

Setembro  
2006

#### Indicadores Agosto

Ibovespa médio

36.332

- 2,25% no mês

+ 9,23% no ano

IBX médio

11.890

- 1,30% no mês

+ 11,26% no ano

S&P 500

1.303,82

+ 2,13% no mês

+ 4,45% no ano

CDI

+ 1,17% no mês

+ 9,02% no ano

Dólar = \$ 2,1388

- 1,72% no mês

- 8,63% no ano

**Eduardo Castro**

*Chief Investment Officer*

**Hugo Penteado**

*Economics and Strategy*

**João Mamede**

*Economics and Strategy*

**Pedro Villani**

**Bruno Erbiste**

*Socially Resp. Investment*

**Gilberto Nagai**

**Claudio Delbrueck**

**Daniel Pasquali**

**Eduardo Mendonça**

**Sandra Petrovsky**

**Cesar Dominguez**

**Paschoal Paione**

*Equity*

**Eduardo Castro**

**Cal Constantino**

**Henrique Ozeas**

**Jose Malavasi**

**Ricardo Rossi**

**Sidney Uejima**

*Fixed Income Portfolio*

**Sylvio de Castro**

**Gustavo Taouil**

**Nathalie Riccomi**

**Renato Santaniello**

*Asset Allocation*

*Sales Team*

55 11 2474 6166

## Ecoeconomia

### Privatização do dano socioambiental

Há duas explicações para a invisibilidade dos danos sociais e ambientais produzidos até hoje. Primeiramente, antes, esses danos eram pequenos e isolados, e sua solução era simplesmente o tempo. Hoje, a disputa por espaço está acirrada e, com a atual escala das economias, os impactos são mais visíveis e os danos precisam ser revertidos rapidamente. Em segundo lugar, os governos têm cada vez menos recursos financeiros para arcar com mais essa conta, que não pára de crescer. A privatização do dano ambiental é um dos movimentos mais fortes da atualidade, reforçando os pleitos ambientalistas como nunca antes na nossa história. Isso muda tudo. A questão socioambiental vem ganhando espaço nas análises financeiras e econômicas, promovendo rápidas mudanças na teoria, na prática e na forma como vemos o mundo à nossa volta. Mas ainda é pouco. A solução financeira toca apenas na periferia do problema - a raiz está nos paradigmas assumidos pelos economistas, que devem ser revistos e repensados.

Por causa da omissão na teoria econômica, os danos ambientais e sociais acabaram não sendo capturados nem pelo sistema de preços, nem pelo tributário, e foram extensamente custeados pelos governos, com o dinheiro do contribuinte. Essa sempre foi uma forma de socializar esse custo, conhecido pelos economistas como externalidades negativas. No entanto, as cifras envolvidas estão crescendo, e há uma tendência inequívoca de os governos se negarem a arcar com esse custo, até porque seu orçamento está cada vez mais apertado, com o aumento dos custos com saúde e previdência ou com problemas fiscais do passado. A fiscalização e a responsabilização desses problemas agora são definitivas, e isso acabou transformando os danos ambientais - e sociais - em riscos financeiros para as empresas. A partir deste ponto, começa-se a abraçar o objetivo da sustentabilidade socioambiental.

Como bem alerta Aziz Ab' Saber, a palavra "sustentabilidade" pode abranger todo tipo de atividade. Há que ter muito cuidado, pois isso nos remete ao conhecido dito francês: quanto mais as coisas mudam, mas elas continuam as mesmas. A degradação socioambiental a que nos referimos está ligada a idéias econômicas equivocadas e à incapacidade da comunidade científica para deter esse erro, devido à sua enorme fragmentação. Estamos falando de um risco sistêmico, que só será revertido por uma profunda transformação social da atual civilização. Será preciso alterar profundamente e em escala global os fundamentos energéticos, demográficos, alimentares e a própria racionalidade econômica ligada ao consumo, à produção e à meta de crescimento material eterno. Precisamos mudar essas coordenadas, sob pena de nos condenarmos a conseqüências cada vez mais complicadas, em todos os sentidos - econômico, financeiro e mesmo da nossa sobrevivência como espécie animal. A sustentabilidade contribui muito para se iniciar a discussão, mas a comunidade científica

ainda considera esse tema muito longe de ser realmente uma mudança.

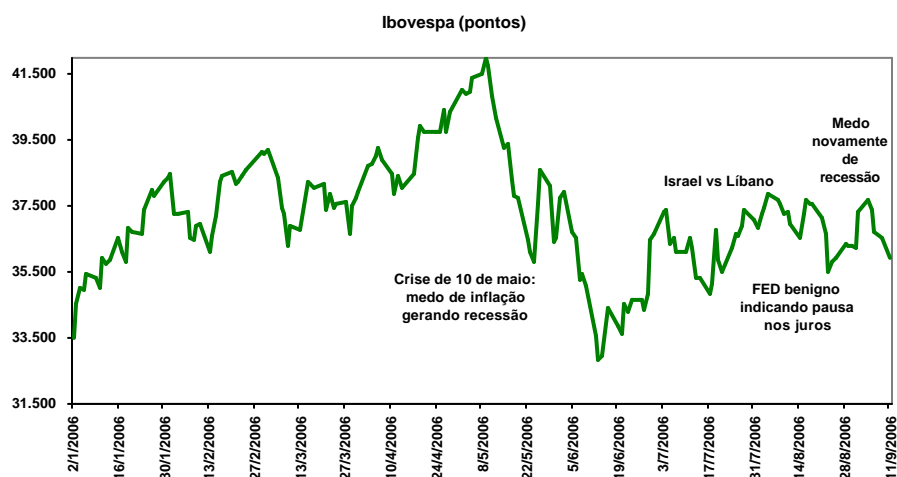
As iniciativas empresariais vêm desempenhando um papel fundamental de vanguarda, inclusive antecipando-se aos acadêmicos da comunidade econômica. Grandes indústrias estão patrocinando estudos e pesquisas, revendo conceitos e ligando-se a grupos como o Natural Step, o Clube de Roma, o WorldWatch, o Clube de Budapeste etc. Uma mudança dessa natureza não pode ser ignorada, pois é, acima de tudo, um fato consumado, uma necessidade e um desafio para todos nós.

