

ABN AMRO Asset Management

Relatório Econômico e Estratégico

Janeiro 2006

Brasil

Ecoeconomia – Economia Socioambiental

Visão da Teoria Econômica Tradicional (Parte II)

Indicadores ezembro

Ibovespa médio

33.261

+ 5,20% no mês

+ 27,06% em 2005

IBX médio

10.687

+ 5,65% no mês

+ 37,26% em 2005

S&P 500

1.248,29

- 0,10% no mês

+ 3,00% em 2005

CDI

+ 1,47% no mês

+ 19,00% no ano

Dólar

+ 6,06% no mês

- 11,82% no ano

Paulo Werneck

Chief Investment Officer

Hugo Penteado

Eduardo Yuki

Economics and Strategy

Pedro Villani

Bruno Erbiste

Socially Resp. Investment

Gilberto Nagai

Claudio Delbrueck

Eduardo Mendonça

Noriko Yokota

Sandra Petrovsky

Equity Portfolio

Gláucia Quinto

Cristina Andréa

Cesar Dominguez

Paschoal Paione

Equity Research

Eduardo Castro

Cal Constantino

Henrique Ozeas

Jose Malavasi

Ricardo Rossi

Sidney Uejima

Sergio Zanini

Fixed Income Portfolio

Sales Team

55 11 3174 9444

Surpreendentemente, a teoria econômica tradicional ainda supõe a irrelevância dos recursos naturais ou da natureza. Na verdade, no corpo teórico tradicional, dificilmente se encontram expressões como “recursos naturais” e outras correlatas nos índices remissivos. Depois de muito tempo, os teóricos resolveram dar um tratamento matemático a essa variável na teoria de crescimento, em que só se haviam incluído o capital (fábricas, equipamentos etc.) e o trabalho. Mas, mesmo depois dessa inclusão, manteve-se sua irrelevância, continuando tudo como era antes. (Veja-se, por exemplo, a seção 1.8 do livro *Macroeconomics*, de David Romer). Nunca se cogitou a hipótese de o tratamento matemático estar mal formulado, apesar de apenas 20% do crescimento econômico serem explicados pelo capital e trabalho. Um matemático reavaliaria a especificação do modelo, mas os economistas decidiram chamar os 80% não explicados pela teoria de “avanço tecnológico” ou de “resíduo de Solow”. A questão é se essa teoria realmente pode representar a realidade econômica, social, política e ambiental à nossa volta. Por ora, a teoria assume que os recursos naturais e o espaço territorial da Terra são infinitos e inesgotáveis e que podemos prescindir totalmente dos nossos elos biológicos...

Como no último relatório, voltamos a simular um possível diálogo entre um jornalista (J) e desta vez dois economistas: um de orientação tradicional (ET) e um ecoeconomista (EE).

J: Vamos hoje abrir o debate entre duas vertentes econômicas diferentes, a tradicional e a alternativa, que trabalha com proposições sociais e ambientais. Nosso economista tradicional pode abrir a sessão.

ET: Boa tarde. Gostaria de começar com uma provocação, pois esse modo de pensar dos ecoeconomistas me faz crer que voltaremos ao período do arco e da flecha. Nós precisamos de desenvolvimento. Depois disso, teremos, sim, condições de resolver todos os problemas ambientais.

J: O que o senhor acha disso?

EE: Voltaremos ao arco e flecha se não olharmos para as questões social e ambiental desde o início. O desenvolvimento é crucial a economia ecológica não abandonou essa idéia. O problema é as pessoas falarem em desenvolvimento sem explicar como ele pode ser atingido e sem discutir seus

principais resultados. Dado que o ser humano não produz matéria nem energia, continuamos dependendo de elos vitais de que não podemos prescindir. Temos que incluir no projeto de desenvolvimento as restrições físicas, planetárias e ecológicas, que até aqui ignoramos. E o quanto antes, pois elas sempre estiveram presentes.

ET: Não sei por que tanta preocupação. A chamada “onda verde” tem hoje um poder econômico e político gigantesco, causando incalculáveis prejuízos à sociedade, com sua política de sobrepor os “interesses” dos animais e plantas acima dos humanos. Os verdes são maioria hoje.

EE: A visão majoritária e prática do mundo atual não é dos “verdes”. A “onda verde” ou os cientistas não econômicos não tem qualquer influência decisória, não foram capazes de influenciar as políticas macroeconômicas e isso não acontecerá enquanto não se fizer uma crítica ao uso da mecânica clássica como uma das premissas básicas da teoria econômica. Através da mecânica, o economista acredita que o sistema é neutro para o meio ambiente e que este é inesgotável, tanto em recursos quanto em espaço físico. A pregação cega do crescimento como solução para todos os nossos problemas é falha também na análise dos impactos sociais.

