

Índice

Projeções, 1

Ecoeconomia, 2

Cenário externo, 3

Cenário Doméstico, 9

Renda Fixa e Renda Variável, 13

Disclaimer na última página

Indicadores Agosto 2007

Ibovespa médio

54.336

- 1,24% mês

+ 22,16% no ano

IBX médio

17.775

- 1,09% mês

+ 22,37% no ano

S&P 500

1.476,18

+ 1,30% no mês

+ 3,93% no ano

CDI

+ 0,99% no mês

+ 8,04% no ano

Dólar = \$ 1,9620

+ 4,50% no mês

- 8,23% 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

Gestão Renda Variável

Cal Constantino

Fabício Oliveira

João Marcelo Barros

Jose Malavasi

Ricardo Rossi

Sidney Uejima

Gestão Renda Fixa

Gabriela Cavarzan

Nathalie Riccomi

Renato Santaniello

Alocação de Ativos

Área de vendas

55 11 3174 6166

Projeções

Indicadores macroeconômicos (*)	Projeções					
Última atualização 5/09/07	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	1,98	1,90
Taxa de câmbio final (R\$/US\$)	2,89	2,65	2,34	2,14	1,90	1,90
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 súbico (% 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

### Uma verdade inconveniente: a crise esquecida do setor imobiliário

Em 2002, a NASA criou um projeto com a Universidade de Connecticut para evidenciar aos membros dos governos locais que a construção imobiliária, residencial ou não, ligada ao crescimento vertiginoso das populações e das economias, é a causa dos inúmeros problemas ambientais locais, como a fragmentação dos ecossistemas, a poluição do solo e dos recursos hídricos, entre outros<sup>1</sup>. Praticamente metade dos rios, lagos e zonas estuárias dos Estados Unidos estão hoje completamente poluídos, de acordo com a Agência de Proteção Ambiental do governo<sup>2</sup>. Adicionalmente, o Centro de Estudos de Imigração mostra que as políticas de uso mais eficiente do solo e mudanças na urbanização serão incapazes de salvar os recursos do solo, pois falham em atacar a principal causa do problema do espalhamento urbano: o contínuo crescimento populacional absoluto<sup>3</sup>. Hoje, 90% do crescimento populacional dos Estados Unidos vem dos imigrantes e apesar das evidências ambientais assustadoras, a “necessidade” de crescer as economias e populações sempre, exige políticas completamente contraditórias com os problemas ambientais locais e globais que estamos vivendo hoje. Isso é um erro óbvio demais para insistirmos nele.

Darwin mostrou que nada diferencia o ser humano dos demais animais, mas há algumas diferenças não biológicas importantes: nossa capacidade de estabelecer relações de causa e efeito é uma delas. A insustentabilidade socioambiental que estamos vivendo hoje é resultado de duas causas fundamentais: crescimento absoluto populacional e econômico. Essas duas causas transformam-se em insustentabilidade por duas razões: limite óbvio planetário ao crescimento e teoria econômica falsa. Dessa vez, embora o colapso ambiental pudesse ser transferido de um país a outro via comércio global, a situação atingiu um limite insustentável, pois superamos a capacidade regenerativa do planeta, criando bombas socioambientais planetárias que podem causar hoje um ponto sem volta na história do progresso humano na Terra<sup>4</sup>.

Além de vários estudos convincentes, a comunidade científica composta por mais de 1700 cientistas e mais de 100 prêmios Nobel assinou um importante alerta para a humanidade em 1992<sup>5</sup>. Uma das medidas propostas, além da erradicação da pobreza, era o estancamento imediato do crescimento populacional. Quando eles preconizaram como medida de salvação da humanidade o estancamento das populações, o mundo tinha 5,4 bilhões de habitantes; hoje somos 6,6 bilhões. Atualmente, a população humana aumenta 200.000 almas por dia, já descontados os mortos. No ano todo adicionamos um México. Esse aumento contínuo de pessoas e do crescimento econômico num ambiente finito tem como contrapartida um processo contínuo de devastação ambiental e poluição e são sem dúvida alguma as causas de todos os males, embora sejam vistos erradamente como a única solução possível para a humanidade.

Ben Bernanke<sup>6</sup> mencionou que existiam 10.000.000 de moradias nos Estados Unidos em 1890 e hoje existem 124.521.886 moradias<sup>7</sup>. O território americano em 1890 era de 9.631.420 quilômetros quadrados e hoje, bem, continua o mesmo. Alguém ainda vai ganhar um prêmio Nobel ao lembrar que o território dos países é constante. E os economistas a respeito de tudo isso? Nem uma palavra, mas cheios de truques: só fazem avaliações em cima de fluxos – jamais estoques – e para piorar, só olham as variáveis percentuais dos fluxos. Quocientes também são idolatrados, como aqueles que medem ganhos de eficiência, esquecendo sempre o impacto absoluto principalmente no que diz respeito às tão esquecidas variáveis sociais e ambientais.

<sup>1</sup> [http://science.nasa.gov/headlines/y2002/11oct\\_sprawl.htm](http://science.nasa.gov/headlines/y2002/11oct_sprawl.htm)

<sup>2</sup> <http://www.epa.gov/>

<sup>3</sup> <http://www.numbersusa.com/hottopic/sprawl.html>

<sup>4</sup> “Limits to Growth: The 30-Year Update”. Donella Meadows, Jorgen Randers e Dennis Meadows.

<sup>5</sup> <http://www.ucsusa.org/ucs/about/1992-world-scientists-warning-to-humanity.html>

<sup>6</sup> Presidente do banco central dos Estados Unidos (*Federal Reserve*)

<sup>7</sup> <http://www.census.gov/prod/2006pubs/h150-05.pdf>

A teoria econômica parte do princípio que o ser humano é capaz de produzir matéria e energia – fato negado pelas ciências mais puras que temos à nossa disposição. Com essa suposição surrealista, a economia parte do princípio que o meio ambiente é inesgotável e que o sistema econômico é neutro para o meio ambiente (?!?). Isso explica a ênfase dos economistas em fluxos. Para que olhar estoques se o meio ambiente é inesgotável? Aqui chegamos numa verdade inconveniente em relação à construção e ao setor imobiliário: não é possível aumentar o estoque de imóveis dos Estados Unidos sempre e principalmente agora, quando de acordo com a NASA e com vários outros institutos de ciências, esse espalhamento urbano já atingiu o limite ambiental e está causando destruição do solo e dos recursos hídricos a um ponto que ameaça a segurança de todos. Existe uma crise germinando no esgotamento do espaço devido ao ganho de escala que será, sem dúvida alguma, avassaladora e inevitável e nenhuma política de juros irá criar solo, água e recursos naturais, por mais que acreditem nisso - ou simplesmente desconsiderem.