## Economia externa

### Cenário externo: risco de recessão, estagflação ou inflação?

Os mercados ficaram novamente apreensivos com o desenrolar da situação econômica dos Estados Unidos. Desde a reunião de 8 de agosto, quando a autoridade monetária finalmente interrompeu uma alta de juros desde junho de 2004 (26 meses), os mercados passaram a se preocupar com os desdobramentos do consumo e do setor imobiliário, cujos dados de agosto vieram piores do que o esperado. Mais recentemente, dados de custos unitários do trabalho mostraram uma elevação anual significativa, contribuindo para acirrar as preocupações com a inflação que, segundo alguns membros do FED, ainda pode trazer surpresas negativas, e o fim do aumento dos juros pode ser abortado, caso seja necessário. Com todas essas apreensões, é natural que os mercados se comportem de forma ainda desfavorável (Figura 1), tendo julho e agosto ficado sem tendência clara, girando entre 35.000 e 38.000 pontos.

Figura 1



Afirmar categoricamente que a economia norte-americana está entrando em recessão é um exercício pouco interessante, posto que tal evento dificilmente foi antecipado em episódios recessivos anteriores. Em geral, uma recessão ocorre a partir de um evento inesperado como a crise de Nasdaq, uma bolha de preço de ativos prestes a estourar, um choque de petróleo, um erro de política

monetária, uma guerra etc. A percepção do risco desse fenômeno pode aumentar ou diminuir com o tempo e com os dados que vêm sendo divulgados, e é natural que a incerteza gerada pelo final do ciclo econômico e monetário dos Estados Unidos permita a formulação de vários cenários diferentes. Mas não é correto acreditar na recessão, pois ela parte necessariamente de um fenômeno inesperado ou de uma forte convicção de que existe uma bolha de ativos cuja influência sobre a economia geral é suficientemente grande para deflagrar uma enorme contração na atividade. Na crise de Nasdaq, por exemplo, a perda de riqueza no primeiro ano (2000) foi equivalente a 20% do PIB e, no terceiro (2002), a perda acumulada era equivalente a 50% do PIB. O crescimento da economia em 2001 foi próximo de zero, bem abaixo dos 3,7% registrados em 1999. A recuperação só voltou em 2003, quando a economia voltou a crescer perto de 3%. Parte dessa recuperação deveu-se aos juros generosamente baixos, que estimularam a formação de riqueza no setor imobiliário, cujo aumento foi de quase 5 trilhões de dólares de 1999 a 2003, compensando com folga a perda de quase 4 trilhões observada no mercado acionário. A dependência do consumo em relação a esse aumento de riqueza leva alguns analistas a afirmarem que houve uma bolha de ativos imobiliários e que um estouro agora bastaria para pôr os Estados Unidos numa profunda recessão.

Em relação aos preços dos imóveis, a queda até agora é mais pronunciada do que o último período de desaceleração suave da economia (1994/1995), embora bem inferior às observadas em recessões (Figura 2). A excessiva elevação dos preços ocorreu em lugares específicos, e não parece ter havido um fenômeno nacional de elevação exagerada dos preços, em total descompasso com as condições de demanda e oferta. Até aqui, a queda vem ocorrendo ordenadamente; se fosse realmente uma formação de bolha nos preços, ela seria precipitada e não teria qualquer causa. Há uma causa clara para a queda dos preços, que é a própria elevação dos juros.

Figura 2

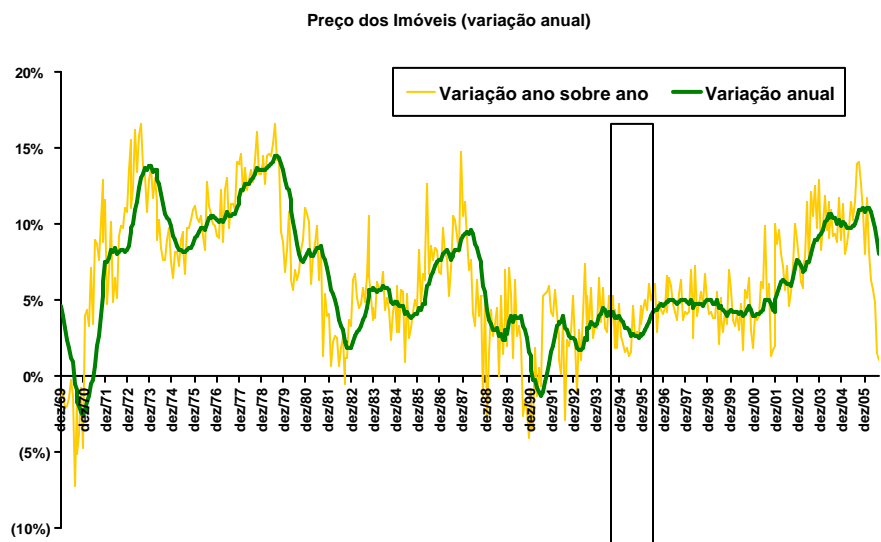
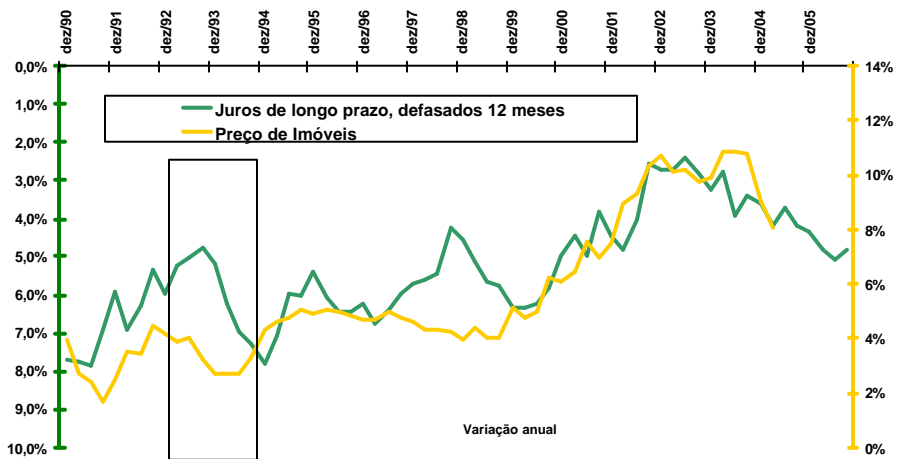
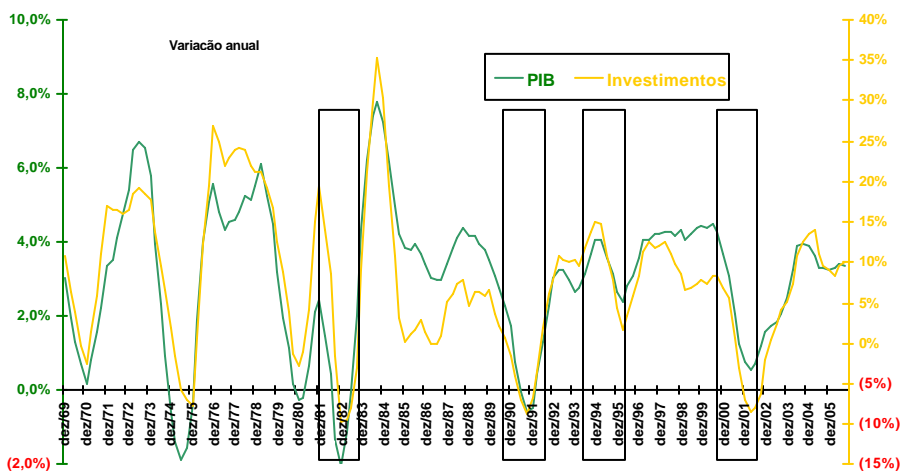