ET: Discordo, o sistema econômico, quando permite que os países cresçam, sem grandes distorções e através do sistema de preços, tende a limitar a destruição ambiental. Já nos países pobres e desregrados, vale tudo, inclusive destruir o meio ambiente.

EE: Há dois problemas nesse argumento. Primeiro, nenhum economista, por maior que seja a riqueza acumulada, reconhece um limite para o crescimento, embora do ponto de vista biológico e físico esse limite exista. Segundo, o funcionamento do sistema de preços não é intergeracional e não consegue impedir a destruição ambiental pelo simples fato de as gerações futuras não terem nascido ainda. Além disso, dado que para o economista o sistema econômico é neutro para o meio ambiente, isso cria uma disfunção do sistema de preços, incapaz de evitar a devastação localmente e no comércio global. Finalmente, a maior destruição ambiental não ocorreu nos países pobres, mas nos países ricos. Basta ver onde ainda existem florestas com cobertura original no planeta. A dos países ricos desapareceu quase totalmente, já a dos países atrasados, não. O fato de a destruição ambiental dos países ricos não ter se tornado uma restrição cabal está no comércio global, que transporta essa destruição de lugares devastados para o resto do planeta. Além disso, a miséria da maior parte da população humana e a restrição a fluxos migratórios permite a continuidade desse processo, mascarando os riscos aos quais estamos sendo submetidos.

J: Uma última palavra.

ET: Precisamos crescer para gerar empregos.

EE: Precisamos de empregos para crescer.

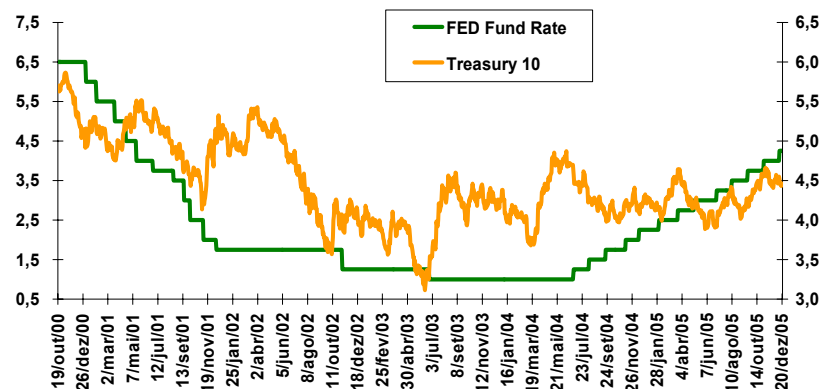
J: Obrigado.

ECONOMIA INTERNACIONAL

Cenário externo: quanto mais as coisas mudam, mais elas ficam as mesmas

No cenário externo, um dos pontos mais importantes é sua natureza positiva para os mercados emergentes e para o Brasil, lado a lado com um risco crescente, associado a seus desequilíbrios. Esse fenômeno é paradoxal, principalmente para acadêmicos sérios que vêm estudando os problemas da economia global, pois, embora não se saiba se a economia mundial será capaz de evitar um ajuste doloroso ou pelo menos de curta duração, o simples fato de não existir a resposta deveria reduzir o excesso de otimismo dos mercados. Esse é mais um enigma que se soma ao do FED, quando as taxas de juros de longo prazo recuaram, apesar da elevação das taxas de juros primárias (Figura E1).

Figura E1



Esses enigmas no fundo têm explicações bem plausíveis. Sobre o da curva de juros dos Estados Unidos, podemos dizer que se trata de uma redução estrutural da inflação por fatores globais, através do excedente de produção dos países emergentes a um custo – principalmente salarial – reduzidíssimo. A reação das políticas monetárias de cada país dependem hoje mais desse processo deflacionário global do que de fatores domésticos. Não existe mais explicação local para inflação local. Qualquer ponderação sobre a inflação de cada país deve antes considerar a emergência do mercado consumidor ou o fim dos subsídios do petróleo da Ásia e particularmente da China.

O enigma dos acadêmicos pode ser traduzido na seguinte pergunta: Dado o risco de um ajuste doloroso na economia mundial – seja pelos excessos nos mercados de ativos, seja pelo esgotamento das políticas monetárias e fiscais, além do aumento perigoso dos desequilíbrios –, por que os mercados não precificam esse risco? A resposta é simples: os mercados não precificam nem o longo prazo, nem incertezas. Embora o longo prazo um dia venha a ser curto prazo, os mercados não criam realidades, mas apenas as representam. Em outras palavras, o mercado é essencialmente fundamentalista. Apesar do otimismo reinante e do impulso dado por uma liquidez generosa, isso não significa que estamos, como Leibniz, “no melhor dos mundos”.

