em 4,1%. No entanto, os dados para o terceiro trimestre apontam um crescimento trimestral provavelmente igual ao segundo trimestre do ano. Um aspecto importante da expansão observada até aqui é seu alcance - nos últimos meses, ela vem se disseminando por todos os setores da economia. Falamos de um ciclo de recuperação clássico, no qual todos os fenômenos observados não só concernem a fatos facilmente reconhecíveis em outros ciclos do passado como tampouco deveriam surpreender quando se tratar de seus efeitos sobre o ciclo da inflação e da política monetária.

No início dessa recuperação, uma das mais fortes desde 1975, os analistas demoraram para reconhecer uma relação causal via afrouxamento monetário, através da qual era facilmente identificável uma reativação econômica depois de uma breve recessão no início de 2003. Essa fase, que se deu no segundo semestre de 2003, notabilizou-se por dois impulsos clássicos: 1) setor de investimentos - para uma dada taxa de retorno do capital, uma menor taxa de juros viabilizaria uma série de projetos antes engavetados; e 2) setores ligados a crédito - menor custo para tomar empréstimos com juros mais baixos. A notável expansão dos setores de bens de capital (ligados a investimentos privados) e de bens de consumo durável (ligados a crédito) revelada pelos dados de produção industrial do IBGE confirmou nossa expectativa. Durante essa primeira fase do ciclo de

afrouxamento monetário, as empresas acumulam lucros, o que se verifica nos resultados bastante favoráveis das companhias abertas. Como a política monetária produz efeitos sobre a economia real com uma defasagem de 3 a 9 meses, dependendo do canal de transmissão, com o passar do tempo, a queda real e nominal de juros começa a perder efeito sobre a atividade e tende a se acomodar. Além do efeito do afrouxamento monetário iniciado em julho de 2003, o salto nas exportações contribuiu para alavancar toda a economia, pelos efeitos diretos e indiretos de um setor exportador pujante, impulsionado por um momento internacional excepcional, em que todas as economias do mundo usufruíam de uma forte elevação de demanda externa causada pelas duas atuais locomotivas do planeta: Estados Unidos e China.

Figura 2 – Criação de Trabalho no Brasil



No final do primeiro semestre de 2004, entramos na segunda fase do ciclo de afrouxamento monetário, no qual, como já dissemos, os efeitos da queda dos juros começam a enfraquecer. Nesta fase, um outro motor é acionado - o acúmulo de lucros pelas empresas é reinvestido na economia, utilizando os fatores ainda escassos, dentre eles, o trabalho ou a mão-de-obra trabalhadora. Embora isso seja um fato estilizado e tenha surpreendido vários analistas, é só nesta fase que a criação de empregos robustece. É absolutamente natural que o mercado de trabalho reaja apenas nas fases intermediárias e finais do ciclo de expansão e não nas fases iniciais, como também é normalíssimo observar elevadas taxas de crescimento no início do ciclo, sem nenhum comprometimento da estabilidade inflacionária. Enquanto o crescimento econômico estiver ocupando recursos ociosos (capacidade produtiva instalada e mercado de trabalho), a inflação permanece inerte. Justamente na segunda fase do ciclo, quando o mercado de trabalho começa a se aquecer, surge a preocupação com a inflação e a necessidade de o Banco Central (BC) agir preventivamente para cortar esse risco potencial. Os dados do mercado de trabalho brasileiro (Figura 2) mostram que essa reação já começou e, com base em dados observados para a economia e a disseminação da expansão para todos os setores ligados à demanda doméstica, a conclusão inevitável é que a política monetária atingiu um ponto em que não mais se discutem futuras reduções de juros, e, sim, elevações das taxas. A variação do salário nominal em economias fechadas é um fator explicativo primordial da tendência da inflação e a preocupação com a inflação não deve enfatizar o crescimento - pois enquanto estivermos usando recursos ociosos, não haverá impacto sobre os preços. Quando o crescimento começa a esgotar recursos ociosos e a pressionar os salários para cima, então se legitima a preocupação com a inflação. Lembrando a defasagem entre a política monetária e o lado real da economia, é natural que a ação do BC se antecipe a dados mais contundentes de pressões salariais futuras.

Essa elevação de taxas que o Brasil deve experimentar nos próximos meses tem peculiaridades que não podem deixar de ser discutidas aqui. É a primeira vez que se vê o BC sendo forçado a combater pressões inflacionárias que não estão ligadas a choques de oferta (depreciação cambial de 1999 e 2002, crise energética de 2001, crise internacional ligada ao petróleo e ao Nasdaq, em 2000). Por ter estado sempre ligadas a choques, as elevações de juros do passado tinham um caráter mais temporário, magnitude mais forte e duração tendencialmente pequena. Quando se falando em elevação de juros para combater uma pressão de demanda ligada a pressões salariais ou a esgotamento da capacidade produtiva instalada, a magnitude da elevação tende a ser menor, mas a duração, maior. É uma situação totalmente diferente da habitual, e isso provavelmente explica as projeções de mercado de uma taxa Selic estável ou em queda para 2004 e, acima de tudo, em queda para 2005. A repetição de um padrão nas projeções acabou revelando um vício de análise e, conforme identificamos com uma certa antecedência, as projeções de juros tendem a se elevar para este e para o ano que vem. A elevação das taxas de juros deveria reduzir as projeções de inflação, mas isso não necessariamente ocorrerá, uma vez que parte da contabilização da inflação para os próximos meses vem sendo negativamente afetada pelo comportamento dos preços administrados (com destaque para petróleo) e pelos riscos de repasse de aumentos de custos para o consumidor. Na verdade, nas últimas semanas temos visto a elevação das projeções de juros acontecer juntamente com as das taxas de inflação ao consumidor. Desde o advento da crítica de Lucas e da escola das expectativas racionais, sabemos que a inflação corrente depende das expectativas inflacionárias e da capacidade produtiva do país em relação à demanda. Quanto menores as expectativas inflacionárias, menor a inflação corrente, e o BC desempenha um papel fundamental no controle das expectativas, por sua credibilidade como autoridade monetária. Depois de ter alertado os mercados financeiros quanto aos riscos potenciais da inflação e à necessidade de agir, ficou claro que pode haver uma elevação de juros ainda em 2004. Estimamos que as taxas devem terminar este ano em 17%a.a., com a primeira elevação em outubro. A magnitude das elevações de taxas de juros (Selic) nos próximos meses é difícil de prever com maior precisão dentro de qualquer modelo conhecido. De todo modo, apesar da elevação das taxas, o crescimento não deverá ser muito afetado, pois estamos numa fase do ciclo que se caracteriza por um crescimento endógeno ou, em outras palavras, “no piloto automático”. O efeito do aperto monetário sobre esta fase de expansão tende a ser tão menor quanto maior for a credibilidade do BC em manter controladas as expectativas inflacionárias.