Figura 3



Existem vários fatores inibitórios de uma recessão nos Estados Unidos. Um deles é o fim do aperto monetário, cujo impacto restritivo sobre o setor imobiliário tende a se esgotar em um ano, considerando-se uma defasagem estimada em 12 meses (Figura 3, cujo retângulo é o soft landing de 1994/1995). Para ajudar nesse processo, tanto a elevação de juros de longo prazo no ciclo de aperto feito entre 2004 e 2006 foi menor, como recentemente, desde a sinalização do fim da alta dos juros, começou a recuar, sendo um fator que estimula a aplicação de empréstimos hipotecários. Adicionalmente, a recuperação dos investimentos, ainda em curso, embora provavelmente seja seguida de uma desaceleração inferior ao período de 1994/1995, deve contribuir para aumentar a renda pessoal e compensar parte do efeito restritivo do setor imobiliário sobre o consumo, que responde hoje por mais de 70% do PIB (Figura 4, cujos retângulos incluem recessões e o soft landing de 1994/1995).

Figura 4



A comparação com o soft landing de 1994/1995 mostra um consumo melhor que o atual, ao passo que, para os investimentos, a situação é inversa, com um resultado esperado bem mais favorável, por conta de um ajuste de emprego e de estoques bem menor que em 1994/1995. Aparentemente, os estoques hoje estão crescendo no mesmo ritmo das vendas, prescindindo-se de desova ou de desinvestimento que os comprometa a ambos, atividade e emprego. A combinação de pior consumo, por conta da queda mais

pronunciada do setor imobiliário, e de investimento melhor acaba produzindo um comportamento do PIB muito parecido com o de 1994/1995 (Figuras 5, 6 e 7, onde os retângulos sinalizam o início da queda de juros 6 meses após o ciclo de alta dos anos de 1994/1995). Isso mostra que até o momento não há, no comportamento das principais variáveis econômicas norte-americanas, qualquer sinal evidente de recessão. Mesmo assim, os mercados temem essa possibilidade, que é evidentemente negativa para ações dos países emergentes e, finalmente, se realmente ocorrer, também para as economias desses países, incluindo-se a Ásia e a China.

Figura 5

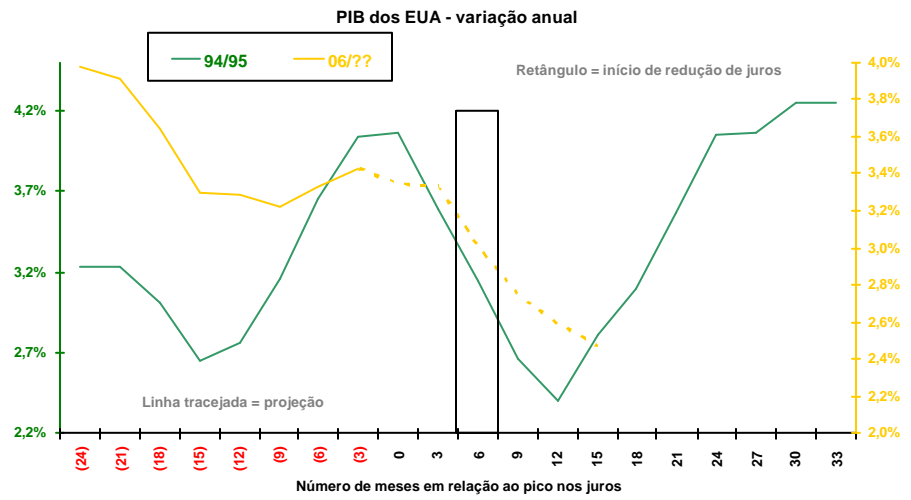
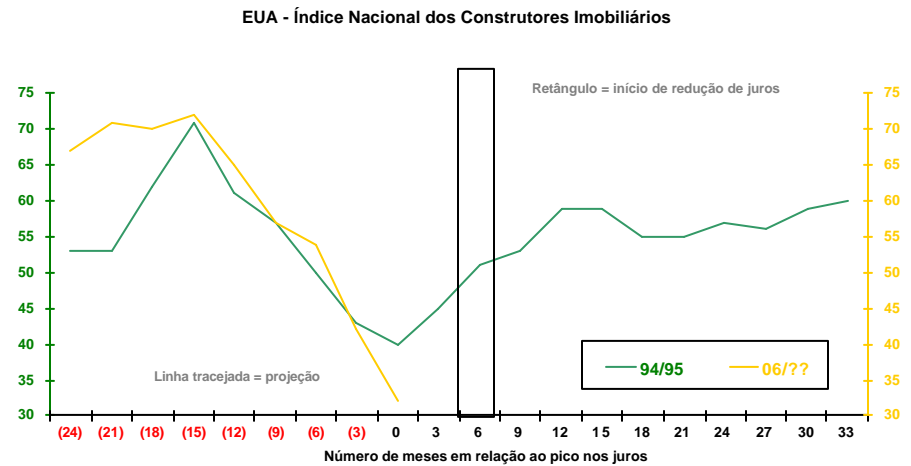


