

Sumário Executivo

Editorial 2

A insistência em subestimar a elevação da inflação e o ruído em torno da política monetária resultaram em uma acentuada deterioração das expectativas de inflação. Ao rejeitar um ajuste fiscal de longo prazo, os gerentes da política fiscal conseguiram a um só tempo exacerbar as pressões inflacionárias conjunturais, limitar o avanço do investimento e acelerar a deterioração do saldo em conta corrente.

Por tudo isso, a reancoragem das expectativas terá que ser feita através de uma redução maior no crescimento do PIB em 2009. Embora o Brasil ainda preserve uma condição macroeconômica construtiva – graças ao tripé de câmbio flutuante, metas para a inflação e superávit primário; o quadro para o biênio 2008-09 perdeu todo o brilho.

Internacional 4

Apesar da surpresa com a expansão moderada do PIB no primeiro semestre, o cenário ainda é sombrio para a economia nos EUA: a crise de crédito prossegue, a riqueza está sendo destruída pela queda de preços dos imóveis e das ações, o desemprego aumenta e a renda cai, enquanto a inflação sobe limitando a margem de ação do *Fed*.

A retração da demanda nos EUA está contaminando os países desenvolvidos. Mas ainda impacta os emergentes de forma limitada porque, em geral, este grupo pratica políticas fiscais e monetárias excessivamente frouxas, o que mantém a demanda superaquecida e sanciona uma deterioração significativa da inflação global via preços de commodities.

Setor Externo 6

A deterioração das transações correntes é algo natural em uma economia onde o governo se recusa a ampliar a poupança pública. Por isso, a tendência de aumento no déficit em conta corrente deve prosseguir, o que levará a alguma depreciação do real.

Atividade Econômica 8

A conjugação de políticas fiscais e monetárias expansionistas resultou em uma demanda superaquecida, o que manterá o PIB de 2008 acima de 5%. Porém, o ajuste para um ritmo sustentável se fará às custas de crescimento bem menor, de cerca de 3% em 2009.

Inflação e Juros 10

O excesso de impulsos monetário e fiscal, em 2007, sobre uma economia já bastante aquecida, aliados aos choques de preços de commodities produziram um salto na inflação. Neste ambiente, a propagação dos efeitos secundários se generaliza, a inflação sobe e se espalha e as expectativas deterioram também para os horizontes mais longos.

Embora o BC tenha sido ágil em reverter o curso da Selic, a intenção de "realizar (...) parte relevante do movimento" com a alta de 0,50 p.p. em abril indica que a magnitude do ajuste total estava subestimada diante da piora subsequente. Por isso, esperamos que o Copom acelere o ritmo de alta e eleve a taxa Selic até 15,25% a.a. em janeiro de 2009.

Contas Públicas 14

Em 2009, o PIB menor fará aflorar a fragilidade do ajuste fiscal baseado no aumento da arrecadação, pois atingir um superávit primário acima de 4% do PIB será um desafio.

Resumo das Projeções 16

Pesquisa Macroeconômica

- **Alexandre Mathias**
Diretor de Renda Fixa e Economia
alexandre.mathias@uam.com.br
55 11 2124.5617

- **José Luciano Costa**
Coordenador da Pesquisa Econômica
jose.costa@uam.com.br
55 11 2124.5604

- **Felipe Simone Pereira do Couto Rosa**
Estrategista de Renda Fixa
felipe.rosa@uam.com.br
55 11 2124.5621

- **Juliano Sucupira Cecílio**
juliano.cecilio@uam.com.br
55 11 2124.5622

- **Caroline Silveira de Camargo**
caroline.camargo@uam.com.br
55 11 2124.5603

- **Ana Mie Horigoshi Reis**
ana.horigoshi@uam.com.br
55 11 2124.5598

Manteiga, canhões e inflação e credibilidade

No *Prospectivo* anterior, repetimos a advertência de que “a despeito da provável consecução da classificação de grau de investimento em 2008 [...] o solapamento na condução fiscal – gasto corrente explosivo, aumento da carga tributária e investimento público estagnado [...] criaria obstáculos à continuidade da queda do risco Brasil”.

No curso de Introdução à Economia, uma das primeiras lições costuma ser sobre a curva de possibilidades de produção de uma economia. Em geral, emprega-se um exemplo clássico no qual uma economia produz apenas dois bens: manteiga e canhões. Assim, ao despendendo recursos finitos, o governo precisa escolher a alocação em canhões (orçamento militar) ou manteiga (gastos civis), induzindo a idéia de que gastos em uma área implicam necessariamente na decisão de não gastar com a outra.

Esta lição elementar parece não ter sido bem assimilada por aqueles que conduzem as finanças públicas. A explosão do gasto público se dá apenas em gastos correntes e não em investimento o qual, com PAC e tudo, continua a ser um resíduo do gasto total.

Nossa estrutura tributária foi constituída a fim de arrecadar sob crescimento baixo e, por isso, apresenta elevada elasticidade renda, o que faz com que, diante do recente dinamismo do PIB, a carga tributária bruta cresça ainda mais.

Assim, mesmo com a perda da CPMF, a carga tributária bruta cresce devido à aceleração do PIB. Evidente que a ampliação contínua da carga tributária bruta em um país onde a taxa de poupança e investimento do governo tende a zero acarreta uma redução do investimento total.

Além disso, a sanha arrecadatória tem como contrapartida uma explosão do gasto, em detrimento do investimento, o que acentua e traz para o presente o desequilíbrio entre a demanda e a oferta. O excesso de demanda sobre a oferta, origem da pressão sobre os preços, é o resultado de uma economia em que consumo, investimento e gastos do governo crescem simultaneamente e acima da possibilidade da oferta.

Por algum tempo, foi possível recorrer ao setor externo para postergar os efeitos inflacionários, mas tal recurso, além de não ser inesgotável, tem efeitos sobre a trajetória esperada da taxa de câmbio.

Ao não entender estes mecanismos e rejeitar um ajuste fiscal de longo prazo, os gerentes da política fiscal conseguiram a um só tempo exacerbar as pressões inflacionárias, reduzir o crescimento potencial do investimento e ainda acelerar a deterioração do saldo em conta corrente.

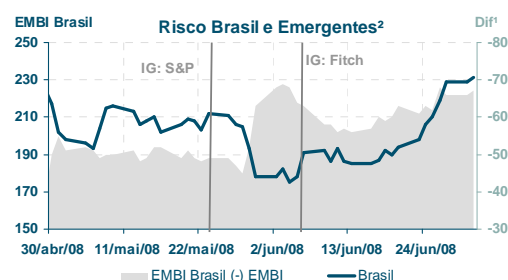
Um dos fatores mais importantes na reversão da crise de 2002/3 foi a constatação de que o governo Lula abandonaria o discurso econômico progressivo em prol da política econômica de FHC II – meta de inflação, superávit primário e câmbio flutuante.

No entanto, existe um paradoxo que o governo Lula não conseguiu solucionar. O PT não reconhece como sua a política econômica herdada do governo do PSDB. E, no segundo mandato, Lula entregou a economia ao grupo que criticou incessantemente a a linha adotada sem, no entanto, lhes dar grande autonomia de ação.

Assim, em meados de 2006, iniciou-se uma tentativa não explicitada de mudar o arcabouço. Conforme assinalamos no editorial do *Prospectivo 15*, em julho de 2007, houve uma guinada para pior na condução da política econômica. Algo patente no abandono da agenda de reformas e do projeto de ajuste fiscal de longo prazo, nas tentativas de mudar a política cambial, passando inclusive pela elevação do tom crítico contra o Banco Central (BC).

Contudo, a inércia dos acertos passados e um cenário internacional ainda muito favorável obscureceram a mudança de orientação cuja única faceta passou a ser a relação conflituosa entre a Fazenda e o BC.

Apesar do Grau de Investimento, risco Brasil parou de melhorar



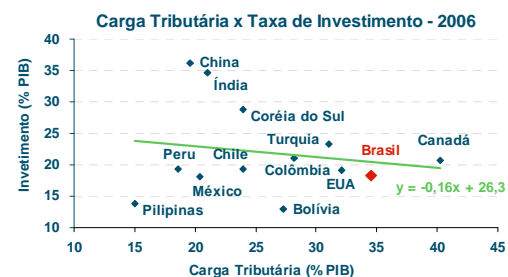
¹ Dif = EMBI-BR (-) EMBI.

² Como o risco Brasil atualmente é inferior ao risco dos demais emergentes, a diferença (Dif) é negativa.

Fonte: Bloomberg.

Elaboração e Projeção: Unibanco Asset Management.

Carga tributária em elevação, gastos correntes explodindo e investimento público estagnado



Fonte: Banco Mundial.

Elaboração e projeção: Unibanco Asset Management.

Fim do período de euforia global torna nítido o quanto deixamos de evoluir

Política econômica com DNA do PSDB ainda sofre rejeição em setores do PT

No entanto, a reversão do cenário internacional desde julho de 2007 e, mais recentemente, a emergência de pressões inflacionárias no contexto de uma demanda superaquecida obrigou o mercado a encerrar a indulgência com que estas questões vinham sendo tratadas.

A ação do BC tem sido alvo contínuo de críticas. Em setembro de 2007, após o Copom avaliar “que se elevou a probabilidade de que a emergência de pressões inflacionárias inicialmente localizadas venha a apresentar riscos para a trajetória de inflação”, sinalizando a interrupção do ciclo de cortes de juros, o Ministro da Fazenda afirmou: “Eu não vejo nenhuma alta relevante da inflação no país. [...] É prematuro tomar qualquer decisão agora”.

Em fevereiro de 2008, quando já estava clara a pressão sobre os preços, o Ministro continuava a afirmar que “a inflação no Brasil está absolutamente no centro da meta e menor que em boa parte dos países emergentes”.

Por fim, em 2 de julho de 2008, quando se tornou evidente que o teto da meta, 6,5% deverá ser superado, o Ministro continua a ver “exagero e alarmismo nas notícias sobre inflação”, pois “não há falta de produtos no país. Por isso, a população não precisa se preocupar em fazer estoques”.

O efeito destas análises que brigam não apenas com os diagnósticos do BC, mas com a própria realidade pode ser constatado na inequívoca deterioração das expectativas de inflação dos agentes econômicos.

O resultado destes passos em falso e de todo ruído em torno da política monetária é uma redução da credibilidade do instrumento de controle da inflação. Por isso, a ancoragem das expectativas terá um custo mais elevado: um crescimento pífio em 2009 e a postergação da retomada dos cortes na taxa Selic.

Ao final de 2008, quando os mercados se voltarem para o cenário à frente, não será um panorama róseo, como dos últimos anos, que estará delineado.

No cenário internacional, a economia global desacelerará para cerca de 3% em 2009, ritmo de crescimento mais lento desde 2002. Ao mesmo tempo em que os desenvolvimentos sobre o sistema financeiro norte-americano e europeu continuarão a emergir, gerando incerteza e drenando capital.