Para entender o mundo atual, devemos fazer uma retrospectiva que nos leve de volta à crise do Nasdaq, em abril de 2000. Melhor, antes da crise do Nasdaq, temos que voltar para o ciclo de aperto monetário empreendido pelo FED no final do boom da década de 1990, quando os juros saltaram de 3,5% em junho de 1999 para 6,5% em maio de 2000. Até a crise do Nasdaq, observou-se uma surpreendente resistência da economia em relação ao aperto de juros. A atividade não só não se desacelerava, como se acelerava, mostrando que a valorização de ativos, no caso ações, estava mais do que compensando os efeitos restritivos dos juros. Só quando a bolha de ações desinflou, varrendo US\$ 5 trilhões em riqueza financeira, a economia começou a degingolar e, não fosse o choque de preço de petróleo do final do ano de 2000, o FED já teria reduzido os juros no final do ano, mas teve que esperar o fim desse choque que de fato aconteceu, para, numa reunião extraordinária em 6 de janeiro de 2001, começar o afrouxamento mais agressivo e rápido da história dos EUA. Vários fenômenos correlatos a esse episódio ainda marcam a situação atual. Um deles é o excesso de capacidade produtiva que foi criado durante os anos da bolha tecnológica. O setor de semicondutores, por exemplo, expandiu-se 400% para uma demanda que só subiu 5%. O excesso de capacidade produtiva permitiu um crescimento acima do potencial, sem gerar inflação.

Apesar da redução de juros de 6,5% para 1,0% e da reversão do superávit fiscal norte-americano, a economia patinava, gerando uma grande incerteza para os mercados e uma queda em todos os mercados acionários por três anos consecutivos, fato que só tinha acontecido durante a II Guerra Mundial. A economia não claudicava em função de fatores políticos ou do ataque terrorista de 11 de setembro, mas por causa do fracasso das políticas macroeconômicas em fortalecerem a economia. Esse fracasso deveu-se ao excesso de capacidade produtiva e ao fim da bolha das ações de alta tecnologia. Para a economia voltar a crescer, seria necessário que surgisse uma nova bolha ou que houvesse uma elevação da renda e do emprego suficientemente grande para que se fizesse uso de toda a capacidade produtiva excedente e se voltasse a investir. Surgiu uma nova bolha de ativos a do setor imobiliário e a economia entrou num novo ciclo de prosperidade, dependente de valorização de ativos. A renda, os lucros, o trabalho e os investimentos não reagiram; nos últimos três anos, o mercado de trabalho nos EUA não foi capaz de absorver o contingente populacional maduro, e mais de 8 milhões de norte-americanos ficaram fora dele. A utilização de capacidade instalada está nos mesmos níveis da recessão de 1991. Uma economia dependente de ativos é muito mais vulnerável ao fim da bolha e desta vez a capacidade de afrouxar os juros e a política fiscal é bem menor em 2005 do que em 2000 (Figura E2).

Figura E2

	jun-00	nov-05
juros nominais	5,99%	3,05%
juros reais	2,24%	(1,14%)
resultado fiscal (US\$ bi)	206,73	(333,49)

Os números que situam o boom do setor imobiliário em relação à economia norte-americana assustam pela magnitude:

- a riqueza do setor imobiliário explica a recuperação da economia mundial depois da crise de 2000-2002
- a riqueza criada no setor imobiliário superou em muito aquela perdida durante o crash dos mercados acionários de 2000-2002
- no segundo trimestre de 2005, a alta real dos preços dos imóveis foi de 13,4%, a maior em 26 anos