Figura 6



Uma recessão seria uma grande ameaça para o cenário econômico global, posto que grande parte das compras de commodities e matérias-primas são feitas pela Ásia e China para sua produção voltada para a exportação. Outra parte, não desprezível, é dirigida para investimentos e para consumo interno, no entanto, grande parte do que se destina a investimentos está relacionado ao setor exportador desses países. Se os Estados Unidos frearem bruscamente as compras por bens e serviços finais dos países exportadores asiáticos, é difícil imaginar que isso não produza uma contração forte do setor exportador asiático, com importantes impactos econômicos, cuja consequência será uma queda mais

efetiva dos preços de commodities e redução da balança comercial brasileira.

Figura 7

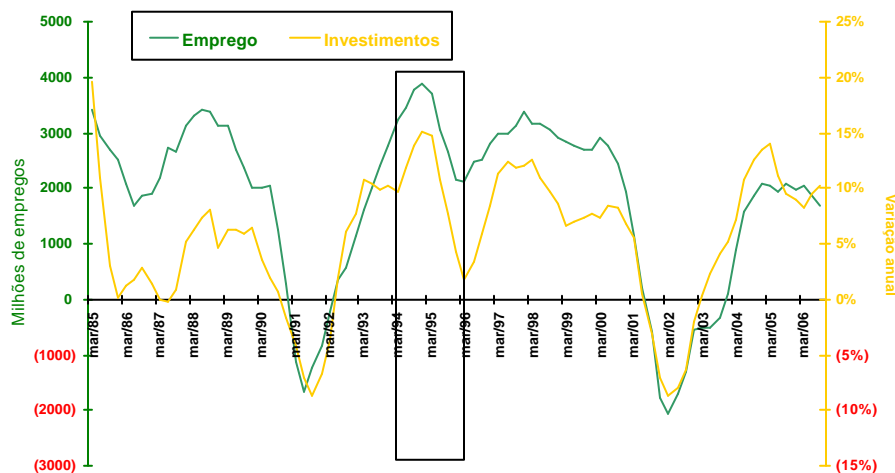
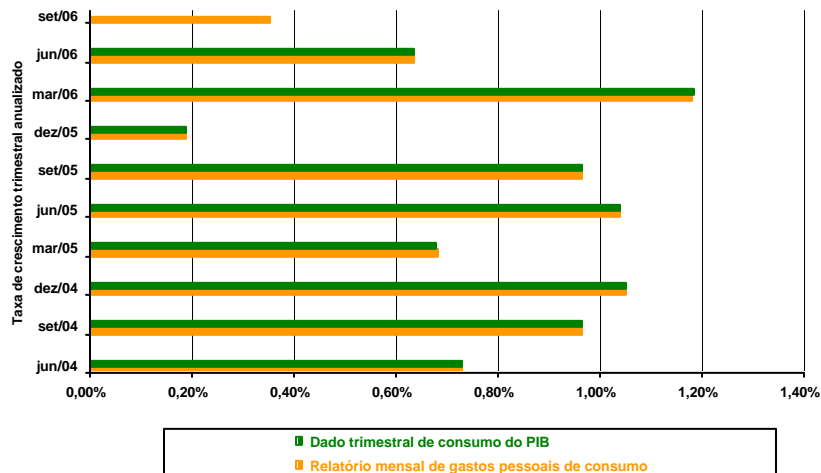


Figura 8

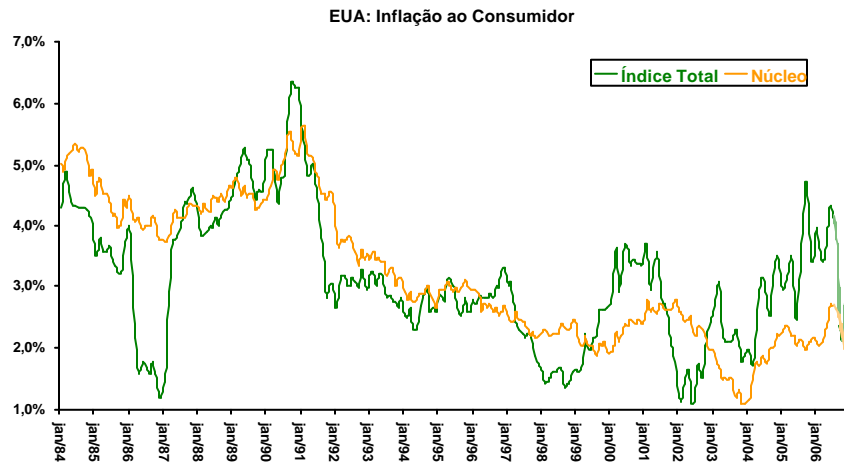


A confirmação do cenário de pouso suave nos Estados Unidos precisa, a partir de hoje, de 12 a 18 meses, e estamos só nos seis primeiros. O pior dos dados econômicos ainda não passou, e mais nervosismo deverá fazer parte dos mercados financeiros. A lógica dessa ameaça deverá trazer mais resultados desfavoráveis para países mais líquidos e cuja performance depende de um grande apetite ao risco dos investidores estrangeiros, exatamente como o Brasil. Apesar de essa ser a grande ameaça e o maior medo dos mercados financeiros, há alguns fatores inibitórios. Com base em dados já divulgados, vê-se uma já contratada desaceleração do consumo (e com certeza do PIB) para o terceiro trimestre deste ano (Figura 8).