No Brasil, a deterioração da conta corrente e um cenário de crescimento global menor favorecem a noção de que o período de apreciação do real tenha se encerrado e, é até razoável, esperar alguma depreciação real nos próximos anos.

A perspectiva de crescimento do PIB para 2009 deveria estar deteriorando na mesma velocidade das expectativas de inflação, pois para recolocar o gênio da inflação dentro da garrafa novamente será preciso segurar a demanda, o que requer um aperto de juros bem maior do que se avaliava inicialmente.

Este quadro de crescimento mais fraco em 2009 também terá como consequência evidenciar a má qualidade do ajuste fiscal, pois manter o superávit primário sem contar com uma expansão acelerada da arrecadação será bem mais complexo.

Enfim, embora o Brasil ainda preserve uma condição macroeconômica estrutural bastante construtiva – graças, novamente, ao tripé formado pelo regime de metas para a inflação, pelo câmbio flutuante e superávits primários; o quadro conjuntural para o biênio 2008 e 2009 se tornou relativamente hostil.

Felizmente, os desafios da conjuntura estão a altura dos instrumentos de política e, desde que cesse o ruído, ainda é bastante provável que possamos construir um cenário novamente favorável para o ano de 2010.

Ação do BC tem sido alvo de críticas

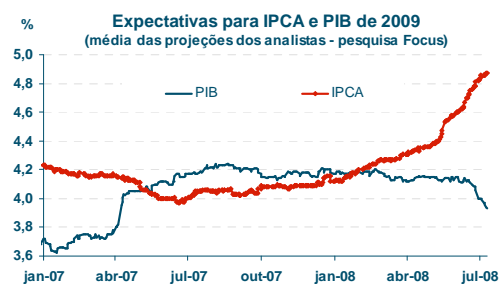


¹Taxa pré futura/Coupons dos títulos indexados ao IPCA (NTN-B) de prazo equivalente.

Fonte: Andima e BM&F.
Elaboração e Projeção: Unibanco Asset Management.

IPCA de 2008 ficará acima do teto da banda de inflação

Cenário global terá biênio difícil em 2008 e 2009



Fonte: Banco Central.
Elaboração e Projeção: Unibanco Asset Management.

Condução macroeconômica apropriada requer aperto simultâneo das políticas fiscal e monetária

2. Economia Internacional

Em 2009, crescimento global será menor e a inflação, maior

A surpresa do cenário internacional nesta primeira metade de 2008 é o baixo grau de contaminação da crise norte-americana sobre os países emergentes. Liderados pelo dinamismo chinês, os países emergentes ainda mantêm um ritmo de crescimento forte a despeito da desaceleração nos EUA, Europa e Japão. Contudo, no segundo semestre de 2008 e principalmente em 2009, os efeitos da desaceleração dos EUA deverão se tornar mais nítidos na economia mundial, inclusive nos países emergentes.

A grande questão é saber se a economia mundial está se descolando do ciclo econômico norte-americano ou trata-se apenas de defasagens longas e variáveis. A China tem sido um pólo dinâmico alternativo da economia mundial, empurrada por investimentos em infra-estrutura, o que acaba isolando os fornecedores de insumos da desaceleração da demanda nos EUA. Contando com duas fontes de crescimento e a possibilidade de ciclos descasados, as oscilações da economia global podem ter se tornado menos pronunciadas.

Entretanto, acreditamos que a economia norte-americana, ao ditar mais de 15% do consumo mundial, seja suficientemente grande para produzir efeitos na economia global e que os impactos ainda não foram sentidos em função da defasagem com que o ciclo da economia líder influencia as demais e também devido a uma postura fiscal e monetária excessivamente relaxada na maior parte dos emergentes.

Apesar do crescimento do PIB norte-americano ter se mantido positivo no primeiro semestre, diferentemente do que esperávamos, foi o dólar fraco dando nova vida ao setor exportador que impediu uma desaceleração maior. O setor externo respondeu por 80% do crescimento de 1% do PIB americano no primeiro trimestre do ano, com uma demanda menor por produtos importados se somando à oferta mais competitiva de produtos *made in USA* no resto do mundo. Assim, o déficit em conta corrente caiu para 5% do PIB, depois de ter atingido um pico de 6,3% do PIB no final de 2006.

A contrapartida é que o consumidor americano vê à sua frente uma boa gama de problemas que acabam por reduzir a confiança e também o consumo. Primeiramente, seu patrimônio é corroído pelo desempenho fraco dos mercados acionários. A incorporação do cenário de crescimento menor nas projeções de lucro das empresas e a possibilidade de novos problemas com instituições financeiras devem fazer com que os mercados acionários continuem sofrendo até o final do ano, mesmo depois de uma queda de 12,8% do Índice S&P500 no primeiro semestre.

Mais importante, a outra parcela relevante do seu patrimônio que perde valor são os imóveis. O Índice *S&P-CaseShiller* mostrou, nos 12 meses até abril, uma queda acumulada de 15,3% e não há sinais de que a queda de preços esteja no final. A crise do setor financeiro, originada da expectativa de aumento dos *defaults* de hipotecas, ainda se ramifica, pois potenciais compradores não encontram acesso fácil ao crédito nos bancos devido às maiores restrições de capital e menor apetite para riscos.

Para piorar o quadro, o mercado de trabalho está cortando empregos mês após mês. Foram destruídas 438 mil vagas de trabalho este ano, elevando a taxa de desemprego para 5,5%. Isto sugere que o consumidor dos EUA terá, finalmente, que reduzir seus gastos com consumo e elevar a taxa de poupança que está abaixo da média histórica.

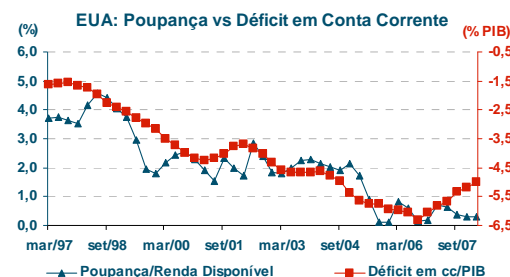
Adicionalmente, a alta das *commodities* elevou o gasto das famílias com alimentação e gasolina, o que reduz ainda mais a renda disponível. Por ora, o consumidor tem sustentado o consumo com o uso de linhas de crédito piores e mais caras, como o crédito rotativo do cartão. Além disso, o governo federal reduziu impostos e devolveu às famílias entre US\$ 600 e US\$ 1.200 numa tentativa de sustentar o consumo, mas isto tende a ter um impacto temporário frente a uma conjuntura ruim.

Panorama da Economia Mundial						
	Média			Cenário Base - Recessão EUA		
	1980-2006	2006	2007P	2003-07P	2008P	2009P
PIB Mundial (vpa)	3,3%	5,0%	4,9%	4,6%	3,7%	3,3%
EUA	2,9%	2,9%	2,2%	2,9%	1,4%	1,5%
Zona do euro	1,9%	2,7%	2,6%	1,9%	1,4%	1,0%
Japão	2,4%	2,2%	2,1%	2,1%	1,0%	0,8%
China	9,8%	11,1%	11,4%	10,6%	10,0%	9,5%
Índia	5,9%	9,7%	9,7%	8,6%	8,0%	7,0%
Resto do Mundo*		5,2%	5,3%	5,1%	4,0%	3,5%

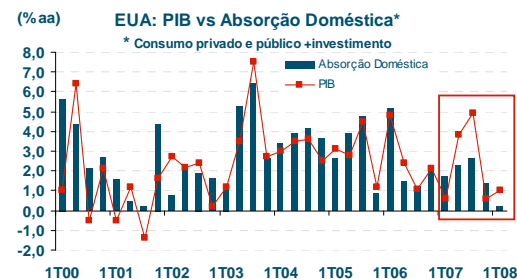
Fonte: Bloomberg.
Elaboração e Projeção: Unibanco Asset Management.

Taxas de câmbio	2007	2008P	2009P
Dólar / Euro	1,45	1,60	1,45
Iene/ Dólar	114,0	110,0	115,0
Juros			
US Fed Funds (% a.a.)	4,25	2,25	3,00
US Treasury 10 anos (% a.a.)	4,20	4,0 - 4,5	4,25 - 4,75

Fonte: Bloomberg.
Elaboração e Projeção: Unibanco Asset Management.



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Unibanco Asset Management.



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Unibanco Asset Management.

2. Economia Internacional

O *Fed*, após a campanha de cortes de juros que trouxe os *Fed Funds* de 4,25% a.a. em dezembro para 2% a.a. em junho, agora sinaliza que as preocupações com a inflação passaram a ter prevalência sobre o risco de recessão. A inflação segue alta a despeito da atividade anêmica, com o *CPI* devendo fechar 2008 em 4%, em função da alta das *commodities*. Por isso, o *Fed* sinaliza que não haverá mais cortes, sendo até possível um ajuste para cima de 0,25 p.p. dos *Fed Funds* para 2,25% a.a. ainda em 2008.

A economia americana deverá crescer cerca de 1,4% em 2008, com expansão de 0,8% e 0,2% nos últimos dois trimestres do ano. Em 2009, mesmo com a estabilização do setor de construção, o ajuste de poupança do consumidor manterá o ritmo de crescimento do PIB em torno de 1,5%. Se o dinamismo do consumo for maior, o *Fed* terá espaço para trazer as taxas reais de juros para o território positivo. Assim, mesmo em um cenário melhor, a expansão do PIB em 2009 ficaria limitada a cerca de 1,75%.

A vitalidade do setor exportador norte-americano que, até aqui, evitou queda do PIB, deverá ter efeitos sobre o setor industrial de outros países. Embora não seja trivial compreender o padrão de contágio, há evidências de que isso já está ocorrendo. Nos últimos 12 meses, a produção industrial dos emergentes acelerou de 10,9% para 11,4%, mas, excluindo a China, o resultado inverte para uma desaceleração de 6,5% para 6,2%. No mesmo período, os países do G7 passaram por uma desaceleração de 2,6% para 2,2%. Por isso, projetamos que o crescimento mundial desacelerará de 4,9% em 2007 para 3,65%, em 2008, e daí para 3,25%, em 2009, com o mundo emergente assimilando a desaceleração das economias desenvolvidas.

Na Europa, o Banco Central Europeu (BCE) subiu os juros de 4% para 4,25% a.a., mantendo os juros reais marginalmente positivos, visto que a inflação ao consumidor acumula 3,7%, acima da meta de 2%, nos 12 meses encerrados em maio. No entanto, o crescimento do bloco deverá desacelerar de 1,4% em 2008 para 1,0% em 2009, enquanto o Euro deve se manter próximo ao nível atual, entre 1,50 e 1,60 dólares, em função da manutenção do diferencial de juros entre Europa e EUA.