Até hoje os países ricos conseguiram superar o esgotamento de seus sistemas econômicos dependentes de recursos naturais não renováveis finitos, por meio da importação de recursos de países que ainda possuem natureza para oferecer e ser destruída (a devastação ambiental foi globalizada nesse processo). Essa estratégia de importar e expoliar recursos naturais extra-fronteiriços, embora atenua o impacto da demanda nacional sobre solo e água domésticos, não evita o desgaste local causado pelo excessivo e contínuo crescimento econômico e populacional. Portanto, no caso de solo e água domésticos, o modelo de crescer sempre coisas e pessoas esbarra na cláusula da finitude a um ponto de não poder mais ser escamoteada pelo comércio global, trazendo à tona o elevado custo de externalidades ambientais que nunca foram evidenciados pela inescapável ineficácia do sistema de preços. Resta saber quanto tempo nossa espécie animal vai levar não só para estabelecer as relações de causa e efeito, mas acima de tudo, para atacar as causas. Até agora, toda essa discussão de mais de 30 anos ainda mantém as pessoas brincando de Jardim do Éden, como se nada estivesse acontecendo.

## Cenário externo

### Sinais da crise e suas principais diferenças com crises anteriores

O que diferencia 1998 de 2007? O que diferencia 1998 de 2000? Para onde estamos indo? Claramente, o FED irá reduzir os juros na próxima reunião do dia 18 de setembro. Por força maior, os mercados interbancários continuam sob pressão, commercial papers, que em geral são emitidos sem lastro, agora as operações que possuem lastro em operações de crédito imobiliário e cartões de crédito das famílias respondem por metade dos dois trilhões de dólares de volume existente. Essas operações vão apresentar contração significativa. A origem da crise está no processo de desaceleração – ou recessão – do setor imobiliário que já dura mais de um ano e que teve como consequência forte elevação da inadimplência. É um castelo de cartas: após o ajuste nos juros de 1% para 5,25% entre junho de 2004 e junho de 2006, ocorreram dois fenômenos coincidentes: fim da valorização do preço dos imóveis e concessão de certos tipos arriscados de empréstimo imobiliário que dependiam da contínua valorização do preço dos imóveis. Esses dois fenômenos jamais poderiam ter coincidido. Grande parte dos emprestadores imobiliários do setor subprime e do setor near prime (onde estão os empréstimos mais arriscados, alguns sem documentação ou comprovação de renda – os ALT-A) tomaram recursos emprestados partindo do pressuposto que jamais seriam obrigados a pagar os empréstimos! Como conseguiriam essa proeza? Refinanciando os empréstimos, através da valorização do preço dos imóveis. Portanto, em não havendo valorização do preço dos imóveis (figura E1), não havia outro futuro para esses emprestadores senão a inadimplência ou a execução da hipoteca (figuras E2a e b).

Até então, a pequenez desses tomadores de empréstimos e a polpuda situação de riqueza das famílias fortaleceu a idéia de não contágio e de nenhum paralelo da crise atual com crises anteriores, como as de 1998 e 2000. Mas essa tese foi duramente solapada a partir de julho de 2007 com a evidência de perdas financeiras contaminantes em uma série de operações alavancadas e estruturadas em derivativos e outros mecanismos exóticos, que surgiram tão inopinadamente quanto as operações de subprime, sem nenhum controle ou restrição e pior, com um aparato megalomaniaco de classificações de risco generosíssimas, que agora estão sendo revisadas de AAA para CCC ou CCC- (queda de 17 notas para baixo!!!). Os modelos de

precificação substituíram o mark to market por modelos questionáveis que foram sucateados pelo aumento monumental da inadimplência que podia facilmente ser prevista (lembre-se que tanto o setor imobiliário quanto a inadimplência vem se deteriorando por mais de um ano). A tentativa de liquidação de ativos cujos preços despencaram com a elevação da inadimplência evidenciou um possível contágio que se estendeu dos Estados Unidos para mercados financeiros no mundo todo e trouxe à tona uma crise de informação, pois ninguém, nem as entidades oficiais, está seguro de quem tem o que e a que nível de perda potencial. A crise realmente mudou de figura. Faz todo sentido agora perguntar quais são as diferenças entre a crise atual de 2007 com as de 1998 e 2000. As diferenças ou similitudes entre essas crises nos ajudarão a entender para onde estamos indo, num ambiente de incerteza bem maior, onde, com certeza, a redução de juros do FED, embora bem-vinda, pode não ser suficiente para afastar a possibilidade de um cenário econômico mais adverso, nos Estados Unidos e fora dele.