- no terceiro trimestre de 2005, deve-se registrar uma alta de 33%, a maior dos últimos 60 anos
- a alta dos preços dos imóveis causou uma enorme má alocação de recursos: o investimento residencial atingiu 6% do PIB (Figuras E3a e E3b)
- o efeito riqueza do setor impulsionou gastos de consumo e representou 50% do crescimento total dos EUA no primeiro semestre de 2005
- desde janeiro de 2001, metade dos empregos foram criados em indústrias relacionadas ao boom imobiliário
- os gastos de consumo e construção imobiliária foram responsáveis por 90% do crescimento do PIB nos anos 2002-2005
- os ganhos de riqueza ligados ao setor imobiliário representam 7,4% da renda pessoal disponível dos norte-americanos
- os preços nos EUA estão subindo a dois dígitos em 25 dos 51 estados, dos quais 7 apresentam altas maiores que 20%
- nos últimos quatro anos, os preços dos imóveis subiram 50% acima do crescimento da renda pessoal disponível
- atualmente, 1 a cada 4 imóveis é comprado para especulação e 13%, para veraneio: 38% das compras, portanto, são desnecessárias
- mais de 50% dos compradores dos imóveis os revenderam
- os imóveis estão trocando de mão duas ou três vezes até o morador final
- até agora, 42% dos primeiros compradores e 25% de todos os compradores não fizeram nenhuma amortização do empréstimo
- os empréstimos que capitalizam juros sem amortização representam 33% do total nacional, feitos sob a aposta de que os preços continuarão a subir, permitindo ao devedor vender o imóvel com lucro ou refinanciá-lo antes que qualquer principal seja pago
- os empréstimos atrelados a juros representam hoje 50% do total na maior parte dos estados onde se observaram as maiores altas nos preços
- os primeiros compradores de imóveis estão ficando cada vez mais difíceis, medidos pela razão renda média por pagamentos hipotecários médios, que está no nível mais alto desde 1989, último pico, a partir do qual o preço dos imóveis ficou abaixo da inflação por cinco anos consecutivos; com isso, o estoque de imóveis para venda não pára de subir, e estes estão tão caros em relação à renda que está ficando difícil achar compradores (Figura E4)
- os lucros dos bancos dependem fortemente das operações de empréstimos hipotecários, representando hoje 53% da carteira de empréstimos bancários, acima dos 30% de duas décadas atrás

Figura E3a

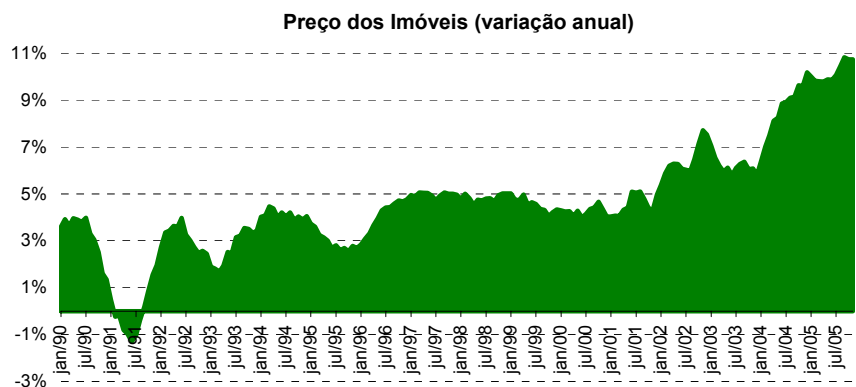


Figura E3b

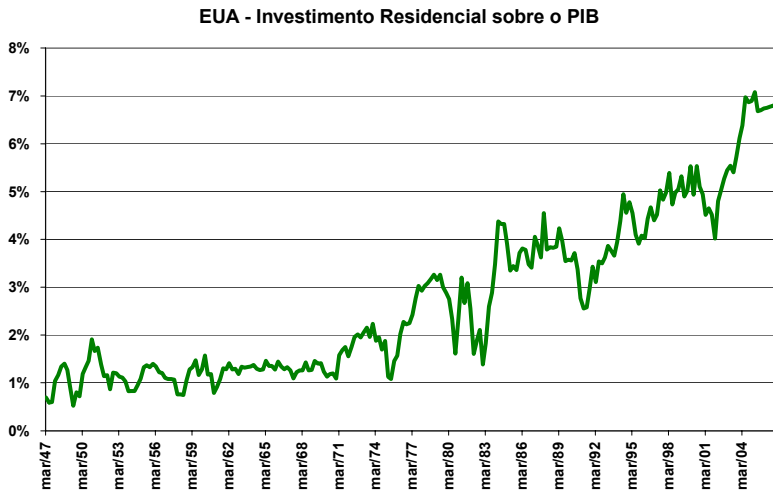
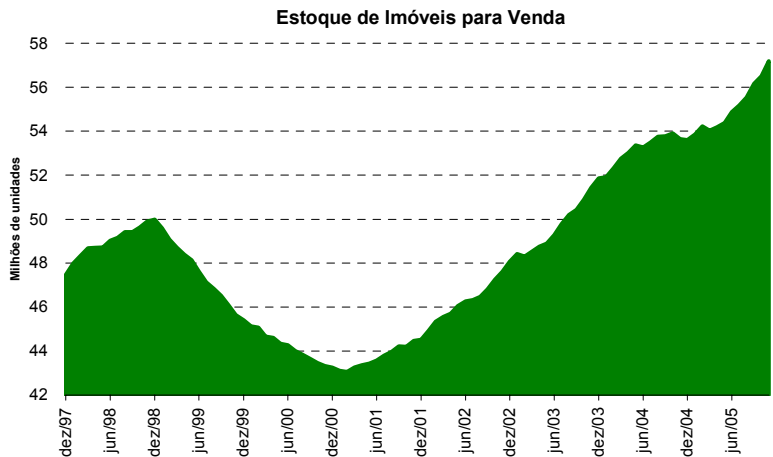