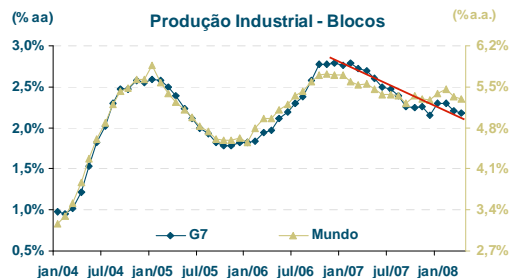
O Japão deverá crescer 1% em 2008, o que fará com que a taxa básica de juros seja mantida em 0,5% a.a., dado que a inflação também está em elevação nos últimos 12 meses em função da alta de preços de alimentos e combustíveis.

A China, que segue sustentando um crescimento em torno de 10% ao ano, manterá o esforço para controlar a inflação que, nos 12 meses até maio, atingiu 7,7%. Os investimentos devem continuar crescendo, embora o foco esteja voltado para mudar a composição da demanda – estimulando o consumo e segurando o investimento.

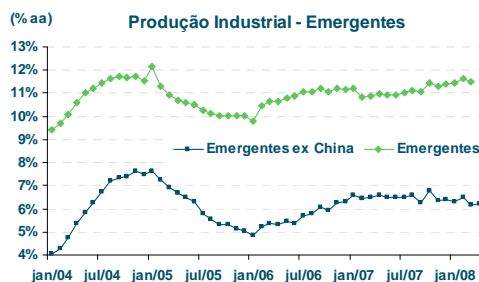
No entanto, ao contrário do padrão usual, a desaceleração da economia mundial não deve provocar uma queda muito pronunciada sobre os preços de *commodities*. De fato, exceto pelos insumos industriais, tanto as *commodities* agrícolas quanto as energéticas apresentam um balanço de oferta e demanda bastante apertado, o que inibirá correções mais amplas. O preço do petróleo *Brent* deve seguir volátil ao longo do segundo semestre, devendo encerrar o ano entre US\$ 100 e US\$ 120.

Mas mesmo com uma acomodação nos preços das *commodities*, o estrago sobre a inflação já está feito, pois a inflação mundial mudou de patamar. A maior parte dos países emergentes segue operando taxas de juros reais muito baixas, quando não negativas, o que produz um dinamismo excessivo. O resultado é a dicotomia dos ciclos no que tange ao crescimento e uma contínua pressão sobre as *commodities*.

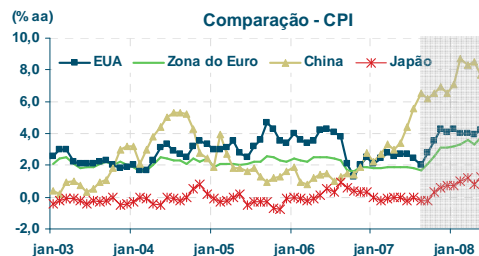
A correção destes desequilíbrios requer uma redução do crescimento dos emergentes, o que só ocorrerá com um aperto da postura monetária. Assim, o fim da leniência dos BCs emergentes com a inflação será um fator coadjuvante, junto com o contágio da recessão dos EUA, para a reduzir o crescimento global em 2009.



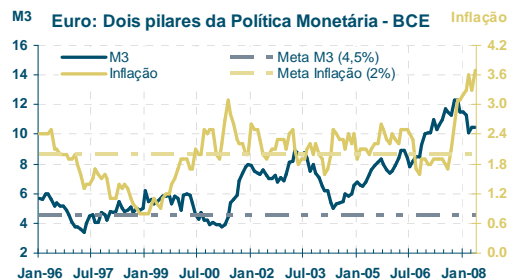
Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Unibanco Asset Management.



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Unibanco Asset Management.



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Unibanco Asset Management.



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Unibanco Asset Management.

Dinâmica da conta corrente deterá apreciação do Real

Conforme antecipamos no último *Prospectivo*, após cinco anos de superávits, teremos um déficit em conta corrente em 2008. Nosso diagnóstico era de que a apreciação cambial aliada ao menor crescimento da economia mundial e à baixa capacidade em gerar poupança interna acabariam conduzindo o país de exportador a receptor de poupança externa. A confirmação deste quadro deve vir associada a uma depreciação do câmbio real nos próximos trimestres.

O déficit em conta corrente já está em 1,1% do PIB em 12 meses. A velocidade da piora surpreendeu em função de dois fatores: a apreciação adicional do real, quase 10% até junho, e o crescimento mais forte da absorção doméstica (consumo das famílias, gastos do governo, investimentos e estoques das empresas) para a qual passamos a projetar alta de 8,5% no primeiro semestre de 2008.

Boa parte da piora da conta corrente está ligada à queda da balança comercial, que explica US\$ 16,1 bilhões da diferença de US\$ 25,4 bilhões entre o superávit de US\$ 1,5 bilhão da conta corrente em 2007 e o déficit projetado de US\$ 23,9 bilhões em 2008. A queda do saldo comercial já estava prevista em nosso cenário, porém em uma intensidade menor. Por isso, reduzimos a projeção do saldo comercial para 2008 de US\$ 31 bilhões para US\$ 23,9 bilhões.

Por trás da queda do superávit está o forte aumento das importações, que neste primeiro semestre já subiram 50,6% sobre 2007, bem acima do crescimento de 23,8% das exportações. As exportações continuaram em alta devido à valorização nos preços das commodities, o que compensou parte da perda com a apreciação cambial.

Possivelmente, a rápida redução do superávit comercial esteja ligada ao aumento da elasticidade-renda das importações de uma média de 5,8 – entre 2004 e 2007 – para cerca de 7 no primeiro trimestre de 2008, induzido pelo câmbio apreciado em um contexto de demanda forte e oferta restrita. Para o segundo semestre, a acomodação da atividade deverá permitir um arrefecimento do ritmo de aumento das importações para 27% em relação ao segundo semestre de 2007, quase metade do ritmo atual.

Um panorama global menos favorável em 2009 deverá fazer com que a expectativa de fluxos de capitais seja menos abundante, o que, somada à deterioração do saldo comercial de cerca de US\$ 15 bilhões, sugere que o espaço para apreciações adicionais do real esteja encerrado. Por isso, projetamos uma pequena correção real do câmbio para a faixa de R\$/US\$ 1,80.

Em um cenário alternativo, o risco das importações crescerem muito acima da nossa projeção de 37% para este ano está ligado a uma eventual manutenção do câmbio em torno de R\$/US\$ 1,60, o que diante das surpresas dos últimos anos, não pode ser descartado. Porém, uma taxa de câmbio de R\$/US\$ 1,6 empurraria o saldo comercial de 2009 para baixo de US\$ 10 bilhões.

A sobra de recursos externos que, até maio último, somou US\$ 14,9 bilhões, chegará a US\$ 21,4 bilhões em 2008. A novidade é que a principal fonte de entrada deixou de ser a balança comercial e passou a ser o Investimento Estrangeiro Direto. A elevação do déficit em conta corrente contribui para o aumento do investimento em relação ao PIB. Exemplo disto é que as importações de bens de capital – proxy para investimentos – seguem crescendo 46,8% em relação ao primeiro semestre de 2007.

O governo estabeleceu uma meta de aumento da relação investimento/PIB dos cerca de 18% atuais para 21% até 2010. Mas somente o desejo não é uma condição suficiente para que a meta seja atingida. Diante da falta de vontade de reduzir o gasto público, é preciso saber qual será a fonte de poupança para financiar este avanço do investimento.

Balanco de Pagamentos

BP - US\$ bilhões	2006	2007	2008 P	2009 P
Balança comercial (FOB)	46,5	40,0	23,9	15,0
Exportações	137,8	160,6	189,5	208,5
Importações	91,4	120,6	165,6	193,5
Serviços e rendas	-37,1	-42,6	-51,6	-46,3
Serviços	-9,5	-12,9	-16,6	-18,3
Juros	-11,3	-7,3	-5,0	-3,0
Lucros e Dividendos	-16,4	-22,4	-30,0	-25,0
Transferências correntes (líquido)	4,3	4,0	3,8	4,5
Transações Correntes	13,6	1,5	-23,9	-26,8
Memo:				
Conta Corrente (% do PIB)	1,3	0,1	-1,4	-1,6
Conta Corrente (% Exportações)	9,9	0,9	-12,6	-12,8
Amortizações de médio e longo prazos	20,8	38,1	17,0	
Necessidades Totais (CC + Amort.)	7,2	36,6	40,9	
Investimento Direto Líquido	10,5	35,5	30,0	30,0
Hiato de Recursos (CC - Amort. + FDI)	-3,4	1,1	5,4	
Sobra de dólar no merc. (exclui Gov Cent)	41,0	85,2	21,4	
PIB (US\$ bilhões)	1.070	1.313	1.655	1.684,4
Exportações - Taxa de crescimento anual	16%	17%	18%	10%
Importações - Taxa de crescimento anual	24%	32%	37%	17%
PIB - Taxa de crescimento anual	3,7%	5,4%	5,25%	3,25%

P=projeção

Fonte: Banco Central.

Elaboração e Projeção: Unibanco Asset Management.

A obtenção do grau de investimento e a falta de poupança interna fazem com que a elevação do déficit em conta corrente seja o caminho mais provável

Usos e fontes de mercado - exclui Gov. Central

Usos de Recursos	(US\$ bilhões)			
	2007	Jan-mai/08	2008 P	2009 P
Amortizações (I)	18,9	11,6	31,1	18,6
Setor privado	15,8	9,2	26,7	16,7
Setor público	3,2	2,4	4,5	2,0
Déficit de Serviços e Rendas (II)	37,9	22,9	47,5	43,8
Juros (sem governo central)	2,1	0,4	0,5	0,5
Lucros e Dividendos	22,4	15,6	30,0	25,0
Serviços	13,4	6,8	17,1	18,3
A. Total de usos (I + II)	56,8	34,5	78,7	62,4
Fontes de Recursos				
Superávit Comercial (III)	40,0	8,7	23,9	15,0
Investimento Direto Estrangeiro (IV)	35,0	14,0	35,0	30,0
Captações (V)	67,0	26,8	41,1	28,6
B. Total de fontes (III + IV + V)	142,1	49,4	100,1	73,6
C. Sobra de recursos				
C = B - A (+ / - = excesso/ falta)	85,2	14,9	21,4	11,3

¹ taxa de rolagem de 100% das amortizações e entrada de US\$ 10 bi (renda fixa e variável) em 2008

Fonte: Banco Central.

Elaboração e Projeção: Unibanco Asset Management.

3. Setor Externo

Simulamos dois cenários em que a relação investimento/PIB em 21% possa ser de fato alcançada. Nas simulações, assumindo que o governo não ampliará a poupança pública, o sacrifício de poupança para financiar o aumento dos investimentos tem que vir das famílias ou do exterior.

No Cenário 1, a estabilização do déficit em conta corrente em torno de 1,6% do PIB requer um esforço de poupança por parte das famílias por meio de uma queda do consumo privado do patamar corrente, em torno de 6% no acumulado de 12 meses, para algo perto de 3,3% no triênio 2008-2010. Este tipo de ajuste ocorreu no ciclo de 2004, quando o investimento expandiu 9,1% e o consumo cresceu 3,8%, permitindo que o saldo em conta corrente subisse 1 p.p. em relação ao PIB (de 0,8% em 2003 para 1,8% do PIB em 2004).