O primeiro fator inibitório da recessão já foi mencionado: o fim do aperto dos juros e a queda dos juros de longo prazo, cujo impacto restritivo sobre o setor imobiliário tende a se amenizar e mesmo se esgotar. O segundo é a queda da inflação, pois a alta anterior reduziu o poder real de compra das famílias, mas agora, com a queda de inflação esperada até o final de 2007, isso deverá contrabalançar os efeitos negativos sobre o consumo (Figura 9). Terceiro, a melhora do déficit fiscal abre a possibilidade de algum tipo de expansão, se realmente necessário. Quarto e último, a

desvalorização do dólar norte-americano deve contribuir para reduzir o déficit externo e, conseqüentemente, o vazamento do PIB, que diminui sua taxa de crescimento.

Figura 9



Portanto, embora a recessão não seja o cenário mais provável, a mudança de visão no fim de um ciclo econômico e monetário acaba incorporando vários cenários alternativos, e leva tempo para se formar um consenso sobre a situação real e as reais probabilidades de um quadro econômico mais grave. Essa falta de consenso produz muita volatilidade nos preços. Todos os riscos macroeconômicos reais da economia norte-americana continuam focados no longo prazo, o primeiro deles relacionado com seu enorme déficit externo e os riscos desse desequilíbrio global. Atualmente, a economia norte-americana tem poucos meios para reagir a uma recessão – se de fato ela ocorrer –, posto que a taxa de juros real, o saldo fiscal e a taxa de poupança das famílias encontram-se em patamares muito baixos, se comparados a junho de 2000 (Figura 10).

Figura 10

	jun-00	jul-06
<b>juros nominais</b>	<b>5,99%</b>	<b>4,40%</b>
<b>juros reais</b>	<b>2,77%</b>	<b>0,07%</b>
<b>resultado fiscal (US\$ bi)</b>	<b>206,73</b>	<b>(255,37)</b>
<b>poupança das famílias</b>	<b>2,50%</b>	<b>(0,90%)</b>

## Economia Doméstica

### Juros: mudança de cenário à vista?

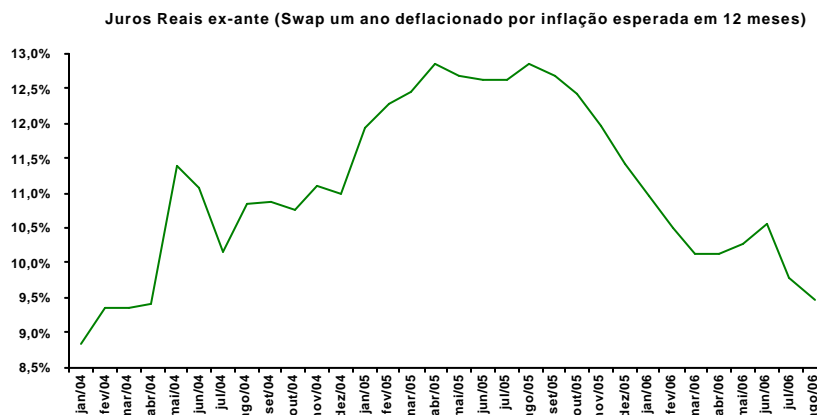
A Economia não é uma ciência exata e, por isso, sempre há a possibilidade de haver equívocos nas análises, em função de um ou mais fatores que passem despercebidos. A tese sobre a tendência dos juros até a última reunião do COPOM está desatualizada. Até aquele momento, a defasagem da política monetária exigia cautela

e maior parcimônia, dado que a redução de juros de 19,75% em setembro de 2005 para 14,25% estimulará a demanda – e conseqüentemente a atividade – pelo prazo de 6 a 9 meses. Para a autoridade monetária, o mais importante é o equilíbrio entre a demanda e a oferta, e não a inflação corrente e, nesse sentido, uma demanda forte ao lado de uma oferta (ou capacidade produtiva) mais rígida, indicava a necessidade de se reduzir o ritmo de queda dos juros e até mesmo fazer uma pausa. Embora inferiores aos do ano passado, os níveis de utilização de capacidade instalada começaram a sinalizar uma tendência de alta e, quanto maior a utilização, maior o risco inflacionário futuro. Nesse cenário de demanda e atividade fortes, o ciclo de afrouxamento dos juros estava no fim.

No entanto, dados recentes de PIB, produção industrial e outros indicadores começaram a mostrar um enfraquecimento súbito e inesperado, completamente atípico, quando comparado com outros períodos de expansão da economia em que também houve um forte estímulo via redução dos juros. A evidência histórica da economia brasileira mostra um comportamento bem favorável de demanda e atividade, quando há uma queda nos juros. Surgiu um enorme paradoxo a ser resolvido, pois, desta vez, o comportamento expansionista da demanda não foi acompanhado pela atividade. Nesse paradoxo, a primeira pergunta a ser respondida é se houve mesmo um comportamento da demanda favorável a partir de seus estimuladores, entre eles, a queda dos juros.

## Estimuladores de demanda ligados

Figura D1



Nesse ciclo recente, os juros reais caíram para os patamares próximos dos observados em 2004, quando a economia cresceu quase 5% (Figura D1). Com a expansão do emprego, via maior demanda e maior estímulo para os investimentos, a massa salarial real mostrou um ritmo de elevação que não se observava havia vários anos (Figura D2). A despesa do governo central também registra uma forte expansão, em percentual do PIB (Figura D3). O crédito continua com uma contribuição positiva, embora mais moderada para os gastos dos consumidores. Com todos esses estimuladores de demanda interna ligados (consumo e gastos do governo), a resposta da demanda tem sido coerente com os estímulos feitos nas áreas monetária e fiscal (Figura D4). Além de a maior demanda ser um fator estimulador dos investimentos,

contribuíram também as condições melhores financeiras, com taxas domésticas de longo prazo mais baixas, queda do risco Brasil, melhora da solvência externa e do perfil da dívida interna, com o fim da dívida cambial.