Figura E4



Hoje, o boom do setor imobiliário está também relacionado com o efeito da globalização sobre os juros de longo prazo, uma vez que o regime cambial semi-fixo dos países asiáticos criou uma união monetária com os EUA que produz dois fenômenos correlatos: identidade de processos inflacionários, com a Ásia exportando deflação para os Estados Unidos, e grande volume de financiamento, que já representa quase três quartos de todo o financiamento anual do déficit externo. Com a inflação mais baixa e a compras de títulos suprimindo com folga a oferta de papéis, os juros de longo prazo caíram e reduziram os custos dos empréstimos hipotecários. De certa forma, a bolha de imóveis está ligada a esse fenômeno recente de queda de juros de longo prazo, apesar do aperto dos juros. Qualquer mudança nessa estrutura pode desestimular esse setor e deflagrar o início de um ajuste. A boa notícia é que a possibilidade de uma mudança no curto prazo é pequena, e seguimos acreditando que, para o curto horizonte temporal dos mercados, o cenário externo deverá continuar nos favorecendo em 2006.

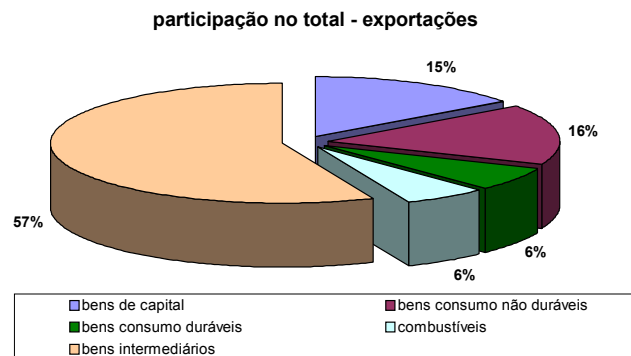
ECONOMIA BRASILEIRA

A outra parte da história

O surpreendente superávit comercial e a elevada liquidez internacional mantêm a tendência de valorização do real contra o dólar. O saldo comercial deve continuar forte este ano, principalmente em resposta à grande demanda externa por commodities, impulsionando a projeção de influxo líquido de divisas para aproximadamente US\$ 12 bilhões. Diante dessa perspectiva de continuidade de valorização cambial, o BC passou a fazer fortes intervenções no mercado de câmbio desde dezembro de 2005, pela compra de dólares no mercado à vista e de operações no mercado de derivativos com o swap reverso. Isso tem mantido a cotação da taxa de câmbio perto de R\$ 2,30 por dólar, mas surge uma questão: Se o mandato do BC é para a inflação, por que ele não deixa o câmbio se apreciar? Qual é o motivo dessa intervenção? A resposta está no texto abaixo.

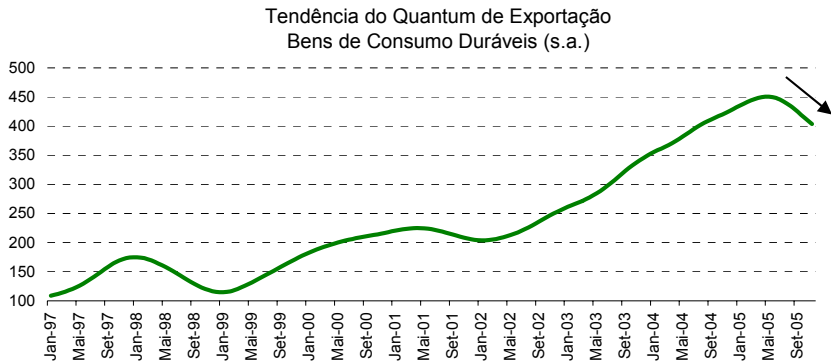
A perspectiva de crescimento econômico mundial deve continuar impulsionando a demanda externa por exportações brasileiras, especialmente de bens intermediários, que representam cerca de 57% do total (Figura 1). As exportações de bens intermediários (que incluem commodities agrícolas e metálicas) dependem preponderantemente da renda internacional e, em menor escala, da taxa de câmbio vigente. A produção desses setores é mais refratária à variação de preços e câmbio, pois sua capacidade produtiva é inelástica no curto prazo e as decisões de investimentos são tomadas em períodos relativamente longos, além de o mercado externo representar parcela significativa do foco do negócio. Assim, apesar da valorização cambial, as exportações de commodities devem seguir se beneficiando do cenário externo benigno.