Um evento que poderia levar a economia para o Cenário 1 seria uma forte restrição dos fluxos de capitais, que certamente não combina com déficits muito elevados nas transações correntes, exigindo uma depreciação cambial suficiente para interromper a trajetória de queda da conta corrente.

No Cenário 2, caso se mantenha o crescimento do consumo privado acima de 5%, seria necessário um aumento acentuado da poupança externa, com o déficit em conta corrente indo para 5% do PIB em 2010. Isso foi observado no ciclo de 1994-1995, quando a alta média do investimento foi de 10,8%, financiada por um acréscimo de poupança externa de 2 p.p. do PIB (de 0,3% do PIB em 1994 para 2,4% em 1995). Em 1994, como o financiamento veio do exterior, o consumo não precisou cair para acomodar a ampliação do investimento.

As hipóteses subjacentes ao exercício são de que o governo não aumente, mas também não reduza a sua participação no PIB e de que o PIB potencial se mantenha em torno de 4,5% até 2010 e de que os termos de troca não apresentem variação.

O governo dificilmente assumirá parte do ônus de financiar este aumento do investimento, pois seria preciso produzir superávits nominais via cortes de gastos. Além disso, o governo costuma reduzir o dispêndio segurando o investimento, o que jogaria contra seu próprio objetivo e é pouco provável que até 2010 haja tempo e disposição política para um ajuste nas despesas de custeio e pessoal ou previdência em vista das eleições presidenciais.

Porém, é pouco crível que todo o sacrifício necessário para obter a almejada ampliação do PIB potencial recaia apenas sobre as famílias, como no Cenário 1 – a menos que a política monetária seja austera ao ponto do consumo privado crescer abaixo do crescimento do PIB. Por outro lado, o Cenário 2 evidencia o risco de jogar todo o ajuste sobre o setor externo, pois déficits em conta corrente da ordem de 5% do PIB costumam estar associados a crises no balanço de pagamentos.

Posto que o governo não atuará para reduzir o “crowding out” da economia, o mais aceitável é que haja uma combinação com parte do esforço recaindo sobre as famílias e parte sobre o setor externo. Ainda assim, parece improvável que o Brasil consiga obter tal ampliação da poupança e do investimento em um espaço de tempo tão curto.

A obtenção do grau de investimento e a manutenção de um ambiente positivo em termos de liquidez internacional podem compensar a piora adicional da conta corrente via conta de capitais, mas a taxa de câmbio deverá refletir o novo padrão de financiamento externo, mais incerto. Assim, o cenário para o câmbio não será o mesmo dos últimos anos e o prêmio de incerteza deverá deter a apreciação do real. Além disso, o crescimento do PIB não pode se manter acima de 5%, pois é preciso poupar mais e consumir menos, dada a ausência de poupança do setor público.

Cenário 1: Estabilização do déficit em conta corrente

	2008	2009	2010
Poupança externa			
(déficit em c/c - % do PIB) ¹	1,6%	1,6%	1,6%
Crescimento anual médio do consumo privado ² no triênio 08/10	3,3%		

Cenário 2: Crescimento acentuado do déficit em conta corrente para financiar consumo privado forte

	2008	2009	2010
Poupança externa			
(déficit em c/c - % do PIB) ¹	1,6%	3,3%	5,0%
Crescimento anual médio do consumo privado ² no triênio 08/10	5,5%		

Cenários para as variáveis relevantes

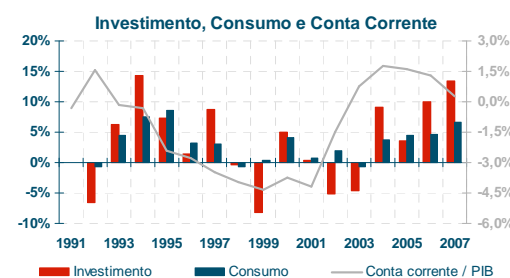
	2008	2009	2010
Hipóteses			
Relação Investimento/PIB	19%	20%	21%
Acrescimento anual de gasto público (% do PIB)	0,0%	0,0%	0,0%
PIB potencial	4,5%	4,5%	4,5%
Variação dos termos de troca (% do PIB)	0,0%	0,0%	0,0%

Fonte: IBGE.

Elaboração e projeção: Unibanco Asset Management.

¹ Déficit em conta corrente sob a ótica das contas nacionais.

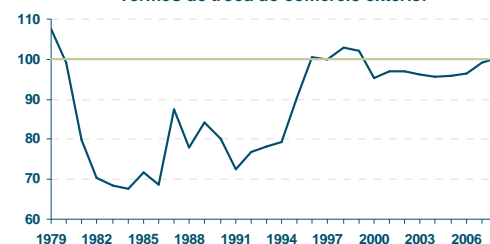
² Consumo das famílias ex-transferências governamentais



Fonte: IBGE.

Elaboração: Unibanco Asset Management.

(núm. ind.) Termos de troca do comércio exterior



Fonte: Funcex.

Elaboração: Unibanco Asset Management.

4. Atividade Econômica

Crescimento excessivo em 2008. Desaceleração forte em 2009.

A atividade econômica ao longo do primeiro semestre de 2008 apresentou uma vitalidade maior do que a esperada. O título desta seção no *Prospectivo* anterior, “Vigor da atividade desperta risco de sobreaquecimento”, refletia este temor. A necessidade de recriar uma trajetória de convergência para o hiato de produto sair do campo inflacionário implicará em uma expansão menor, da faixa de 3%, em 2009.

Ao longo do primeiro semestre, o crescimento da demanda doméstica continuou a ampliar o descompasso frente a uma oferta que, a despeito da expansão do investimento, não cresce rápido suficiente para permitir a convergência do hiato do produto no curto ou médio prazos.

Isso frustrou a expectativa de que haveria uma acomodação gradual. Diante deste quadro, as projeções de crescimento do PIB e da Produção Industrial Mensal (PIM) referentes a 2008 foram revistas para cima: o PIB crescerá 5,25% em 2008 (frente a 4,75% na projeção anterior) e a PIM, 5,75% (4,75% na projeção de janeiro).

A dinâmica positiva calcada no trinômio emprego-renda-crédito continua a pleno vapor. Isto faz com que a confiança do consumidor permaneça elevada, como mostra a pesquisa da Fecomércio-SP em que a confiança se mantém 12,1% acima do patamar do mesmo período de 2007 na primeira metade do ano. A expectativa de um mercado de trabalho favorável é uma das principais razões para o otimismo dos consumidores.

De fato, até maio, foram criadas 1,05 milhão de novas vagas formais, 138 mil a mais que em 2007, e isto fez com que a taxa de desemprego tenha contrariado a trajetória sazonal (gráfico) e iniciado um recuo já em março que levou a taxa a 7,9% em maio.

Em maio, a massa salarial acelerou para um crescimento de 7,1% na comparação anual. Os ganhos de renda têm contribuído para evitar um aumento maior da inadimplência em pessoa física, que em maio estava em 7,3% – 0,1 p.p. acima do nível do ano anterior. O aumento para 457 dias no prazo médio das dívidas – 59 dias a mais do que em maio/07, também joga a favor. Desta forma, o mercado de trabalho aquecido e o alongamento dos prazos devem continuar amortecendo os efeitos negativos da inflação e do aperto monetário sobre a inadimplência.

É certo que, em algum ponto, a política monetária logrará conter o ímpeto da demanda, mas a velocidade e a magnitude do aumento da Selic necessários são incertos. Por isso, a percepção sobre o aumento da taxa Selic coletada pela Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores tem se movido para cima e em 27 de junho já apontava uma taxa Selic de final de ano em 14,25% – acima dos 13,25% de meados de maio, mas ainda 1 p.p. abaixo dos 15,25% de nosso cenário base.

Os dados sustentam a percepção de que o descolamento entre demanda e oferta segue aumentando. Segundo o IBGE, no primeiro quadrimestre de 2008, o varejo ampliado teve expansão de 15% sobre o mesmo período do ano anterior. Enquanto isso, a indústria contraria o padrão sazonal e segue sem arrefecer: nos primeiros quatro meses do ano, frente a igual período de 2007, a PIM assinalou aumento de 7,3%, mantendo o mesmo ritmo do último quadrimestre de 2007.

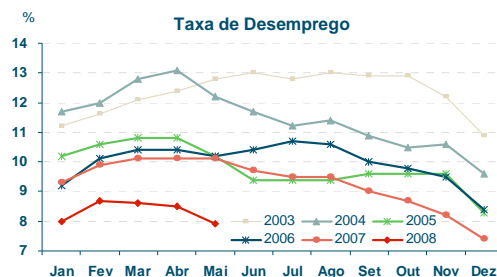
Há fortes indícios de que a oferta não cresce mais por limitações físicas. Por exemplo, aumentou a correlação da produção com o número de dias de trabalho, enquanto o NUCI (nível de utilização da capacidade industrial) mantém-se em torno do patamar máximo da série desde outubro passado. Assim, as importações tornaram-se a solução para os gargalos, tendo crescido 50,6% acima do primeiro semestre de 2007.

O vigor da demanda doméstica fica evidente diante dos números do PIB do primeiro trimestre: a economia cresceu 5,8% em relação ao mesmo período de 2007, elevando o acumulado em 12 meses de 5,4% para 5,8% – algo difícil de conciliar com o resultado ajustado sazonalmente que apontou desaceleração de 1,6% para 0,7% em

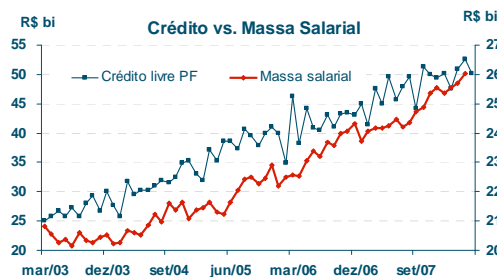
	Produto Interno Bruto (PIB) - Variação %					
	Peso	2005	2006	2007	2008 P	2009 P
PIB p.m.	100%	3,2%	3,8%	5,4%	5,25%	3,25%
Agropecuária	4,7%	0,3%	4,2%	5,3%	3,7%	3,0%
Indústria	24,6%	2,1%	2,9%	4,9%	5,6%	3,5%
Ext. Mineral	1,7%	9,3%	5,7%	3,0%	5,6%	4,5%
Transformação	15,2%	1,2%	2,0%	5,1%	5,8%	3,0%
Construção	4,5%	1,8%	4,6%	5,0%	6,0%	5,0%
PDEGA ¹	3,2%	3,0%	3,3%	5,0%	4,0%	3,0%
Serviços	56,3%	3,7%	3,8%	4,7%	4,5%	2,9%
Comércio	9,4%	3,5%	5,1%	7,6%	7,9%	5,0%
Transporte	4,7%	3,5%	3,2%	4,8%	3,8%	3,5%
Comunicações	3,3%	4,0%	2,5%	8,0%	8,3%	4,2%
Inst. financ.	6,5%	5,3%	6,2%	13,0%	11,5%	4,8%
Outros Serv.	12,0%	5,2%	3,1%	2,3%	2,0%	2,0%
Aluguéis	7,5%	4,7%	2,3%	3,5%	2,5%	2,5%
Adm. Pública	12,8%	1,1%	3,7%	0,9%	1,1%	1,0%

P=projeção
¹ Produção e distribuição de eletricidade, gás e água.
 Fonte: IBGE.
 Elaboração e Projeção: Unibanco Asset Management.