Figura D2

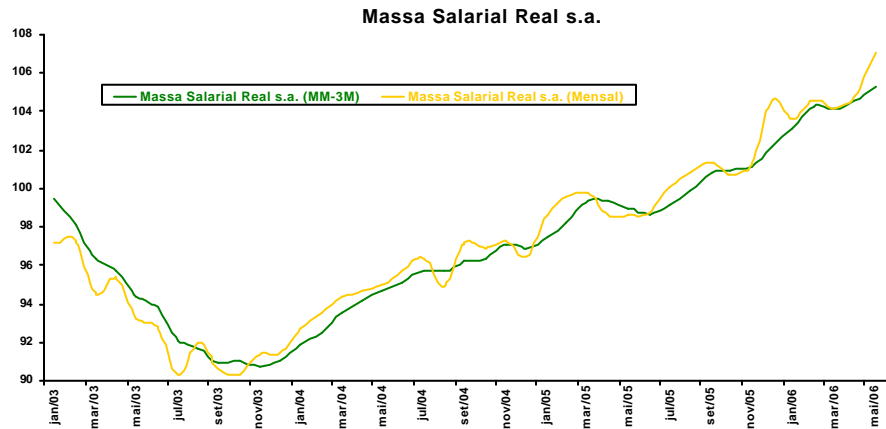


Figura D3

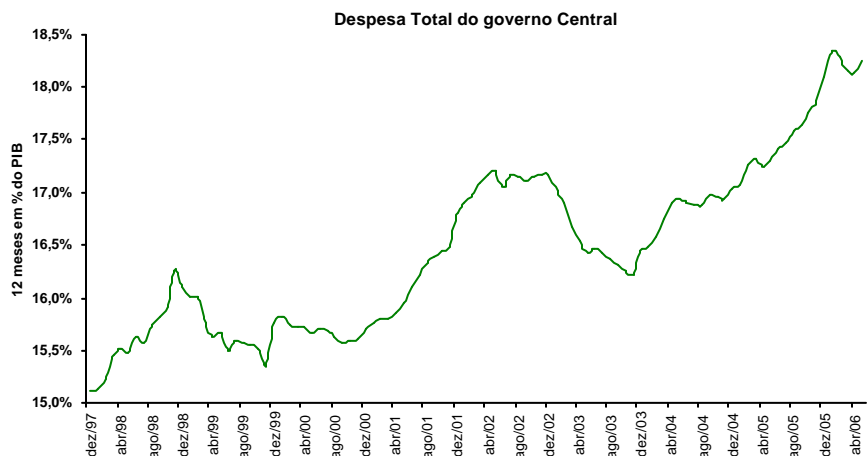
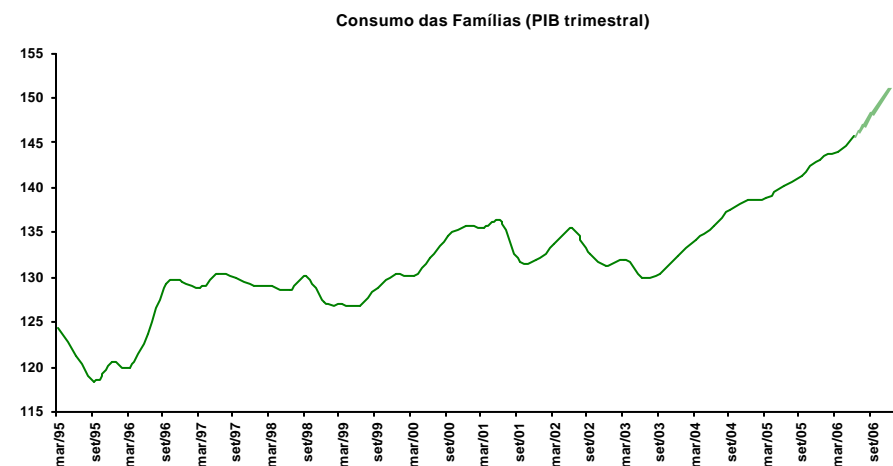


Figura D4



Portanto, os estimuladores de demanda estão presentes e as componentes do PIB ligadas a esse processo mostraram resposta coerente e, mesmo assim, o crescimento do PIB e da produção

mostram uma atividade fraca. Em comparação com outros períodos de expansão, como 2004, por exemplo, tanto PIB quanto investimentos (Figura D5) desapontaram no segundo trimestre de 2006, e as projeções de crescimento do PIB vêm sendo continuamente revistas para baixo (revimos nosso número de 4,2% para 3,9% e, em seguida, para 3,3%). O desempenho da indústria e do PIB foram bem piores que em outros momentos de expansão ou de redução de juros. A produção industrial registrou 7,7% (1994), 6,6% (2000), 8,0% (2004) e apenas 2,0% (ago/2006), perto dos 1,6% (2001), ano da crise energética (Figura D6).