Figura 1. Abertura das exportações brasileiras



O aumento de 23% das exportações no ano passado conta uma história muito importante: tanto o preço como o quantum apresentaram altas expressivas respectivamente, 11% e 12%. O único setor que não mostrou o mesmo dinamismo foi o de bens de consumo duráveis, que é mais sensível à valorização cambial e passou a sentir os efeitos da perda de competitividade-preço com os competidores internacionais (Figura 2). Além do impacto da valorização cambial, a produção asiática com baixo custo de produção também contribuiu para a queda das nossas exportações desse setor.

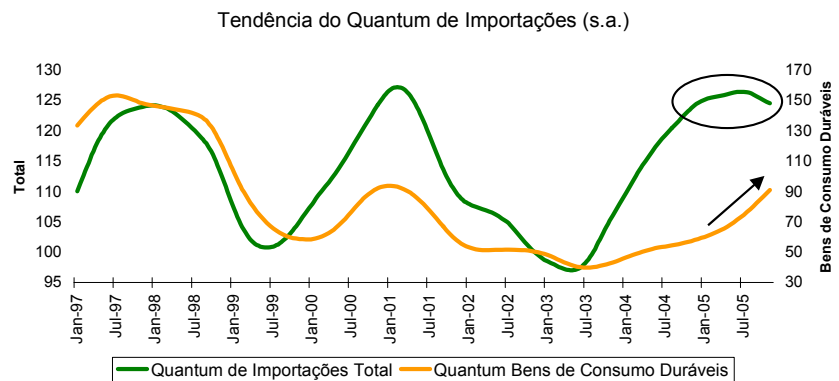
Figura 2. Tendência do quantum de exportação de bens de consumo duráveis (s.a.)



Apesar da queda de exportação dos bens de consumo duráveis, cuja produção tem sido afetada negativamente pela valorização cambial, o setor representa apenas 6% da nossa pauta de exportação. Isso reforça a perspectiva de que, diante de um cenário externo benigno, o crescimento das exportações de bens intermediários continue compensando a queda de desempenho do setor de bens de consumo, o que poderá manter o bom resultado das nossas exportações.

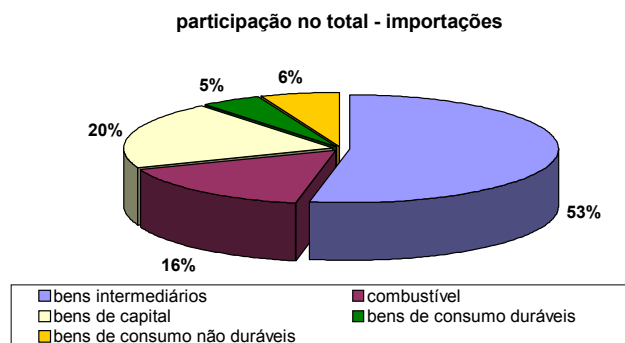
Quanto às importações, a história também é favorável. Apesar de elas terem aumentado cerca de 17% em 2005, a quantidade importada não cresceu (Figura 3). Os principais motivos do aumento do valor importado foram o aumento do preço internacional dos combustíveis e, em menor medida, dos bens de consumo não duráveis e intermediários.

Figura 3. Tendência do quantum de importações (s.a.)



Mais uma vez, é fundamental analisar o peso de cada um desses setores. A maior parcela das importações corresponde a bens intermediários, que são insumos para a produção nacional (Figura 4).

Figura 4. Abertura das importações brasileiras



De modo geral, o quantum de importações apresentou aumentos modestos, exceto no caso dos bens de consumo duráveis, que também são mais sensíveis ao câmbio e vêm sofrendo o impacto da apreciação (Figura 3). No entanto, como sua participação no total é pequena (cerca de 5%), o aumento da quantidade importada não deve alterar substantivamente nossas importações.

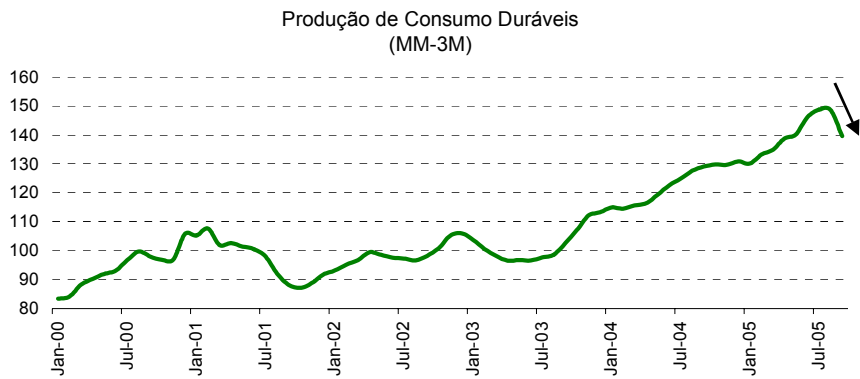
Assim, diante da perspectiva de que o saldo comercial deve continuar favorável (mesmo com a valorização cambial dos últimos dois anos) e da grande liquidez internacional, que também favorece o influxo de divisas, nossa projeção é de que haverá uma entrada líquida de pelo menos US\$ 12 bilhões neste ano, o que reforça a tendência de valorização cambial e a queda da inflação doméstica.