Figura E1

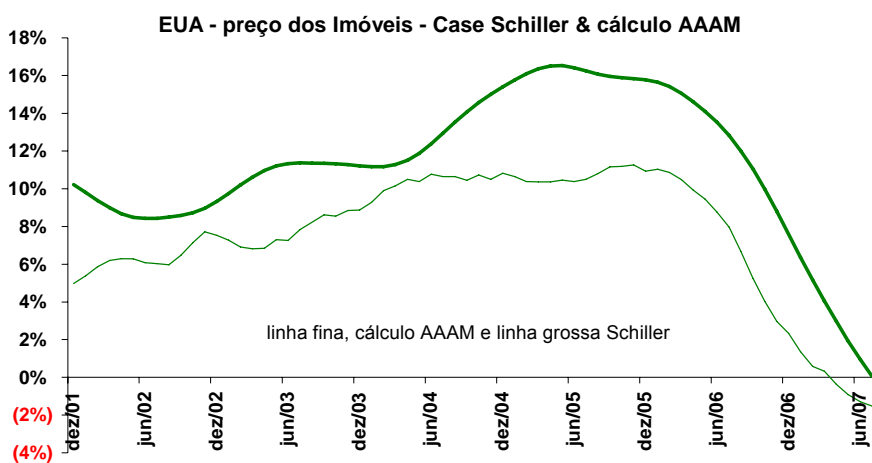


Figura E2a

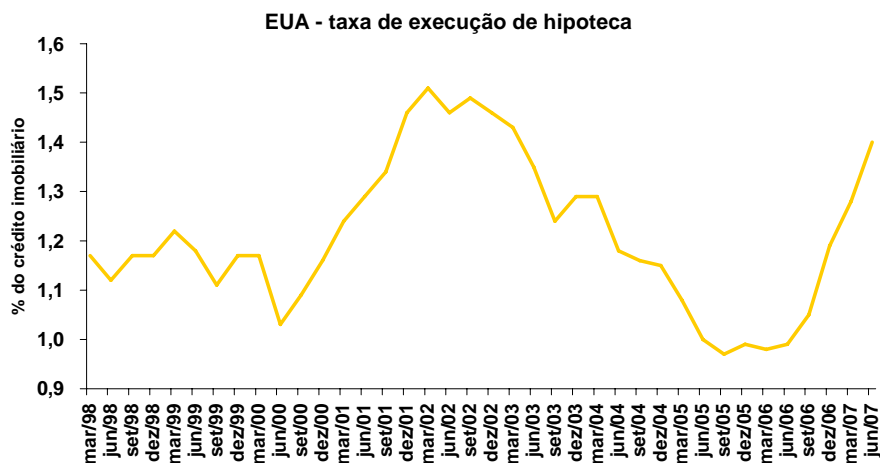
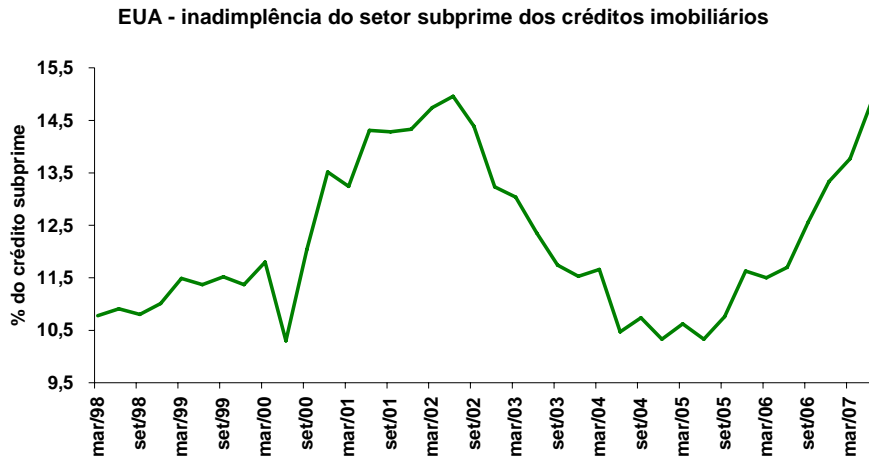


Figura E2b



### Comparação com outras crises

Em 1998, as economias emergentes apresentaram uma queda de 0,9% no PIB, a economia mundial sem os EUA registrou uma expansão de 1,1%, ao passo que os EUA cresceram 2,2% no mesmo período. A economia mundial sem os EUA e os países emergentes estava fraca e os EUA estavam mais fortes. Uma outra diferença importante é que em 1998 não estavam sendo registrados crescimento abaixo do par ou abaixo do potencial como agora nos EUA desde abril de 2006. Mesmo no ano 2000, a crise do Nasdaq causou um crescimento fraco, mas a economia não estava gravitando em torno de um crescimento fraco como já vem ocorrendo com a economia no período pré-crise julho de 2007 por mais de um ano (figura E3). A princípio isso poderia ser um fator favorável, pois a chance de uma recuperação após uma resposta do FED em redução de juros eventualmente seria mais factível, no entanto, a origem da crise, o fim da valorização do preço dos imóveis e seus efeitos sobre riqueza, consumo e operações financeiras do crédito, devem continuar se deteriorando até o final de 2008. Em contrações anteriores do setor imobiliário, a resposta no lado dos estoques foi mais rápida, dessa vez, por conta dos exageros dos créditos no subprime e near prime, essa reação no lado dos estoques não está sendo observada, ao contrário, as execuções de hipoteca estão aumentando os estoques ao lado de uma demanda por imóveis cada vez mais reprimida (figura E4).

Figura E3

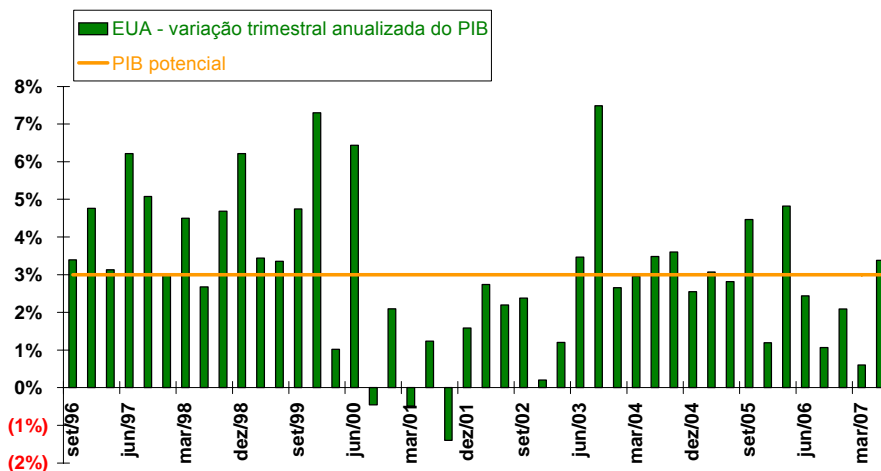
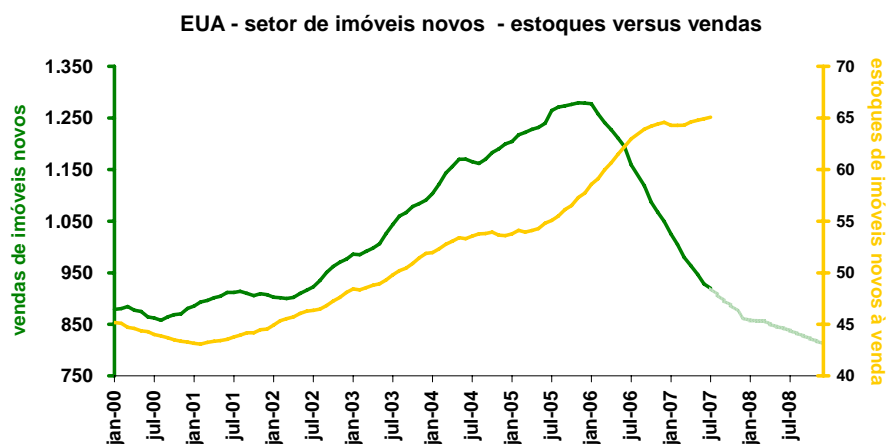
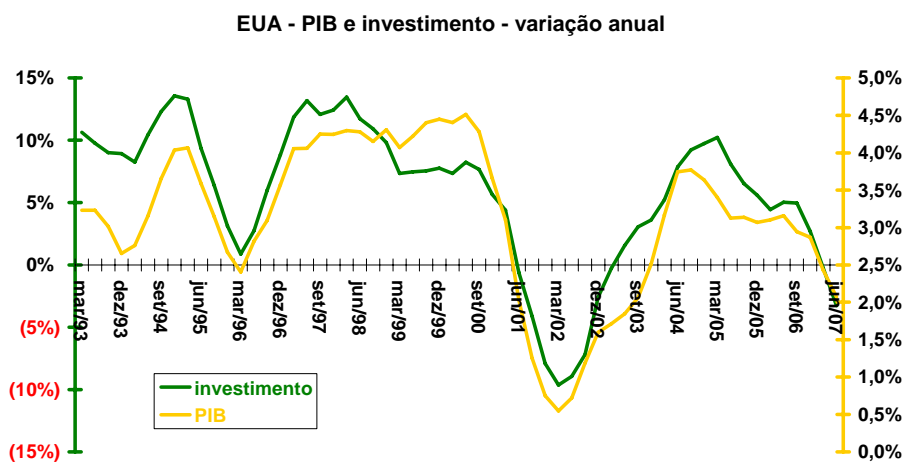