A economia, surpreendente, mantém o mesmo ritmo de expansão do final do ano passado, o que exacerba os riscos inflacionários



Fonte: IBGE.
 Elaboração: Unibanco Asset Management.



Fonte: IBGE.
 Elaboração: Unibanco Asset Management.

4. Atividade Econômica

relação ao quarto trimestre de 2007 e sancionou um consenso de acomodação.

Diferentemente da maioria dos analistas que enxergaram indícios de moderação da atividade na redução do crescimento trimestral ajustado sazonalmente, atribuímos este decréscimo às conhecidas dificuldades relacionadas a ajustes sazonais. O mercado interno continuará empurrando o PIB e a absorção doméstica apresentará crescimento de 7,8% em 2008, acima da marca de 7,1% apresentada no ano passado. Mais do que isso, avaliamos que os números do segundo trimestre irão trazer novamente o ritmo de expansão marginal do PIB para o patamar de 1,2%, pondo em xeque a desaceleração.

É preciso reconhecer que a despeito de uma série de fatores com potencial de conter o impulso da demanda – contração da política monetária, elevação das taxas de captação bancária, redução do impulso fiscal e até o efeito base; nada indica um arrefecimento, o que cria uma assimetria para cima no que diz respeito à demanda.

Por isso, o cenário alternativo contempla a hipótese de que a demanda mantenha o dinamismo e volte a frustrar nossa expectativa de acomodação. Neste cenário, o hiato do produto permanece positivo até o quarto trimestre deste ano, fazendo com que a demanda continue a ser limitada pelos gargalos da oferta, causando mais inflação no médio prazo. Isto pode ocorrer caso a acomodação do crédito decorrente do aumento das taxas de captação somente reflita em uma perda de velocidade do setor de bens duráveis em um prazo mais longo, algo possível dado o clima geral de confiança presente no setor privado, especialmente após a obtenção do grau de investimento.

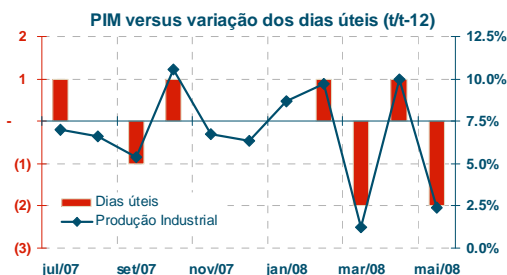
No passado, aumentos da Selic estavam relacionados à idéia do “vão de galinha”, pois a queda da atividade era forte e rápida. A reação do BC, em geral associada ao contágio de crises externas, era simultânea a choques sobre o câmbio com efeitos sobre dívida, risco, estrutura de juros e confiança; causando uma contração imediata do investimento e do consumo. Atualmente, os bons fundamentos fazem com que os juros atuem de forma isolada para conter uma demanda cujos condicionantes continuam fortes, o que torna incerto o prazo e a intensidade da resposta da atividade.

Assim, no cenário de risco, o superaquecimento prolongado elevaria o crescimento do PIB em 2008 para 5,5%, com o primeiro semestre crescendo 6% sobre o mesmo período de 2007. Isto comprometeria a hipótese de queda da inflação de preços livres em 2009 e tornaria inexorável uma alta dos juros maior para recriar a convergência. O custo de produto seria elevado, pois o sobreaquecimento de 2007-2008 exigiria um crescimento ainda menor do PIB de 2009 – da faixa de 2% a 3%.

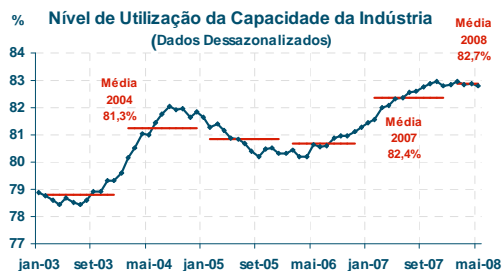
Cabe observar que a hipótese de um comportamento mais resistente da atividade, levantada no caso alternativo, não deve ser entendida como um sinal de que a política monetária não terá eficácia em desacelerar o atual ciclo, sugerindo apenas que a intensidade e a magnitude da alta de juros precisam ser recalibradas.

Apesar da assimetria e da incerteza sobre o momento da inflexão da curva de demanda, acreditamos que a elevação da taxa Selic para algo em torno de 15% a.a. em 2008 recolocará o hiato do produto em trajetória de convergência. A confirmação de uma acomodação na segunda metade do ano desenhará uma desaceleração do PIB para 3,25% em 2009. O encarecimento do custo do capital deve impactar o investimento e o consumo das famílias de maneira similar ao ciclo de 2004.

Diante dos choques de oferta, o sobreaquecimento da demanda deixou de ser compatível com convergência da inflação para as metas. Infelizmente, ao ultrapassar o limite de crescimento não inflacionário, será preciso produzir uma desaceleração da absorção doméstica através dos juros. Assim, o PIB de 2009 crescerá 3,25%, 1 p.p. abaixo da projeção do último *Prospectivo*, curiosamente isto trará a média do triênio 2007-09 para 4,6%, em linha com nossa estimativa para o produto potencial.

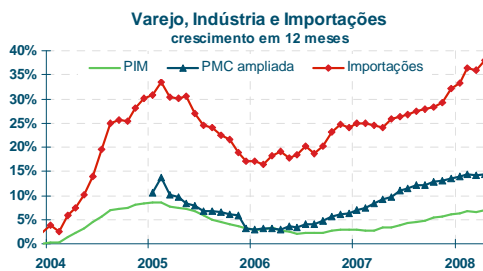


Fonte: IBGE. Elaboração: Unibanco Asset Management.



Fonte: CNI. Elaboração: Unibanco Asset Management.

Excesso de crescimento em 2008 terá como contrapartida um crescimento bem abaixo do potencial em 2009



Fonte: IBGE e MDIC. Elaboração: Unibanco Asset Management.

Desafio agora é colocar o gênio da inflação dentro da garrafa

O excesso de estímulos monetários e fiscais, em 2007, em uma economia já bastante aquecida associado à ocorrência de choques de oferta no final do ano e início de 2008 resultaram na emergência de pressões inflacionárias generalizadas, fazendo a inflação corrente divergir da trajetória de suas metas. Diante disso, o BC deveria acelerar o ritmo de aumentos da taxa Selic a fim de produzir mais rapidamente algum tipo de aperto real para conter a deterioração das expectativas.

Desde meados de 2007, vínhamos apontando os riscos que a flexibilização excessiva da política monetária poderia engendrar. No *Prospectivo* anterior alertamos que “a opção por acelerar o ritmo de cortes da taxa Selic, em junho e julho, contra um ambiente de expectativas de inflação em alta e sinais de superaquecimento da demanda elevaram, desnecessariamente, os riscos para a convergência da inflação.”

Naquela altura, o BC contava com um cenário benigno de inflação, apostando na contribuição das importações e na maturação dos investimentos. No entanto, ao longo dos últimos meses, ficou claro que, conforme tínhamos, estes fatores seriam insuficientes para impedir uma sensível elevação da inflação.

Os choques de oferta em uma economia trabalhando no campo inflacionário do hiato do produto encontram um ambiente propício para a disseminação das pressões e para a deterioração das expectativas. Os sinais de sobreaquecimento da economia tornaram-se claros com o hiato do produto pressionado ao longo de todo o primeiro semestre. Diante da força da expansão da demanda doméstica que, nos último doze meses encerrados em junho, deve estar crescendo acima de 7%, a contribuição do setor externo através da disciplina exercida sobre os preços dos bens transacionáveis demonstrou-se menos efetiva do que o esperado.

O título desta seção na edição de julho de 2007, “Faltou parcimônia: inflação volta a preocupar” discutia as implicações do estímulo monetário excessivo e defendia que as incertezas relacionadas ao mecanismo de transmissão da política monetária deveriam impor maior cautela na fase final do ciclo de cortes de juros.

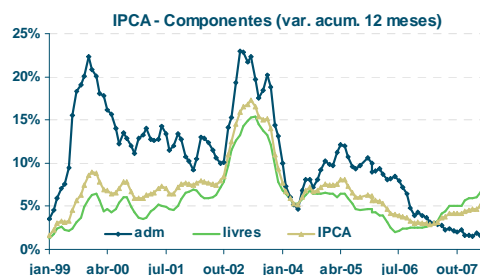
A opção por acelerar e estender os cortes em 2007 acabou, em pouco mais de um ano, dobrando o IPCA acumulado em doze meses: de 2,96%, em março de 2007, para mais de 6% em junho de 2008, devendo ultrapassar o teto da meta em julho ou agosto.

A necessidade de reverter o curso da política monetária dois trimestres depois do último corte reforça a avaliação de que o estímulo monetário foi excessivo. Afinal, se ao maturar os efeitos dos últimos cortes tornou-se preciso elevar os juros, fica claro que aqueles cortes não foram oportunos. Além disso, a idéia de que o BC reagiu em tempo à deterioração da inflação não parece compatível com o alto risco de ultrapassarmos o teto da meta em 2008, após um ano em que houve uma queda acentuada dos juros reais de 9,7% em janeiro de 2007 para 6,5% no final do ano.

A necessidade de reversão do estímulo monetário pouco tempo depois do final do ciclo de afrouxamento repete o que ocorreu no ciclo de 2003-2004 quando uma conjuntura de sobreaquecimento aliada a choques de oferta obrigou o aperto da taxa Selic apenas seis meses após o final do ciclo de redução em abril de 2004.

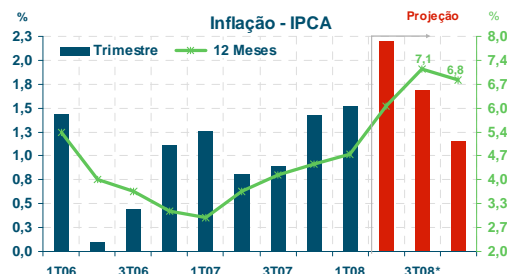
Assim, é a segunda oportunidade nesta administração em que é preciso elevar os juros em um ambiente de economia excessivamente aquecida pouco tempo depois de encerrado um ciclo de relaxamento monetário que se estendeu além do ponto seguro.