Figura D5

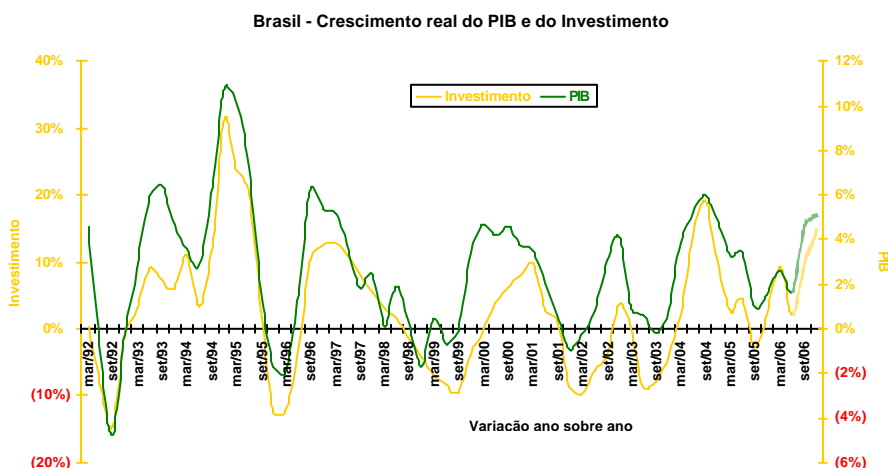
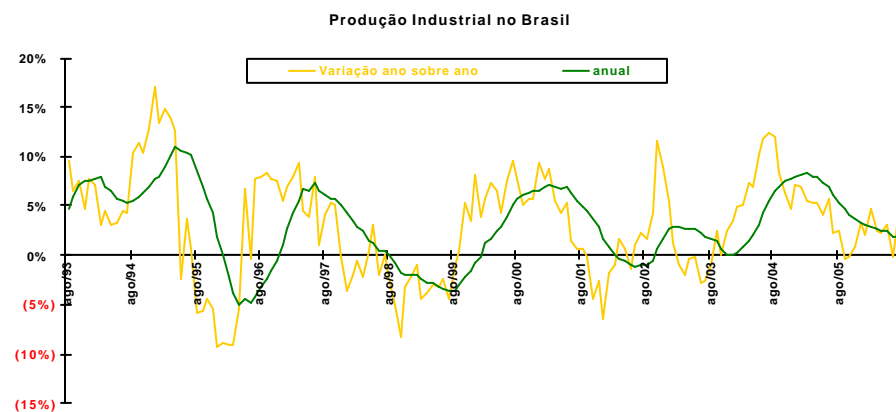


Figura D6

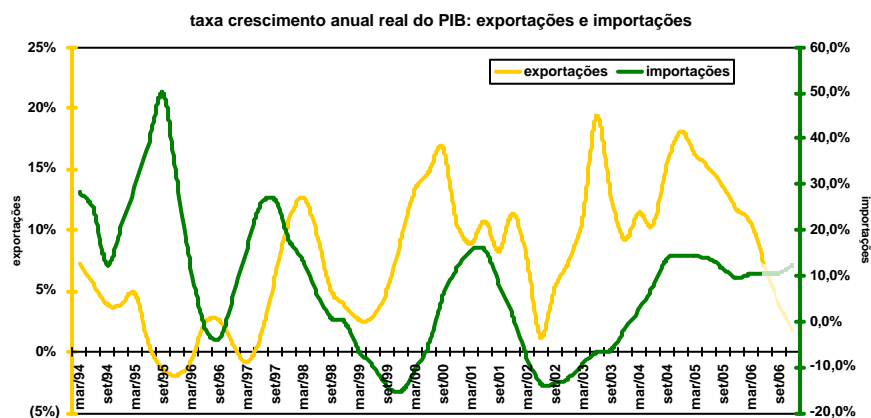


Fica bem claro, portanto, o paradoxo entre estimuladores de demanda muito positivos e o mau comportamento da atividade, fenômeno que não se verificou em outros períodos de expansão ligados à redução de juros. Mesmo sem uma contribuição maior e mais significativa de crédito e despesas governamentais, como no momento atual, o que agrava o paradoxo. Se o problema não está nos estimuladores de demanda interna, a resposta a esse paradoxo só pode ser encontrada na demanda externa.

Ao longo deste ano, o superávit comercial esperado para 2006 foi revisto para cima sucessivas vezes ? de US\$ 37 bilhões, em dezembro de 2005, para a atual projeção de US\$ 45 bilhões. Essa melhora surpreendentemente melhor do saldo comercial mascarou o efeito inesperadamente negativo para o crescimento do PIB no segundo trimestre deste ano. Pela primeira vez em muitos

trimestres, a contribuição das exportações líquidas foi negativa, fato previsto para 2007. Se nominalmente os valores vêm sendo revistos para cima e, em termos reais, a contribuição foi negativa, significa que a principal componente de melhora do saldo comercial está nos preços, e não na quantidade real (Figura D7).

Figura D7



Os dados do PIB revelaram que o comportamento do quantum exportado foi decepcionante e vem se mostrando em queda desde final de 2004, embora maiores quedas tenham sido observadas a partir do segundo trimestre de 2006. Por essa razão, grande parte da elevação das nossas exportações deveu-se ao aumento dos preços, e esse feito não é capturado pelo PIB. A elevada demanda também contribuiu para reduzir o efeito real do saldo comercial no PIB, pois impulsionou para cima a quantidade importada.

Embora muitos analistas, partidários de um câmbio mais desvalorizado, possam se apressar a afirmar que a causa desse comportamento negativo no PIB das exportações líquidas foi o câmbio, a explicação pode ser encontrada na desaceleração da economia mundial e de seus principais países a partir de abril de 2006. A figura D8 mostra desaceleração e perspectiva futura de mais desaceleração de mais da metade da economia mundial.

Figura D8

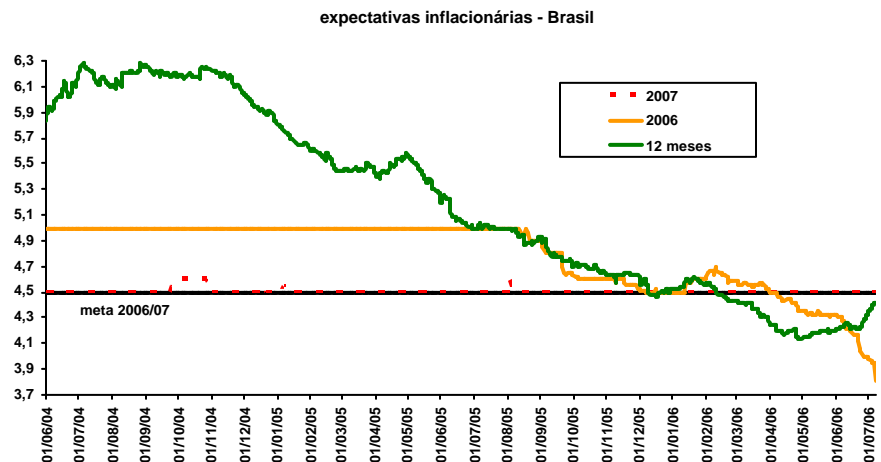
dados de crescimento do PIB trimestral dessazonalizado anualizado					
	1T06	2T06	queda	viés	% economia mundial
EUA	1,2	0,6	-50%	(-)	24%
EU12	0,6	0,9	50%	(-)	18%
JAPÃO	0,7	0,2	-71%	(+)	9%
REINO UNIDO	0,7	0,8	14%	(-)	4%
CHINA	=>> Perdendo momento, com aperto de juros, que deve continuar. A queda da inflação não alivia, ocorreu por conta de desinflação alimentos. Tanto LEI quanto PI estão em queda.				