Figura E4



A simples redução de juros pelo FED, medida inescapável nesse ambiente, já a começar na reunião de 18 de setembro, não necessariamente solucionará a crise. Embora recessões sejam difíceis de serem antecipadas – e nunca o foram, mesmo pelos mais brilhantes economistas – há alguns fatos estilizados que podem ser usados. Por exemplo, no ano de 2000, excesso de investimentos produtivos, que tiveram que ser corrigidos e perda de riqueza monumental das famílias (10,7 trilhões de dólares durante os anos 2000-2002) impediram que o estímulo monetário evitasse uma forte queda da atividade e dos investimentos, que na verdade, só começou a sair do terreno negativo em 2003 (figura EE5). Portanto, temos evidência que excessos como os observados atualmente no setor imobiliário, com potencial perda de riqueza, podem neutralizar a redução de juros no seu prazo de eficácia sobre a atividade e não ser capaz de impedir que uma fraqueza maior se observe.

Figura E5



Adicionalmente, dado que a atividade já estava em desaceleração por cinco trimestres consecutivos, a crise atual não é a origem dos riscos econômicos atuais, mas um agravamento. Quedas nas projeções de crescimento do PIB dos EUA devem ocorrer nos próximos meses e reduções de juros idem, mas seu efeito defasado no tempo não será capaz de impedir que essas quedas ocorram. O tamanho da queda é fundamental nessa análise, pois dependendo do tamanho a economia mundial irá passar ilesa, mas uma queda muito forte ou mesmo uma recessão podem produzir contágio na economia mundial e mudar os fundamentos benignos do cenário externo. Finalmente, mesmo que o cenário seja o de crescimento mais fraco, porém sem recessão nos EUA, dificilmente a bonança que observávamos nos mercados financeiros voltará a ser igual ao período anterior dessa crise.

Para ilustrar melhor essa questão, vamos fazer uso de uma equação e diagramas. Em primeiro lugar, a situação econômica está relacionada diretamente com a liquidez dos bancos centrais e dos mercados, assim expressa:

$SE = f(LBC, LME)$ , onde  $f$  indica função de variáveis, que estão entre parêntesis.

A oscilação das variáveis LBC (liquidez do banco central) e LME (liquidez dos mercados) é positivamente correlacionada com SE (situação econômica). Podemos então escrever a equação da seguinte forma:

$\Delta SE = \Delta LBC + \Delta LME$ , sendo  $\Delta$  medida de variação.

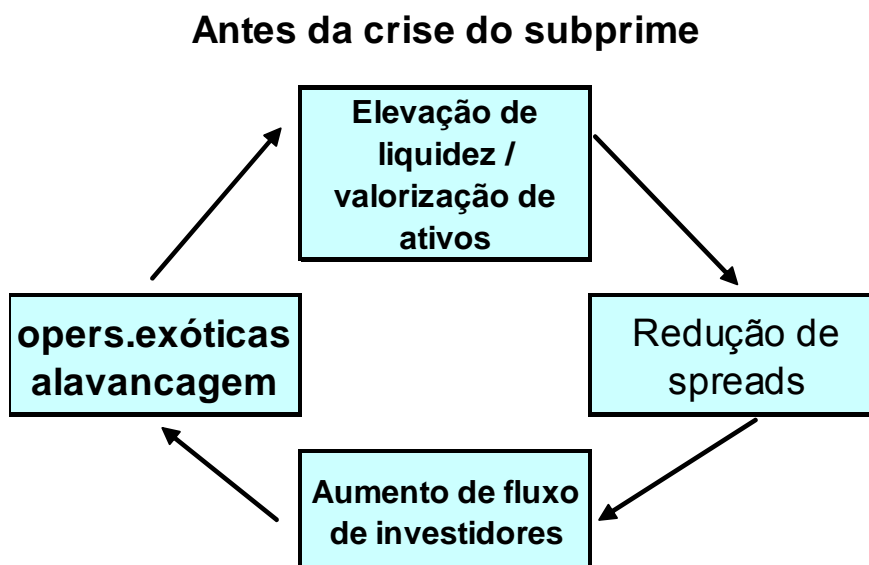
Com essa equação conseguimos descrever três momentos relacionados com o ciclo de crescimento de alta dos mercados por quase cinco anos. Na primeira fase, de 2001 a 2003, a situação econômica tendia a ser positiva, por causa do rápido afrouxamento de juros nos EUA e em outras economias do mundo. Embora a resposta econômica tenha vindo tardiamente, a partir de 2003, o sinal econômico positivo era claro:

2001 a 2003  $\rightarrow \Delta SE > 0$  e  $\Delta LBC > 0$

A segunda fase é caracterizada pela elevação dos juros, mas mesmo assim, o aumento de liquidez dos mercados mais que compensa esse ajuste na política monetária e mantém a bonança econômica:

2003 a 2006  $\rightarrow \Delta SE > 0$ ,  $\Delta LBC < 0$  e  $\Delta LME > 0$  ou  $\Delta LME > -\Delta LBC$

Figura E6

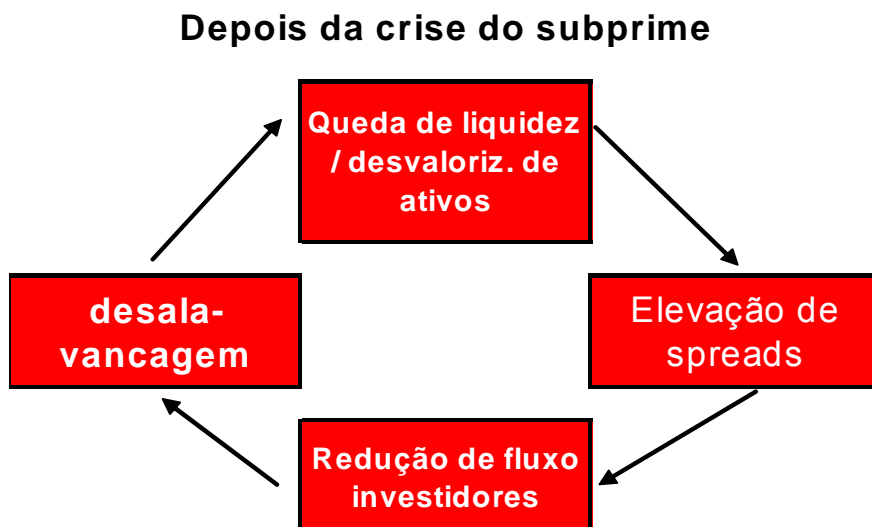


A liquidez do mercado num ambiente de prosperidade criou um círculo virtuoso que vinha sustentando a alta dos mercados, mesmo depois da alta de juros observada nos bancos centrais dos Estados Unidos, do Japão, do Reino Unido e da Eurolândia (82% da economia mundial pelo PIB a valor de mercado). Esse círculo virtuoso, antes da crise do subprime funcionava através da forte elevação de liquidez e valorização de ativos, com redução de spreads, aumento do fluxo de investidores e amplo uso de operações exóticas e enorme alavancagem (figura E6). A liquidez dos mercados é dependente da queda contínua dos spreads das operações financeiras que, por sinal, atingiram níveis baixos históricos. A crise, portanto, teve como mérito elevar os spreads e colocar um fim nesse círculo virtuoso, transformando-o num outro totalmente diferente (figura E7). Com a elevação dos spreads, começou a diminuir o fluxo de novos investidores, a haver desalavancagem, queda de liquidez nos mercados e desvalorização dos ativos. Nesse esquema adiciona-se tamanho de perdas desconhecido, falta de informação e crise de confiança, o que direciona a autoridade

monetária inevitavelmente para a redução de juros, pois a partir desse ponto, o impacto na economia é claramente negativo. Com o auge da crise do subprime, a equação mostrada anteriormente aponta para uma situação econômica mais negativa do que a prevista até então:

2007 →  $\Delta SE < 0$ ,  $\Delta LBC < 0$  e  $\Delta LME < 0$

Figura E7



### Conclusão

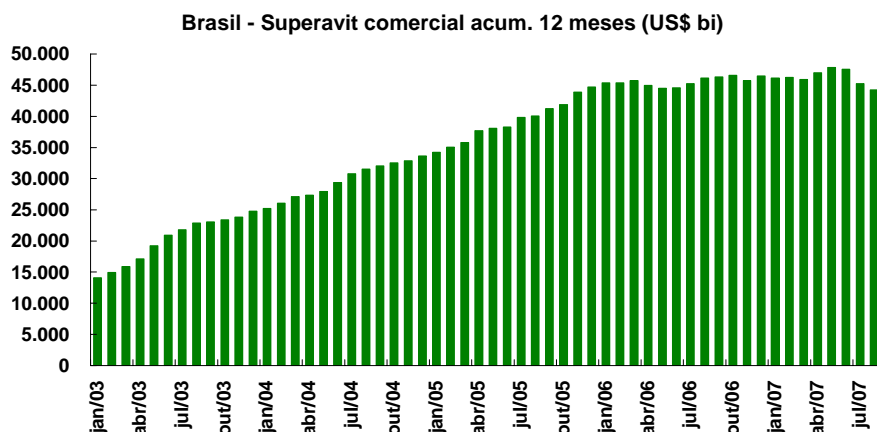
Embora tenha ficado bem claro para quase todos que uma redução de juros pelo FED é inevitável, há ainda ingredientes dessa crise e problemas temporais com essa medida do FED que indicam que a atividade econômica irá sofrer mais do que se pensava anteriormente. A recuperação dos setores em crise – crédito e construção imobiliária – com elevação de inadimplência, de estoques e fraca demanda em contrapartida, deve demorar pelo menos até o final de 2008. A continuidade da fraqueza desse setor e seu potencial impacto no consumo das famílias que responde por 72% da economia toda, aumentam os riscos de notícias negativas econômicas – e financeiras - daqui em diante. Como o consumo das famílias americanas depende do preço dos imóveis, do preço das ações, do preço da gasolina e dos ganhos de emprego e renda, temos uma situação também que aumenta o risco caso um furacão atinja a produção de petróleo e refinarias no Golfo do México. A temporada dos furacões deve se estender até o final de novembro e seu período mais intenso ocorre a partir de setembro, onde mal entramos. O fim do El Niño em fevereiro de 2007 tornou a estação de furacões desse ano mais intensa que a média histórica (com a presença do El Niño há um menor aquecimento da água dos oceanos e uma menor formação dos furacões, fato observado em 2006). Essa questão é importante: o impacto dos furacões Katrina e Rita de 2005 foram mais do que atenuados pelos ganhos com ações, imóveis, emprego e renda. Dessa vez, temos todas essas variáveis enfraquecendo ou no terreno negativo. Além de tudo isso, não é certo que a redução de juros irá restaurar a confiança no mercado interbancário nem afastar notícias novas negativas relacionadas com perdas potenciais. A corrente de dados econômicos até agora, embora mais fracas que um ano antes e indicando crescimento abaixo do potencial por pelo menos mais seis meses, não capturaram ainda todos os efeitos da atual crise de confiança e de abalos nos mercados de crédito e interbancário. Apesar de vários pregões recentes de alta e da recuperação de dois terços da queda desde 24 de julho, comemorando a inevitável redução de juros do FED, recomendamos cautela ao endereçar o futuro do cenário nos EUA. Após a redução efetiva de juros, uma resolução da atual crise de forma rápida parece ainda improvável. A liquidez dos mercados têm sido um grande trator que passou sobre notícias negativas ao longo dos anos 2005 e 2006, mas dessa vez, essa liquidez mudou de sinal definitivamente e o apetite por risco está se alterando para pior, e isso significa ajuste pelo menos no ritmo de valorização dos mercados de ações e moedas, de onde não pode ser descartado uma nova realização. O cenário está mais incerto dessa vez do que em crises anteriores.