Finalmente, o argumento de que o BC não elevaria os juros por causa dos efeitos contrários oriundos da composição da dívida pública não sobrevive a uma observação empírica: mesmo com percentuais maiores de dívida pública atrelada às taxas Selic, o BC não se intimidou para apertar a política monetária. Dentro do atual modelo de políticas macroeconômicas, a política monetária não deve causar problemas fiscais via elevação de juros, mas poderia prejudicar bastante se perdesse o controle da inflação. A composição da dívida e seus indexadores são aspectos secundários para o tratamento da dinâmica da dívida pública - muito mais importante é a preservação dos superávits fiscais primários em patamares compatíveis com a estabilidade da relação dívida líquida sobre o PIB, do que qualquer outro fenômeno econômico como a depreciação do câmbio ou a elevação dos juros. Entretanto, muitos analistas conservam o raciocínio atrelado a esses aspectos secundários, mesmo com as contas públicas já tendo enfrentado fortes solavancos nos juros e no câmbio sem que se produzisse uma deterioração fiscal permanente. A elevação de juros visa preservar a estabilidade da inflação, condição inequívoca para a sustentação de taxas de crescimento satisfatórias. Assim, mantemos o otimismo acerca do crescimento brasileiro, apesar desse necessário mas benéfico ajuste nos juros.

## POLÍTICA

O título deste tópico deveria incluir o adendo “até as eleições municipais”. A agenda do Congresso deve ser retomada só em 14 de setembro e, a partir da semana seguinte, deve entrar em recesso branco. Há onze Medidas Provisórias “trancando” a pauta da Câmara. Assim, acreditamos que a possibilidade de a Lei de Falências ser votada antes das eleições municipais é relativamente pequena. No Senado, dificilmente a PPP entrará em pauta neste mês, apesar do afastamento do ministro José Dirceu das negociações, o que deve evitar maiores conflitos com a oposição, especialmente com o senador Tasso Jereissati.

Quanto ao STF, a votação sobre o crédito presumido do IPI deverá ser retomada no próximo dia 15. Segundo a AGU, a perda potencial do governo pode chegar a R\$ 200 bilhões, valor que deve estar superestimado. Acreditamos que o parecer do presidente do STF, ministro Nelson Jobim, que ameniza o esqueleto potencial, deve ser apreciado pelos demais ministros.

## MERCADO DE AÇÕES

Em agosto, a Bolsa subiu pelo terceiro mês consecutivo – Ibovespa médio + 2,54% e IBX50 médio + 3,75% - acumulando no ano + 2,96% e 3,43%, respectivamente. O desempenho recente do Bovespa tem refletido o bom momento da economia doméstica, com recordes da balança comercial, retomada do nível da atividade e do consumo, melhora gradual da renda e do mercado de trabalho. Por outro lado, os bons números internos tem sido ofuscados pelas preocupações com a escalada do preço do petróleo e a preocupação dos agentes do mercado com os sinais de forte crescimento da demanda doméstica, gerando pressões inflacionárias e a possibilidade de que este cenário venha a exigir uma atuação mais ativa da política monetária.

Para setembro, o mercado de Renda Variável deverá operar com cautela, observando a tendência do preço do petróleo e a condução da política monetária de curto prazo. A nossa expectativa para a Bolsa para o ano segue positiva dado aos bons resultados esperados pelas empresas, especialmente as ligadas aos setores que tem uma parcela do seu faturamento no mercado externo e está se beneficiando também da retomada da demanda doméstica. Nos próximos meses deveremos ter uma série de emissões de ações que estarão disputando os fluxos de recursos da Bolsa.

## MERCADO DE RENDA FIXA

Os principais fatos do mês de agosto foram a votação no STF da Taxação dos Inativos e a preocupação mostrada na Ata do COPOM em relação as expectativas de inflação em 2005 e o preço do petróleo. A preocupação em relação a votação no STF começou a dissipar-se no começo do mês, com aumento da chance de vitória do governo, o que fez com que o otimismo esperado para após a decisão fosse antecipado. A confirmação da vitória do governo não impactou o mercado de juros.

O COPOM mais uma vez manteve a taxa Selic em 16,00% a.a., consenso do mercado, mas a ata divulgada na semana seguinte, mostrando preocupações com o elevado preço do petróleo e com a expectativa de inflação para 2005, fez com que a curva de juros sofresse um aumento e alteração de inclinação. Com este fato, o mercado começou a discussão em relação a aumento da taxa Selic no curto prazo para conter possíveis ameaças à meta de inflação para o ano de 2005. (Swap 1 Ano: Jul/04 17,63% e Ago/04 17,98%).

---

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.