Apesar de ter contribuído para sobre-estimular uma economia já aquecida, é verdade que o BC foi ágil em diagnosticar a necessidade de reverter o curso da política monetária. Ao elevar a taxa de juros em abril, o BC, de fato, antecipou algo que a maior parte dos analistas ainda não havia percebido, isto é, uma iminente e intensa deterioração da inflação corrente com efeitos sobre as expectativas.

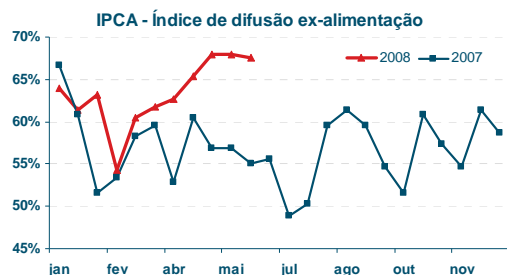


Fonte: IBGE.
Elaboração: Unibanco Asset Management.

Agilidade no início do ciclo não responde plenamente à deterioração posterior do quadro inflacionário



Fonte: IBGE.
Elaboração e Projeção: Unibanco Asset Management.



Fonte: IBGE.
Elaboração: Unibanco Asset Management.

5. Inflação e Juros

Ao iniciar o ciclo quando a deterioração ainda era incipiente, o BC ganhou graus de liberdade para avaliar a velocidade e a extensão do movimento. No entanto, embora a reação tenha começado antes da divergência assumir a magnitude atual, a vantagem pode ser perdida se a abordagem gradual sancionar a deterioração das expectativas.

O BC esteve na vanguarda ao reagir já em abril. Contudo, ao afirmar na ata que “a decisão de realizar, de imediato, parte relevante do movimento da taxa básica de juros contribuirá para a diminuição tempestiva do risco”, o BC parecia sugerir que a magnitude total do ajuste seria em torno de 200 pontos-base, algo que não combina com o agravamento do quadro inflacionário dos últimos dois meses.

A verdade é que o tamanho e a velocidade da deterioração da inflação em relação à meta de 4,5% para 2008 superou até as projeções pessimistas. Em abril, quando o BC começou a subir os juros, a mediana das expectativas do Focus (coletadas pela Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores) para o IPCA de 2008 estava um pouco acima do centro da meta, em 4,66%, enquanto as expectativas para o IPCA de 2009 ainda estavam em 4,40%, um pouco abaixo do alvo de 4,5%.

É notável que o segundo trimestre, período sazonalmente mais favorável para a inflação, registrará uma inflação acima de 2% (a projeção de 0,82% para junho leva a taxa doze meses para 6,14%). Mesmo esperando um arrefecimento da pressão dos alimentos no segundo semestre, a inflação seguirá elevada nos próximos meses – esperamos uma média perto de 0,50% ao mês no segundo semestre, um pouco abaixo dos 0,60% registrados na primeira metade do ano.

O mais grave é que a inflação mensal seguirá acima da registrada nos mesmos meses no ano passado até novembro, fazendo com que o acumulado em doze meses, que fechou maio em 5,58%, supere 6% em junho, encoste no teto da meta (6,5%) em julho e fique perto de 7% até novembro, para fechar o ano em 6,80%, acima dos 6,30% que o Focus registrou em 27 de junho.

A necessidade de combater uma inércia maior e a continuidade do desequilíbrio entre o ritmo de crescimento da demanda e da oferta, somados aos choques de *commodities*, levaram à disseminação das altas de preços. Uma inflação muito mais alta por um período maior, em uma economia com elevado nível de utilização dos fatores, torna o desafio de convergir a inflação para o centro da meta de 2009 bem mais árduo.

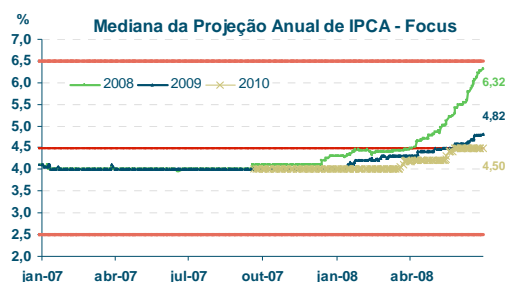
Agora que o gênio da inflação saiu da garrafa, derivar consolo da idéia de que na comparação global não estamos mal, embora ainda verdadeira, será contraproducente. Em primeiro lugar, o CMN não estabeleceu como meta “não estar mal na comparação com outros países”, mas sim uma inflação de 4,5% com uma enorme banda de 2 p.p..

A comparação da política monetária e da inflação com outros países emergentes mostra que o Brasil teve, entre dezembro de 2006 e dezembro de 2007, uma das posturas monetárias mais frouxas. Assim, o IPCA está percorrendo um caminho de alta similar – tendo partido de 2,96% em março de 2007, se chegarmos a 7% em setembro, o Brasil também chegará aos 4 p.p. de elevação no IPC.

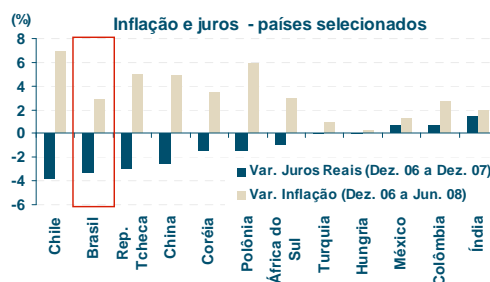
Além disso, minimizar o desvio ou sinalizar maior tolerância com a inflação só vai prejudicar o combate aos impactos secundários. A postura de “combater a inflação, mas sem sacrificar o crescimento” simplesmente não faz nenhum sentido econômico.

A maneira de preservar o crescimento no longo prazo é evitar superaquecer a economia, mas esta lição ainda está por ser assimilada. Ainda podemos buscar uma convergência em um prazo de 18 a 24 meses com uma simples desaceleração do crescimento para a faixa de 3% a 3,5% em 2009. Mas se houver relutância ou dúvida sobre a necessidade de atuar de maneira decidida para conter a inflação, o custo em termos de sacrifício do produto só vai aumentar.

Tarefa de convergir a inflação para o centro da meta de 2009 tornou-se bem mais árdua



Fonte: Banco Central.
Elaboração: Unibanco Asset Management.



Fonte: Banco Central, IBGE e Bloomberg.
Elaboração: Unibanco Asset Management.

5. Inflação e Juros

O mercado de trabalho bastante aquecido deverá permitir a recomposição quase plena da inflação passada, o que se liga à outra peculiaridade da economia brasileira: a existência de mecanismos de indexação para uma série de contratos, tanto em serviços como entre os administrados, o que torna a persistência dos choques mais longa.

Em função disso, a inflação do IGP-DI, que ficará em torno de 12,5% em 2008, pressionará os preços administrados para um patamar de 6% no próximo ano. Outro desafio para a convergência em 2009 é o tamanho da desinflação dos preços livres necessária para atingir o IPCA esperado em nosso cenário base de 5,2% em 2009, pois está evidente que a trajetória benigna dos preços administrados não se repetirá.

Dessa forma, a inflação dos preços livres de cerca de 8% em 2008 terá que recuar para 4,8% em 2009, uma média mensal de 0,39%, o que requer preços de alimentos bem comportados e pouca pressão em serviços, algo não trivial de se obter dada a inércia elevada e a indexação à inflação passada.

Em abril, a ação tempestiva do BC e a idéia de que “realizar, de imediato, parte relevante do movimento da taxa básica de juros contribuir para a diminuição (...) do risco (...) e, como consequência, para reduzir a magnitude do ajuste total a ser implementado.” geraram um consenso de 150 a 200 pontos percentuais de aperto em uma série de elevações de 50 pontos-base.

No entanto, a inesperada elevação da inflação para cima do teto da meta por um período longo de tempo agravaram bastante o quadro original, em especial, no que se refere à ancoragem das expectativas de inflação.

A contaminação das expectativas está ocorrendo de modo acelerado, mesmo para horizontes longos. No início do ano, as expectativas para 2009, 2010 e 2011 estavam em 4,0%, e na pesquisa Focus de 27 de junho as expectativas para 2009 chegaram a 4,8%, enquanto para os anos de 2010 e 2011 terminaram o semestre em 4,5%.

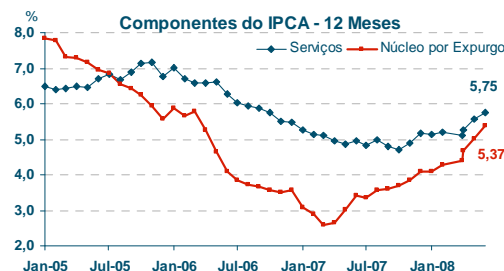
Ao insistir no ritmo atual de 50 pontos-base no segundo movimento feito em junho, o BC perdeu a vantagem obtida com a boa largada, pois não está conseguindo obter um aperto monetário efetivo em termos reais devido à velocidade de deterioração das expectativas de inflação e da inflação corrente.

Final, a idéia original de fazer uma parte relevante do ajuste no primeiro movimento de 50 pontos-base era válida quando se esperava um aperto em torno de 150 a 200 pontos-base. A reavaliação da magnitude do ciclo para um ajuste de 300 a 400 pontos seria coerente com a necessidade de aumentar a dose do remédio.

Por isso, esperamos por uma aceleração da alta da taxa Selic para 75 pontos-base ou mesmo 100 pontos-base na próxima reunião. A reação mais forte no curto prazo possibilitaria uma ancoragem mais rápida das expectativas e uma diminuição da incerteza em relação ao comprometimento do BC com a meta de 2009.

Nossos modelos indicam que, a esta altura, nem mesmo um aperto total em torno de 400 pontos-base, levando a taxa Selic para 15,25% a.a. em janeiro de 2009, seria suficiente para trazer a inflação para 4,5% em 2009. Mas avaliamos que se a economia moderar e as expectativas estabilizarem, a convergência poderia se processar ao longo de 2010 sem perda de credibilidade.

Mas é essencial ressaltar que o hiato do produto, sobre a qual há considerável incerteza, é a variável chave para a calibragem dos juros. Esperamos uma moderação no ritmo da atividade a partir do terceiro trimestre, mas será somente a partir do primeiro trimestre de 2009 que o hiato do produto ficará negativo, aliviando as pressões sobre o nível de utilização dos fatores da economia. Por isto, haverá uma desaceleração substancial do PIB ao longo de 2009 para algo em torno de 3,25%.

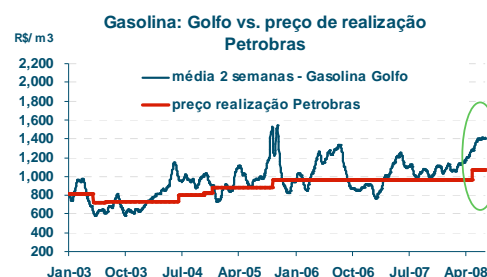


Fonte: IBGE.
Elaboração: Unibanco Asset Management.