# Cenário Doméstico

## Saldo comercial deve diminuir nos próximos anos

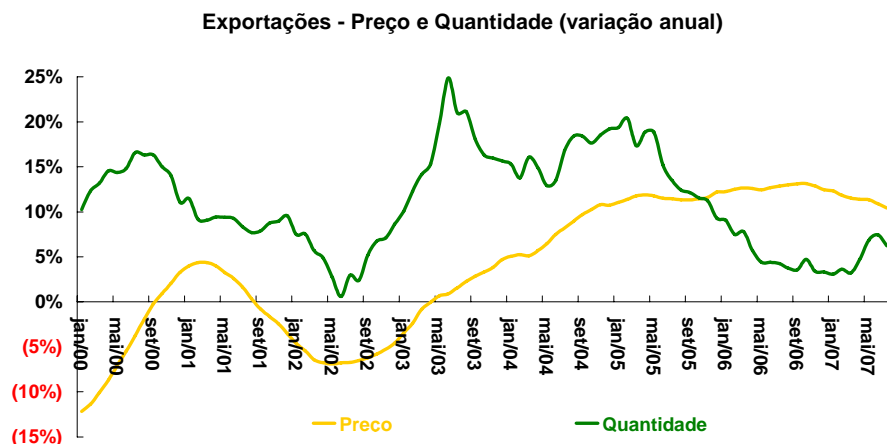
Os superávits da balança comercial brasileira diminuíram nos últimos meses. O resultado ainda é muito preliminar, mas indica que as perspectivas para o comércio externo brasileiro já não são mais tão favoráveis quanto no passado (figura 1)

Figura 1



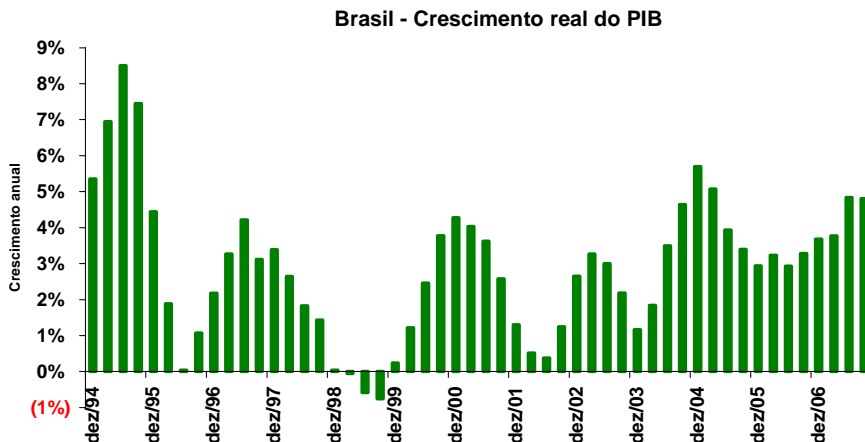
Do lado das exportações, temos o crescimento econômico mundial apresentando sinais de arrefecimento, principalmente nos EUA. O resultado deste menor crescimento mundial é uma redução tanto nos preços quanto nas quantidades exportadas pelo Brasil. Nos últimos anos o Brasil se beneficiou de taxas de crescimento elevadas no resto do mundo, que impulsionaram tanto os preços das commodities internacionais quanto as quantidades exportadas. Com a diminuição do ritmo de crescimento dos principais parceiros comerciais do Brasil, o crescimento do “quantum” das exportações tem sido baixo. Do lado dos preços temos um cenário também não muito animador: a taxa de crescimento dos preços continua alta, mas com clara tendência de redução. Este resultado ocorre mesmo com o crescimento elevado dos preços dos alimentos no mercado internacional nos últimos meses, grupo onde o Brasil também é um exportador líquido (figura 2).

Figura 2



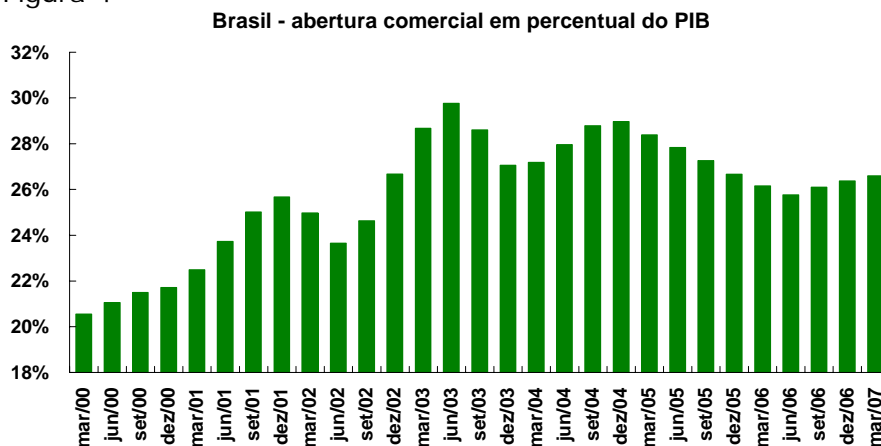
As perspectivas são ainda menos favoráveis quando analisamos o comportamento das importações. O elevado crescimento econômico brasileiro tem levado ao crescimento do “quantum” importações (figura 3). Este movimento é igual ao observado em outros momentos de elevado crescimento econômico, contudo desta vez o crescimento das importações está ficando acima do observado em outros momentos de expansão econômica.

Figura 3



Pelo menos três fatores explicam o elevado crescimento das importações: i) maior abertura econômica, ii) baixa capacidade produtiva do país e iii) apreciação do real. O aumento da abertura econômica (figura 4) pode ser entendido como maior participação de produtos importados na cesta de consumo do brasileiro: neste caso há uma tendência de crescimento das importações em porcentagem do PIB. Desde 1995 há uma clara tendência de aumento das importações no PIB (figura 5). Mesmo sem dispor de dados do PIB do 2T07, é possível saber que as importações continuaram aumentando: dados da Funcex indicam crescimento das importações em torno de 23% no 2T07 em relação ao 2T06, bastante acima do crescimento esperado do PIB no mesmo período (entre 5% e 6%).