No passado, as importações mostravam um crescimento conjunto com a produção, mas, desta vez, estão caminhando em sentidos opostos, um fenômeno novo, que pode realmente estar ligado ao câmbio mais apreciado e indica substituição de produção doméstica por importações. Esse fenômeno também decorre claramente de uma renda real maior, em função da queda da inflação, e de uma

massa salarial real mais elevada, por conta do aumento do emprego e dos investimentos. Mesmo assim, o instrumento de política econômica continua sendo a taxa de juros, e isso só indica que pode haver aumento de capacidade ociosa na economia, justificando uma expectativa de juros mais baixos, cujo ciclo perdurará, sem ser necessária uma pausa iminente, como já foi cogitado.

Em 2004, o boom de exportações esgotou a capacidade produtiva do país em termos reais, e agora estamos indo no sentido oposto. Estamos importando como nunca, a preços mais baixos do exterior, e isso vem contribuindo para reduzir as expectativas inflacionárias (Figura D9). A quebra da inércia inflacionária para 2007 também pode ser observada no comportamento das expectativas de inflação dos preços livres. Por causa do mau comportamento da atividade, há maior espaço para redução de juros e, assim, trabalhamos com uma taxa Selic terminando de 13,25 a 13,75 em 2006 e de 12 a 12,5 em 2007. Por ter sido curiosamente uma surpresa para todos, depois da decisão inesperada do corte de juros em 0,50 ponto percentual, esse cenário demanda mais informações, para ser conhecido com mais exatidão. Mesmo assim, juros mais baixos estão se combinando com crescimento também mais baixo, e essa correção de rota, trocando demanda externa cada vez mais negativa por demanda interna, levará tempo para brotar como uma contribuição positiva para o PIB e impedir que ocorram novas revisões para baixo nas previsões de crescimento. Além das incertezas do cenário externo, essa é mais uma informação desfavorável para os mercados.

Figura D9



## Mercado de Ações

A divulgação de indicadores de atividade e índices de inflação abaixo do esperado impulsionou o mercado de juros a uma considerável melhora no mês de agosto. Essa melhora foi ampliada ainda mais no último dia do mês, com a decisão do Comitê de Política Monetária de reduzir em 0,50% a taxa Selic. Todos esse fatores positivos fizeram com que o contrato de DI mais negociado, o de janeiro de 2008, encerrasse o mês cotado a 13,99%, contra um fechamento de 14,58% em julho. Esperamos que os mercados futuros continuem projetando novas reduções na taxa básica de juros, à medida que as expectativas de inflação permaneçam abaixo das metas estabelecidas.

A melhora dos mercados internacionais, os bons resultados da balança comercial e a menor agressividade do Banco Central em suas intervenções no mercado de câmbio levaram o mercado cambial a uma discreta melhora em agosto. A moeda norte-americana encerrou o mês cotada a R\$ 2,14, apresentando assim uma depreciação de aproximadamente 1,70%. Continuamos acreditando que o fluxo de dólares seguirá positivo no mês de agosto, mas deve-se prestar atenção aos indicadores econômicos norte-americanos, uma vez que ainda existem muitas divergências entre os analistas de mercado sobre o futuro da maior economia mundial.

## Mercado de Renda Fixa

Em agosto, o Ibovespa teve uma performance de -2,25%, ainda mostrando uma saída de fluxo de capital estrangeiro em torno de R\$ 600 milhões, refletindo a preocupação dos investidores com uma desaceleração mais busca da atividade econômica nos EUA. Para setembro, esperamos que o fluxo dos investidores volte de forma gradual, em decorrência do final das férias no hemisfério norte e da divulgação de dados da economia norte-americana mostrando uma desaceleração gradual. Continuamos otimistas com o Ibovespa para o final do ano, mas por ora os mercados devem ficar incertos.

## Projeções

### INDICADORES MACROECONÔMICOS E PROJEÇÕES (\*)

Última atualização 6/09/06	Projeções					
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIB Crescimento Real (%)	1,9	0,6	4,9	2,3	3,3	3,8
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	12,5	9,3	7,6	5,7	3,3	3,8
Inflação (IGPM/FGV) (%)	25,3	8,7	12,4	1,2	3,8	4,5
Taxa de Câmbio Média (R\$/US\$)	2,93	3,07	2,92	2,43	2,19	2,19
Taxa de Câmbio Final (R\$/US\$)	3,53	2,89	2,65	2,34	2,15	2,24
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	(7,6)	6,7	11,8	14,2	13,5	ND
Saldo Comercial (US\$ bi)	13,2	24,8	33,7	44,8	44,2	ND
Taxa de Juro Nominal Final do ano (Selic)	25,0	16,5	17,8	18,0	13,25	12,00
Taxa de Juro Nominal Média	19,2	23,2	16,2	19,0	15,0	12,6
Taxa de Juro Real (deflacionado pelo IPCA)	5,9	12,8	8,0	12,6	11,3	8,5
Dívida Pública (% do PIB)	55,5	58,2	51,7	51,6	50,7	50,8
Resultado Nominal do Setor Público (% do PIB)	10,3	3,6	2,5	3,1	1,2	(0,0)
Resultado Primário do Setor Público (% do PIB)	(3,9)	(4,25)	(4,59)	(4,84)	(4,25)	(4,25)

(\*) As áreas sombreadas são projeções.

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

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