Essa possibilidade de impactos positivos adicionais sobre a inflação ao consumidor justificaria um aumento mais arrojado do ritmo do ciclo de afrouxamento monetário nos próximos meses e um impulso ao crédito e ao consumo doméstico. Nesse cenário, pergunta-se: por que o BC está intervindo tão fortemente no mercado cambial e sustentando a cotação do real próxima de R\$ 2,30 por dólar?

Para responder a essa pergunta, devemos analisar também os dados de produção industrial dos últimos meses e as implicações das políticas do governo sobre a economia. Por um lado, a redução da taxa de juros impulsiona a demanda doméstica e, conseqüentemente, a produção e o emprego. Mas o efeito de uma valorização cambial é perverso — é capaz de reduzir a inflação e aumentar o poder de compra das famílias e também de aumentar a competição internacional e prejudicar os produtores nacionais mais sensíveis ao fator preço, como é o caso dos bens de consumo duráveis.

O que se descreve acima é justamente esse processo. A valorização cambial tem reduzido nossa competitividade internacional, aumentado a importação de bens de consumo e reduzido a exportação do setor. A conseqüência direta é a perda de dinamismo do setor (Figura 5), que poderia ser aprofundado com a continuidade da apreciação cambial. É isso que faz com que o crescimento da produção industrial esteja abaixo do potencial.

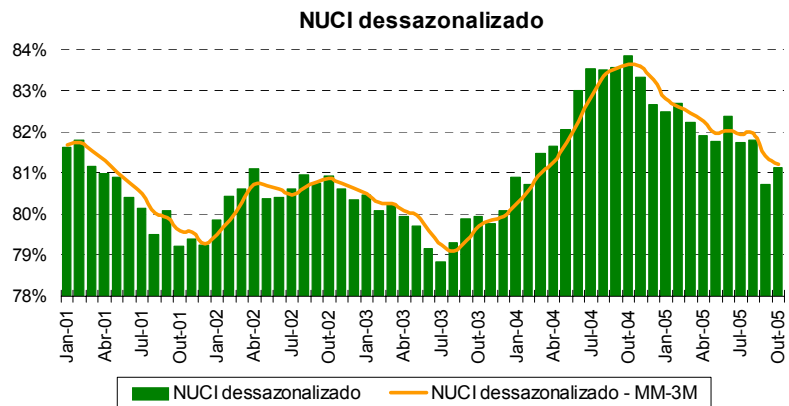
Figura 5. Produção de bens de consumo duráveis



Acreditamos que o principal motivo para a intervenção do BC no mercado cambial seja evitar que a tendência de apreciação cambial deteriore as condições da indústria nacional e intensifique a substituição de produtos domésticos por importados. Além disso, o acúmulo de reservas internacionais e a queda do passivo externo líquido pelo governo central melhoram as condições de financiamento do setor público e reduzem o risco de crédito do país um dos motivos da queda do risco para níveis historicamente baixos.

Finalmente, o ciclo de maturação dos investimentos dos últimos anos tem expandido a capacidade de produção da economia e, assim, reduzido o nível de utilização da capacidade instalada (Figura 6). O aumento da capacidade de produção e da produtividade das firmas brasileiras, juntamente com o menor reajuste de preços administrados com a menor inflação histórica do IGP-M em 1,2% em 2005 (índice de inflação utilizado como parâmetro para o reajuste de preços administrados), mantém a projeção do modelo do BC em 3,8% (inferior, portanto, à meta de 4,5%), considerando constantes a taxa de juros em 18,00% a.a. e a de câmbio em R\$ 2,25 por dólar. Supondo-se mais quatro reduções da taxa Selic em 0,75 p.p. e uma taxa de câmbio média de R\$ 2,30 por dólar, nossa projeção para IPCA é exatamente o centro da meta.

Figura 6. Nível de utilização da capacidade instalada (s.a.)