Fonte: IBGE.
Elaboração: Unibanco Asset Management.

Fim do choque de commodities não trará inflação rapidamente para baixo, pois serviços e administrados seguirão acima de 4,5% a.a.



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Unibanco Asset Management.

5. Inflação e Juros

O petróleo continua a ser um fator de risco, pois a defasagem do preço da gasolina está em torno de 30% na refinaria, mesmo após o reajuste. Uma alta de 10% no preço da gasolina e do diesel na bomba teria um impacto direto de 0,4 p.p. no IPCA.

No entanto, ainda há vários outros riscos para o cenário base: inflação, atividade, expectativas, a taxa de câmbio e a própria ação do BC. O pior é que todos estes riscos são assimétricos, pois estão viesados no sentido de mais inflação. Por isso, para simplificar, optamos por estudar a dinâmica de todos os fatores de risco a partir de apenas um deles: uma atividade mais forte, pois as dinâmicas são similares.

Um atividade mais forte não gera a folga projetada sobre os níveis de utilização da capacidade da indústria e sobre o mercado de trabalho. Nestas circunstâncias, o IPCA termina o ano em torno de 7,5%. As expectativas mais longas são afetadas e também sobem, afastando-se cada vez mais do centro das metas de 2008 e 2009. Diante disso, estudamos duas opções para o curso da política monetária.

No primeiro caso, o BC reage à deterioração da inflação e acelera as altas de taxa de juros para 100 pontos-base, o que faz com que a taxa Selic atinja 16,0% a.a. no final de 2008. A enorme distância da inflação da meta sugere a necessidade de uma meta ajustada para 2009, pois, mesmo com tal aperto, a inflação ficaria em 6,2%. Nestas condições, a inflação elevada em 2009 deve ser considerada satisfatória visto que a tentativa de obter o centro da meta seria ineficiente do ponto de vista de inflação e crescimento, pois a magnitude da perda de atividade necessária seria muito alta.

No segundo caso, o BC opta por manter o ritmo de alta da taxa Selic em 0,50 p.p., seguindo a ata da reunião de junho na qual afirmou que “a atual postura de política monetária, a ser mantida enquanto for necessário, irá assegurar a convergência da inflação para a trajetória das metas.”. Neste caso, o IPCA diverge significativamente da trajetória das metas não só em 2008, mas também em 2009.

Este não é um risco trivial, basta um desvio adicional de apenas 0,50 p.p. na inflação para que a convergência em um horizonte mais longo se torne também muito custosa. Nesta opção, a estratégia gradual de elevação da taxa Selic levaria muito tempo para produzir alguma contração da taxa real de juros. Mesmo com a taxa Selic atingindo a 16% a.a. junho de 2009, a tarefa de levar a inflação para 4,5% ficaria comprometida, pois o IPCA permaneceria acima do teto da banda de tolerância também em 2009.

Estas simulações indicam que já não é possível obter a convergência da inflação para o centro da meta em 2009 a um custo moderado, todavia um IPCA de 5,25% (cenário base) ainda é um desvio aceitável. Assim, uma meta ajustada que sirva como referência intermediária para 2009 é uma boa idéia, a ser definida, provavelmente, no final do ano quando o tamanho do desvio e a inércia forem conhecidos.

No entanto, isso não significa que a luta contra a inflação deva ser relaxada. Ao contrário, pois as simulações indicam que, se a inflação de 2008 subir mais alguns décimos além dos 6,8% projetados, a convergência já ficará ameaçada.

Portanto, o balanço de riscos é contundente no sentido de apontar a vantagem de uma aceleração no ritmo do aperto monetário. O risco de exagerar na dose e apertar demais é diminuto, enquanto o risco das surpresas negativas e da inércia levarem a uma divergência maior parece dominante – basta observar que os BCs de vários países emergentes estão “atrás da curva” desde 2007.

Assim, faz sentido assumir que estamos no cenário de inflação mais elevada e inércia maior e, por isso, acelerar o aperto monetário para elevar os juros reais mais cedo a fim de conter a deterioração das expectativas. Caso, nos próximos meses, a inflação caia, há sempre a opção de reduzir o ritmo de aperto ou abortar o ciclo de alta.

Cenário - Base	2007	2008p	2009p
1. Expectativas Focus	4,39%	6,5 - 7,0%	5,0 - 5,5%
2. Hiato do produto¹	positivo	positivo	negativo
3. Câmbio			
Médio	1,95	1,72	1,85
Final de ano	1,77	1,80	1,90
4. Juros			
Médio - Selic (a.a.)	11,9%	12,5%	14,7%
Selic Copom dez.	11,25%	15,00%	13,50%
5. Inflação*			
IPCA	4,5%	6,8%	5,2%
6. Atividade			
PIB	5,4%	5,25%	3,25%

Cenário - BC atuante	2007	2008p	2009p
1. Expectativas Focus	4,39%	7,0 - 7,5%	5,0 - 5,5%
2. Hiato do produto¹	positivo	positivo	negativo
3. Câmbio			
Médio	1,95	1,72	1,85
Final de ano	1,77	1,80	1,90
4. Juros			
Médio - Selic (a.a.)	11,9%	12,8%	15,6%
Selic Copom dez.	11,25%	16,0%	14,5%
5. Inflação*			
IPCA	4,5%	7,5%	6,2%
6. Atividade			
PIB	5,4%	5,6%	2,5%

Cenário - BC leniente	2007p	2008p	2009p
1. Expectativas Focus	4,39%	6,5 - 7,0%	6,0 - 6,5%
2. Hiato do produto¹	positivo	positivo	negativo
3. Câmbio			
Médio	1,95	1,72	1,85
Final de ano	1,77	1,80	1,90
4. Juros			
Médio - Selic (a.a.)	11,9%	12,2%	15,1%
Selic Copom dez.	11,25%	14,25%	16,00%
5. Inflação*			
IPCA	4,5%	7,5%	6,8%
6. Atividade			
PIB	5,4%	5,6%	2,9%

(*) Em 2008 e 2009, a política monetária perseguirá uma meta de 4,5%. O intervalo de tolerância será de (+ ou -) 2 p.p.

¹ hiato do produto positivo (negativo) = economia cresce acima (abaixo) do produto potencial

Elaboração e Projeção: Unibanco Asset Management.

Crescimento menor em 2009 exporá fragilidade fiscal

A política fiscal, baseada em aumento do dispêndio financiado por receitas crescentes, será posta à prova em 2009. A desaceleração do PIB exigirá mais esforço na contenção das despesas para o cumprimento do superávit primário, o que evidenciará o descontrole na expansão do gasto no período de fartura e os problemas decorrentes de um ajuste fiscal baseado na arrecadação.

Nas edições anteriores, vínhamos enfatizando que a dinâmica da relação dívida líquida sobre o PIB seguiria cadente mesmo em cenários de estresse (crescimento menor, juros maiores e primário menor) e, assim, sob a ótica do crédito, a situação fiscal seguiria melhorando. Por isso, no *Prospectivo* anterior apontamos que a trajetória do superávit primário, após a perda da CPMF, seria um fator decisivo na visão das agências de classificação de risco.

De fato, a manutenção do primário parece ter dado segurança para as agências de classificação de risco concederem o Grau de Investimento. No segundo trimestre, o Brasil atingiu o grau de investimento pelas agências Fitch e Standard & Poor's. Embora não tenha sido uma surpresa, o momento da elevação da nota – crise de crédito e desaceleração global, foi um pouco peculiar.

No entanto, se sob uma perspectiva de solvência podemos considerar que o Brasil se tornou um país seguro, isso não significa que a política fiscal seja saudável. A evolução macroeconômica torna distante uma situação em que a dívida do País volte a ser uma preocupação, mas o papel da política fiscal deveria ser muito mais amplo do que apenas assegurar a saúde financeira. É preciso avaliar o impacto da política fiscal sobre a conjuntura econômica e sua influência sobre a poupança doméstica.

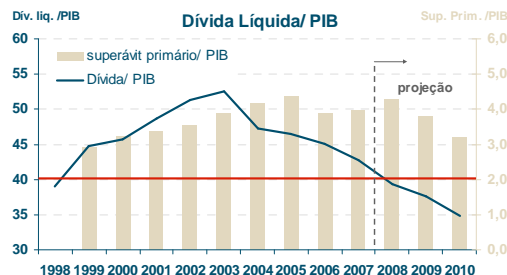
A opção do governo de expandir o gasto corrente em um contexto de demanda excessivamente aquecida é um elemento que contribuiu para exacerbar as pressões inflacionárias que agora emergiram.

A voracidade do Estado fica clara ao examinarmos a evolução de alguns valores em proporção do PIB: a carga tributária bruta saltou de 28%, em 1994, para 32%, em 2002, e daí para 35% em 2007. Enquanto isso, o investimento do governo central se manteve praticamente estável em um nível residual (1,1% em 1994, 0,7% em 2002 e 1,4% em 2007), embora o gasto primário federal tenha subido de 14%, em 1994, para 15,7%, em 2002, e 17,8% em 2007.

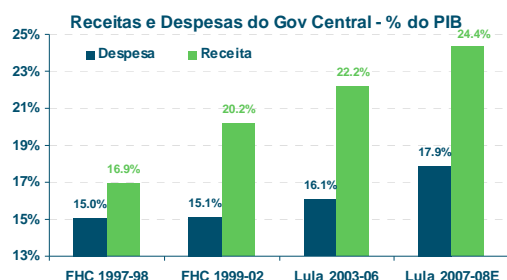
Assim, a despeito da carga tributária alta e em elevação, a responsabilidade de poupar para investir recai sobre o setor privado. Apesar da relativa estabilidade da taxa de investimento da economia, que desde 1995 se mantém em torno de 17% do PIB, houve uma mudança na composição da poupança. A poupança externa do período 1995 a 2002 (média positiva de 3,8% do PIB) sofreu uma reversão entre 2003 e 2006.

Por isso, a volta dos déficits em conta corrente em 2008 precisa ser entendida como a única fonte de financiamento disponível, dado o nível corrente de absorção doméstica, em um país cujo governo se recusa a ampliar a poupança pública.

Voltemos ao estudo de Alesina e Perotti [1], já abordado em outras edições, no qual são analisados casos de ajustes fiscais em países da OECD entre 1960 e 1994. A conclusão é que ajustes via redução dos gastos públicos, previdenciários e transferências possuem caráter permanente. Alternativamente, os ajustes baseados em elevação da carga tributária e corte de investimento são pouco eficientes e apresentam caráter temporário com impacto negativo sobre a economia.

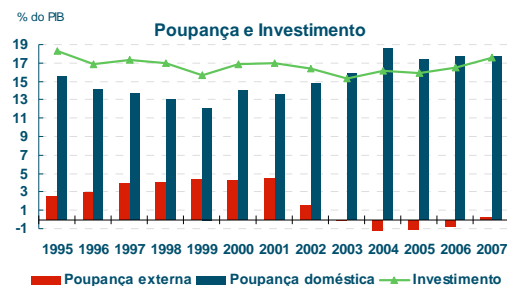


Fonte: Banco Central. Elaboração e projeção: Unibanco Asset Management.