Figura 4



O segundo fator que explica o elevado crescimento das importações é o baixo potencial produtivo do país. Apesar de ter havido um claro aumento dos investimentos no Brasil a partir de 2004, nossa capacidade produtiva ainda é baixa e vem sendo utilizada na sua plenitude para atender a demanda interna. E, ao contrário do que normalmente ocorreu na história recente da economia brasileira, entre o pico de crescimento em 2004/05 e o atual momento não tivemos anos de crescimento negativos ou sequer muito baixos (próximos de zero). Conseqüentemente, não foi criada capacidade ociosa entre um ciclo de crescimento e outro e portanto a necessidade de importações para atender a demanda doméstica é maior. Isto pode ser visto nas figuras 4 e 5:

apesar de ainda não termos atingido os mesmos níveis de crescimento de 2004 em termos de PIB, o crescimento das importações (quantum) já ultrapassa o observado em 2004.

Figura 5

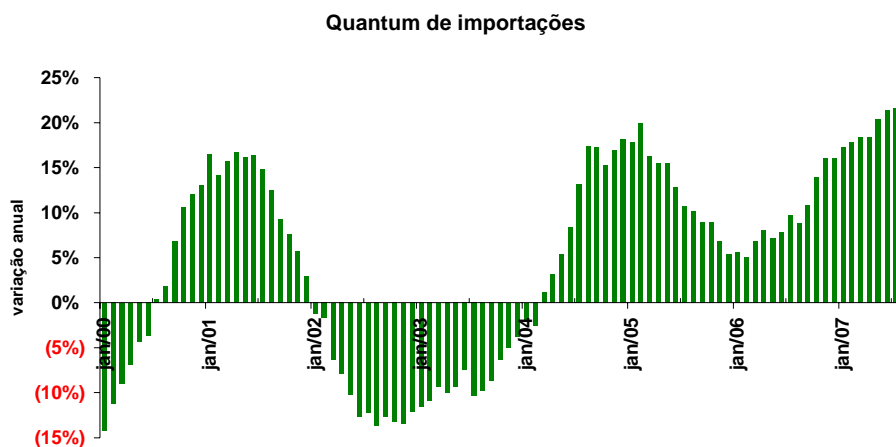
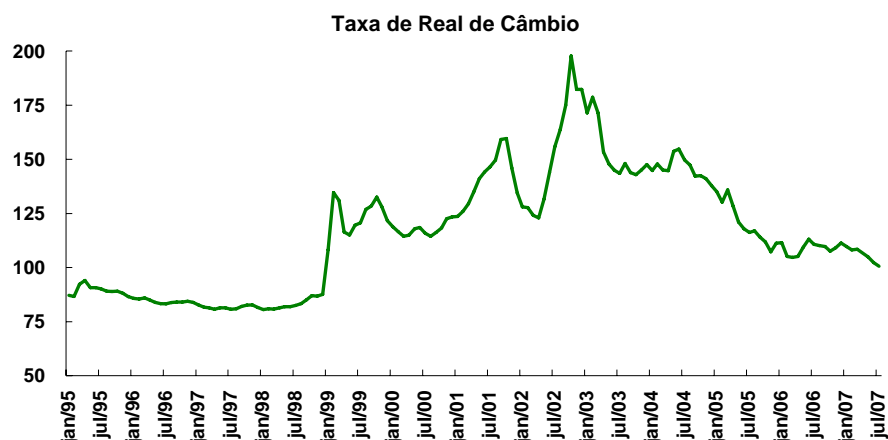


Figura 6

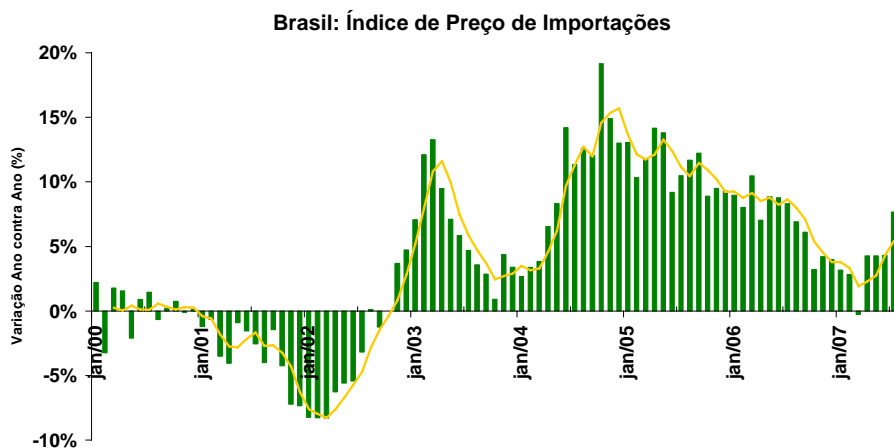


O terceiro fator favorável ao crescimento das importações foi a apreciação do real. Devido às exportações também elevadas (impulsionadas pelo crescimento elevado do resto do mundo nos últimos anos e pelo aumento significativo do preço das commodities) e ao forte fluxo de investimento estrangeiro para o Brasil (tanto investimentos de portfólio – renda fixa e ações – quanto investimento direto estrangeiro), o real se apreciou consideravelmente nos últimos anos, reduzindo o preço dos produtos importados e incentivando as importações (figura 6)

Outro ponto de destaque com relação às importações foi o aumento dos preços nos últimos meses (figura 7). Após cair por um longo período, os preços dos produtos importados começaram a aumentar nos últimos meses. Entre as razões para isto estão o aumento no preço do petróleo, aumento da inflação mundial e possivelmente a valorização do real (com a valorização do real, as empresas que exportam para o Brasil podem aumentar seus preços em US\$ sem que isto represente aumento do preço em R\$). Destes fatores, o mais importante sem dúvida foi o aumento da inflação mundial ocorrido a partir de meados de 2006. O longo período de crescimento econômico mundial levou a taxas maiores de inflação em diversos países, tanto desenvolvidos quanto emergentes. Outro fator importante que pode ter causado o aumento da inflação mundial (ou pelo menos reduzido a tendência de queda do preço de alguns produtos) é a menor capacidade de substituição de produtos produzidos em países desenvolvidos por produtos mais baratos produzidos em países emergentes. Ainda que a participação dos países emergentes

continue aumentando, como a inflação nestes países aumentou recentemente, esta pode ser uma das causas da elevação no preço dos produtos importados no Brasil.