Portanto, sabendo que o BC tem as políticas monetária e cambial para promover um crescimento econômico próximo ao potencial, minimizando o risco de inflação, acreditamos que, no trade-off inflação versus atividade, o atual cenário de inflação permite ao BC adotar uma postura pró-atividade, por intervenções no mercado de câmbio e reduções mais acentuadas da taxa Selic (encerrando o ano em 15,00% a.a.). Dessa forma, acreditamos que a atividade econômica deve se reacelerar nos próximos trimestres e que o crescimento real do PIB ficará próximo de 3,5% em 2006.

MERCADO DE AÇÕES

Desempenho da renda variável em dezembro de 2005 e perspectivas para janeiro de 2006

Dezembro foi mais um mês de forte valorização para a Bolsa. O Ibovespa médio fechou o mês com valorização de +5,20% e o IBX-50 médio, com valorização de +6,20%. Em 2005, as rendas acumuladas foram de +27,06% e 37,95%, respectivamente para o Ibovespa e IBX-50. O mês apresentou o segundo melhor resultado do ano, em termos de entrada líquida de recursos na Bovespa por parte dos estrangeiros. O montante foi de R\$ 6,6 bilhões no ano, dos quais R\$ 3 bilhões. Outra surpresa bastante positiva foi a queda do risco país para patamares próximos a 300 pontos base acima dos títulos do governo norte-americano.

Para o janeiro, acreditamos na continuidade desse desempenho positivo, com a ajuda do fluxo de investimentos estrangeiros, dada a forte liquidez global. A provável queda da taxa de juros, o aumento da massa salarial e a recuperação da demanda doméstica devem continuar impulsionando um bom desempenho da Bolsa.

MERCADO DE RENDA FIXA

Em dezembro, a curva de juros mostrou um recuo na perspectiva da taxa Selic a longo prazo, refletindo o otimismo gerado pela reunião do Copom. Mas o conservadorismo do BC em seu relatório de inflação, quando projetou um IPCA acima da meta para 2006, conteve esse otimismo. Assim, o contrato de DI mais líquido, o de janeiro de 2007, encerrou o mês cotado a 16,40%, contra um fechamento de 16,71% em novembro. Para o início de 2006, esperamos uma aceleração no ritmo dos cortes da taxa Selic, devido à convergência da inflação para as metas.

O mercado de títulos públicos apresentou forte diminuição nos prêmios das LFTs, uma vez que o BC concentrou suas emissões em títulos prefixados ou indexados à inflação. O fechamento desses prêmios também impulsionou a valorização das LTNs travadas com futuros. O bom desempenho fiscal do governo nos próximos meses deve manter alta a demanda pelos títulos federais.

A agressividade do BC no mercado de câmbio através da compra direta de moeda e dos leilões de swap reverteu em dezembro a tendência de valorização do real. A cotação da moeda norte-americana subiu aproximadamente 6,0% no mês, mas os excelentes resultados da balança comercial, as altas taxas de juros brasileiras e a forte liquidez internacional devem continuar favorecendo uma valorização do real.

Última atualização 11/01/06	Projeções				
	2002	2003	2004	2005	2006
PIB Crescimento Real (%)	1,9	0,6	4,9	2,5	3,4
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	12,5	9,3	7,6	5,7	4,5
Inflação (IGPM/FGV) (%)	25,3	8,7	12,4	1,2	5,0
Taxa de Câmbio Média (R\$/US\$)	2,93	3,07	2,92	2,43	2,32
Taxa de Câmbio Final (R\$/US\$)	3,53	2,89	2,65	2,34	2,30
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	(7,7)	2,0	11,8	15,1	na
Saldo Comercial (US\$ bi)	13,1	24,8	33,7	43,6	37,2
Taxa de Juro Nominal Final do ano (Selic)	25,0	16,5	17,8	18,0	15,0
Taxa de Juro Nominal Média	19,2	23,2	16,2	19,0	15,4
Taxa de Juro Real (deflacionado pelo IPCA)	5,9	12,8	8,0	12,6	10,4
Dívida Pública (% do PIB)	55,5	58,2	51,7	51,7	52,9
Resultado Nominal do Setor Público (% do PIB)	10,3	3,6	2,5	3,8	1,2
Resultado Primário do Setor Público (% do PIB)	(3,9)	(4,25)	(4,59)	(4,90)	(4,25)

(*) As áreas sombreadas são projeções.

As informações contidas neste documento são publicadas apenas para auxiliar os usuários, não devendo ser utilizadas de forma autoritária ou em substituição ao exercício do julgamento próprio do usuário. Essas informações e opiniões foram compiladas ou obtidas junto a fontes consideradas confiáveis e em boa-fé, mas nenhuma representação ou garantia é dada acerca de sua exatidão, integralidade ou precisão. 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. Todas as opiniões e estimativas nele contidas constituem nosso julgamento relevante nesta data e estão sujeitas a alteração sem aviso.