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração e projeção: Unibanco Asset Management.

Ajuste fiscal será testado em 2009



Fonte: IBGE. Elaboração e projeção: Unibanco Asset Management.

[1] Alesina, A. e R. Perotti, 1996, "Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects", NBER Working Paper Nº 4810.

6. Contas Públicas

O Brasil é exemplo de livro texto do segundo modelo de ajuste. Em tempos de bonança, como o do passado recente, a natureza perniciosa deste tipo de ajuste não é percebida. Mas diante da desaceleração do PIB em 2009, suas vicissitudes emergirão.

A alta da arrecadação federal tem sido usada para expandir despesas que, por natureza política ou disposição legal, são rígidas para baixo. Neste sentido, o ano de 2009 trará um teste para a política fiscal e para o recém adquirido status de Grau de Investimento. O PIB menor em 2009, de cerca de 3%, implicará em menor expansão da arrecadação. Mesmo o superávit primário original para 2008, de 3,8% do PIB, não seria facilmente alcançável nestas condições. Assim, a nova meta de 4,3% que, logicamente, deveria valer também para 2009, será um grande desafio.

A ampliação das receitas no período atual de crescimento tem seguido o padrão do ciclo de 2004/06, em especial as ligadas à atividade econômica (IPI, Cofins, CSLL e IRPJ), que correspondem a aproximadamente metade do total das receitas. Nos dez meses de maior expansão da receita no ciclo de 2004/06, a arrecadação ligada à atividade cresceu 15,1% em termos reais, desacelerando pela metade no final do ciclo, quando a média foi de 7,1% em 2006.

O comportamento similar das receitas na primeira parte do ciclo atual, em relação à 2004/06, sugere que o ritmo de expansão se reduzirá entre meados de 2008 e 2009, para cerca da metade do ritmo de expansão atual, isto é, para cerca de 8%.

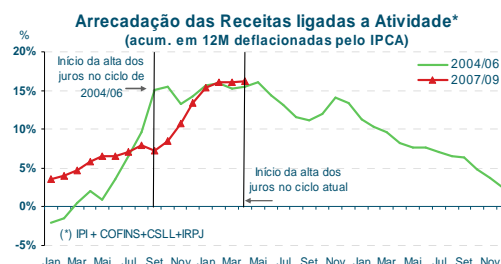
Assim, a meta de superávit primário de 2009, ainda a ser definida, será problemática. Do ponto de vista da demanda, é preciso reduzir o gasto e manter o primário no nível de 4,3% de 2008. Porém, dada a baixa qualidade do ajuste fiscal brasileiro, alcançar um primário acima de 4% do PIB sob condições menos favoráveis da arrecadação não será fácil. O crescimento menor de 2009 vai fazer emergir os problemas de nosso modelo de ajuste fiscal em que a austeridade é só para o contribuinte.

Frente ao risco do cenário de PIB menor e da possibilidade de superávit primário inferior, simulamos trajetórias para a dívida/PIB e para o déficit nominal de 2009. Os resultados confirmam que as dinâmicas da trajetória da dívida líquida/PIB e do déficit nominal são aceitáveis, reiterando a visão de que a solvência não é o problema.

Em um cenário extremo para 2009, o superávit primário e o PIB real cresceriam apenas 2,5%, a dívida/PIB praticamente se estabilizaria, enquanto o déficit nominal do setor público chegaria a 2,6%. O nosso cenário básico considera um superávit primário e crescimento real do PIB de 3,8% e 3,25%, respectivamente, o que resultaria em queda de 1,7 p.p.da dívida/PIB e um pequeno aumento de déficit nominal para 1,3% do PIB.

Outro risco para o cenário fiscal é a possibilidade de mudança na Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). Um projeto aprovado na Câmara e encaminhado ao Senado permitiria a renegociação de dívidas dos Estados e abriria precedente para emissão de novas dívidas. Após oito anos ajudando a consolidar um quadro fiscal mais organizado, alterar a LRF seria um retrocesso. A aprovação do projeto dificultaria o cumprimento da meta de superávit primário dos Estados, pois jogaria sobre o Governo Central o ônus de ampliar o superávit primário sob condições bem mais adversas do que as atuais.

O modelo de ajuste fiscal baseado em aumento de carga tributária e gastos crescentes é risco no médio e longo prazos. Isso ficará claro em 2009, não porque o balanço fiscal represente risco, mas porque em um ambiente de menor crescimento a dificuldade de se manter o superávit primário ficará evidente. Esta era a razão pela qual a administração anterior propôs o ajuste fiscal de longo prazo – prontamente rejeitado pela atual equipe econômica e, agora, tão evidentemente necessário.



Fonte: Secretaria da Receita Federal.
Elaboração: Unibanco Asset Management.

O ritmo de expansão da arrecadação se reduzirá entre 2008 e 2009 diante do menor PIB como ocorreu em 2005

Déficit Nominal como % do PIB - 2009

		PIB (var. real)			
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
Superávit Primário (como % PIB)	2,5%	2,6	2,6	2,6	2,5
	3,0%	2,1	2,1	2,1	2,0
	3,5%	1,6	1,6	1,6	1,5
	4,0%	1,1	1,1	1,1	1,0
	4,5%	0,6	0,6	0,6	0,5

Relação Dívida Líquida sobre o PIB - 2009

		PIB (var. real)			
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
Superávit Primário (como % PIB)	2,5%	39,1	38,9	38,7	38,5
	3,0%	38,6	38,4	38,2	38,0
	3,5%	38,1	37,9	37,7	37,5
	4,0%	37,6	37,4	37,2	37,0
	4,5%	37,1	36,9	36,7	36,5

Fonte: Banco Central.
Elaboração e projeção: Unibanco Asset Management.

A possibilidade de mudança na Lei de Responsabilidade Fiscal representa risco para o cenário fiscal

Resumo das Projeções

Indicadores	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 P	2009 P
PIB (var%)	4,31	1,31	2,66	1,15	5,71	3,16	3,75	5,42	5,25	3,25
Agropecuária	2,72	6,06	6,58	5,81	2,32	0,30	4,16	5,30	3,69	3,00
Indústria	4,83	-0,62	2,08	1,28	7,89	2,08	2,90	4,86	5,56	3,47
Serviços	3,58	1,90	3,21	0,76	5,00	3,68	3,78	4,73	4,41	2,92
PIB (US\$ bilhões)	654	551	509	540	663	885	1.074	1.328	1.655	1.684
Transações correntes (US\$ bilhões)	-24,6	-23,1	-7,7	4,1	11,7	14,0	13,6	1,5	-23,9	-26,8
% PIB	-3,76	-4,19	-1,51	0,75	1,76	1,58	1,27	0,11	-1,44	-1,59
Balança comercial (US\$ bilhões)	-0,7	2,6	13,1	24,8	33,7	44,7	46,5	40,0	23,9	15,0
Exportações	55,1	58,2	60,3	73,1	96,5	118,3	137,8	160,6	189,5	208,5
Importações	55,8	55,6	47,2	48,3	62,8	73,6	91,4	120,6	165,6	193,5
Serviços e rendas	-25,4	-27,4	-23,2	-23,6	-25,3	-34,3	-37,1	-42,6	-51,6	-46,3
Transferências unilaterais	1,5	1,6	2,4	2,9	3,3	3,6	4,3	4,0	3,8	4,5
Investimento Direto Líquido (US\$ bilhões)	32,8	22,5	16,6	10,1	18,1	15,1	18,8	34,6	35,0	30,0
Déficit Fiscal Primário (% PIB)	-3,24	-3,35	-3,55	-3,89	-4,18	-4,35	-3,88	-3,98	-4,30	-3,80
Despesa de Juros (% PIB)	6,6	6,6	7,7	8,5	6,6	7,3	6,9	6,3	5,4	5,1
Déficit Fiscal Nominal (% PIB)	3,4	3,3	4,2	4,6	2,4	3,0	3,0	2,3	1,1	1,3
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	45,7	48,6	51,2	52,5	47,2	46,5	44,9	42,8	39,2	37,5
IGP-DI - FGV	9,8	10,4	26,4	7,7	12,1	4,2	3,8	7,9	12,6	6,3
IPC - FPE	4,4	7,1	9,9	8,2	6,6	4,5	2,6	4,4	6,4	5,0
IPCA - IBGE	6,0	7,7	12,5	9,3	7,6	5,7	3,1	4,5	6,8	5,2
Selic - média do ano (%aa)	17,4	17,3	19,2	23,3	16,2	19,0	15,3	12,0	12,8	14,8
Selic - final do ano (%aa)	15,75	19,00	25,00	16,50	17,75	18,00	13,25	11,25	15,0	13,5
Juros Reais (Selic / IGP-DI)	6,9	6,2	-5,7	14,5	3,6	14,2	11,1	3,8	0,2	7,9
Juros Reais (Selic / IPCA)	10,8	8,9	5,9	12,8	8,0	12,6	11,8	7,2	5,6	9,1
Taxa de câmbio (R\$ / US\$)	2,0	2,3	3,5	2,9	2,7	2,34	2,14	1,77	1,80	1,90
Variação %	11,1	15,0	52,2	-17,1	-6,9	-13,3	-8,6	-17,2	1,6	5,6
Cupom Cambial Líquido (%)	2,5	-1,0	-24,2	43,2	21,3	32,9	22,8	35,2	11,0	8,7

P - Projeções (em vermelho)

Pesquisa Macroeconômica

- **Alexandre Mathias**
Diretor de Renda Fixa
alexandre.mathias@uam.com.br
55 11 2124.5617
- **José Luciano Costa**
Coordenador da Área Macro
jose.costa@uam.com.br
55 11 2124.5604
- **Felipe Simone P. do Couto Rosa**
Estrategista Renda Fixa
felipe.rosa@uam.com.br
55 11 2124.5621
- **Juliano Sucupira Cecílio**
juliano.cecilio@uam.com.br
55 11 2124.5622
- **Caroline Silveira de Camargo**
caroline.camargo@uam.com.br
55 11 2124.5603
- **Ana Mie Horigoshi Reis**
ana.horigoshi@uam.com.br
55 11 2124.5598

Criação e Diagramação

- **Reginaldo Oliveira**
reginaldo.oliveira@uam.com.br
55 11 2124.5589

A Unibanco Asset Management elaborou este informativo com informações disponíveis até 30 de junho de 2008. Apesar de cuidar da exatidão dos dados, a Unibanco Asset Management não se responsabiliza pela total precisão das informações que poderão, eventualmente, estar incompletas e/ou resumidas. A Unibanco Asset Management também não se responsabiliza por qualquer operação que venha a ser feita considerando os prognósticos sobre o comportamento dos ativos aqui mencionados.