Figura 7



Estes resultados representam dois desafios para a política monetária no Brasil. Em primeiro lugar, a perspectiva de apreciação cambial diminuiu bastante nos últimos meses em função da menor projeção para o saldo comercial (além da expectativa de menor fluxo financeiro) e portanto impõe limites ao potencial benéfico. Em segundo lugar, o aumento das importações vinha sendo considerado uma âncora importante para a inflação na medida que aumentava a concorrência externa e a preços baixos. Contudo, se os preços dos produtos importados estão aumentando, o aumento das importações pode passar a representar um risco para a inflação e não mais um benefício.

### **Copom deve reduzir taxa Selic pela última vez no ano**

O Copom começou a reduzir os juros em meados de 2005, quando a taxa Selic estava em 19,75%. Na maior parte deste período, o cenário interno e externo contribuíram favoravelmente para o processo de queda de juros, situação que parece ter se invertido nos últimos meses. A inflação mundial permaneceu baixa nos últimos anos. Entre as razões estão as baixas taxas de inflação do período 2002/03, quando o mundo encontrava-se em situação de baixo crescimento econômico e a reorientação da produção de diversos produtos para países emergentes, onde os custos de produção são menores. Este fenômeno tem importância para a inflação no Brasil na medida em que reduz o custo de insumos importados (menor custo de produção dos produtos nacionais) e reduz o preço de bens finais importados (reduz o preço do produto local pela concorrência).

Nos últimos anos o crescimento econômico mundial aumentou substancialmente e vem se mantendo elevado, o que causou o aumento da inflação em alguns países. O efeito mais visível do crescimento econômico sobre a inflação foi o aumento no preço das commodities (fig. 1). Como estas commodities são utilizadas na produção de diversos produtos, o efeito pode se espalhar por boa parte da cadeia produtiva do país.

Além do crescimento econômico, o incentivo à produção do biocombustível favoreceu o aumento dos preços das commodities agrícolas. Neste caso, o efeito sobre os índices de preços ao consumidor são ainda mais claros. No Brasil, o preço dos alimentos vem aumentando desde o segundo semestre de 2006. Do lado interno, o crescimento econômico vinha sendo baixo no Brasil desde 2004, situação que se inverteu recentemente. A principal causa da atual aceleração do crescimento econômico é a redução de juros iniciada em 2005. Como resultado da queda dos juros iniciada em 2005 já foi possível perceber uma aceleração da atividade econômica em 2006,

com aumento do crédito e do consumo das famílias, aumento da produção e, conseqüentemente, aumento do pessoal empregado.

Mesmo que a taxa de juros seja mantida em 11,25%, acreditamos que a demanda interna continuaria crescendo a taxas robustas. Entre as razões estão ao aumento da massa salarial observado nos últimos anos e a manutenção das taxas de juros em níveis historicamente baixos. As implicações do crescimento econômico sobre a inflação operam principalmente via esgotamento da capacidade produtiva e via pressões para aumentos de salários. Nos dois casos, os riscos de um aumento na inflação são grandes. A utilização da capacidade instalada está nos níveis mais altos dos últimos anos e a taxa de desemprego vem diminuindo mês a após mês, devendo 2007 apresentar a menor média de desemprego desde 2002 (início da série atual).

Considerando a elevação recente da inflação (e das previsões de inflação) e os riscos que o crescimento econômico elevado pode ter para a inflação futura, acreditamos que o Banco Central deverá reduzir a taxa Selic em apenas 25 bp em setembro e que irá mantê-la constante nas próximas duas reuniões de 2007 (outubro e dezembro).

## Renda Fixa

Não houve reunião no mês de agosto, apesar disso, o mercado redimensionou para pior a curva de juros, trabalhando com um cenário de juros bem mais cauteloso. Sem grandes mudanças na curva de juros, pois o mercado já mudou a visão de juros para a frente, até por conta dos efeitos da crise externa nos contratos mais longos de juros. Na reunião de setembro esperamos redução de 0,25 ponto percentual com unanimidade, seguido por uma pausa no atual processo de queda nos juros. Isso retira a possibilidade de grande melhora no mercado de juros, mesmo se ocorrer uma amenização da crise do cenário externo.

Sem grandes mudanças na curva de juros, pois o mercado já mudou a visão de juros para a frente, até por conta dos efeitos da crise externa nos contratos mais longos de juros. Na reunião de setembro esperamos redução de 0,25 ponto percentual com unanimidade, seguido por uma pausa no atual processo de queda nos juros. Isso retira a possibilidade de grande melhora no mercado de juros, mesmo se ocorrer uma amenização da crise do cenário externo.

Em agosto o câmbio mostrou uma ligeira depreciação, reduzindo a apreciação acumulado ao longo do ano, por conta do recrudescimento da crise do cenário externo. A perspectiva do câmbio depende totalmente da evolução do cenário externo. Pode apresentar uma melhora com o início do processo de redução de juros pelo FED já em meados de setembro. No entanto, mais notícias positivas e ausência de notícias negativas seriam necessários para as taxas melhorarem.

A perspectiva do câmbio depende totalmente da evolução do cenário externo. Pode apresentar uma melhora com o início do processo de redução de juros pelo FED já em meados de setembro. No entanto, mais notícias positivas e ausência de notícias negativas seriam necessários para as taxas melhorarem.

## Renda Variável

A crise se mostrou bem pior do que se imaginava com vários desdobramentos que agravam a situação da economia americana. A perspectiva de redução de juros pelo FED é a notícia que vem sustentando os mercados, mas a confirmação dessa expectativa pode não ser suficiente para manter a melhora e novas notícias negativas relacionadas com a crise no crédito e no setor imobiliários e nas operações financeiras desenvolvidas a partir deles podem contribuir para trazer volatilidade e incerteza aos mercados.

A perspectiva de redução de juros pelo FED é a notícia que vem sustentando os mercados, mas a confirmação dessa expectativa pode não ser suficiente para manter a melhora e novas notícias negativas relacionadas com a crise no crédito e no setor imobiliários e nas operações financeiras desenvolvidas a partir deles podem contribuir para trazer volatilidade e incerteza aos mercados.

---

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 às regras e supervisão da Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil.