



07 de janeiro de 2005
001/2005-DG

COMUNICADO EXTERNO

Membros de Compensação, Corretoras Associadas e Operadores Especiais

Ref.: **Conjuntura Econômica Mensal – Janeiro/2005.**

Prezados Senhores,

Encaminhamos anexo o relatório em referência, elaborado pela Tendências Consultoria Integrada.

Esclarecimentos adicionais, bem como sugestões, poderão ser solicitados diretamente à Tendências, pelo telefone (+11) 3052-3311.

Atenciosamente,



Edemir Pinto
Diretor Geral

CONJUNTURA ECONÔMICA MENSAL

Janeiro / 2005



Índice¹

Sumário Executivo	02
1. Situação política e reformas	04
1.1. Dificuldades pós-eleitorais do governo foram transitórias	04
1.2. Eleição de Greenhalgh para a presidência da Câmara exigirá esforço	05
2. Nível de atividade e emprego	05
2.1. Produção industrial continua em rota de acomodação	05
3. Juros, câmbio e inflação	06
3.1. Inflação	06
3.2. Juros e câmbio	08
4. Finanças públicas	09
4.1. Estatais alavancam resultado primário de novembro	09
4.2. Cenário fiscal para 2005 traz maior risco	09
5. Setor externo	11
5.1. Saldo em transações correntes ficou negativo em novembro	11
6. Internacional	12
6.1 Depreciação do dólar tende a ser ordenada	12
7. Informe setorial	13
7.1 Ainda não há sinais de trégua no crescimento do crédito	13
8. Dados básicos e projeções anuais	15

Sócios

MAILSON DA NOBREGA
GUSTAVO LOYOLA
NATHAN BLANCHE
DENISE DE PASQUAL
EDWARD AMADEO
ERNESTO M. GUEDES FILHO
GESNER OLIVEIRA
JOSÉ MÁRCIO CAMARGO
ROBERTO PADOVANI

Macroeconomia e política

ALESSANDRA RIBEIRO
ANA PAULA ALMEIDA
CHRISTOPHER GARMAN
CLAUDIA OSHIRO
GIAN BARBOSA
GUILHERME LOUREIRO
FREDERICO E. VALLADARES
JUAN PEDRO JENSEN
LUCIANA UJISSATO
RACHEL FLEURY

Análise setorial

ADRIANO PITOLI
AMARYLLIS ROMANO
ANDRÉ SILVA
CAMILA YUMI SAITO
ELTON BICUDO
FABIANA FANTONI
SERGIO CONTI

Projetos

BIANCA MÜLLER
BRUNO OLIVA
FÁBIO MIESSI
KÁTIA TIEMI SAITO
LILIAN FUJII
RICHARD LEE HOCHSTETLER

Comunicação

ALCIDES FERREIRA
aferreira@tendencias.com.br

Coordenação editorial

CLARA SETOGUCHI
clara@tendencias.com.br

Edição e revisão

ANDREA LEAL
BENEDITO SVERBERI
KLEBER SOARES FILHO

Administração e Vendas

VILMA RANGEL GARCIA
vilma@tendencias.com.br

Rua Estados Unidos, 498
01427-000- São Paulo/SP
Fone: (011) 3052-3311
Fax: (011) 3884-9022
e-mail - trend@tendencias.com.br
<http://www.tendencias.com.br>

A Tendências Consultoria Integrada preparou este Relatório com base em estudos internos e em informações de conhecimento público. Empregamos todos os esforços para que as opiniões e dados aqui contidos fossem os mais atualizados, corretos e precisos. Não nos responsabilizamos, entretanto, pelos resultados de qualquer decisão tomada com base no conteúdo desta publicação.



SUMÁRIO EXECUTIVO

Ao longo de dezembro, as notícias do cenário internacional foram favoráveis, a despeito da continuidade do movimento de desvalorização do dólar. Os preços do petróleo seguem em queda, e, em reflexo, os dados da economia americana têm mostrado mais força, corroborando o cenário positivo de crescimento econômico esperado para 2005. Nesse contexto, a busca por rentabilidade em ativos denominados em outras moedas, principalmente nos mercados emergentes, manteve-se intensa no mês passado.

Um ponto importante no campo internacional é a mudança de postura da administração Bush diante dos desequilíbrios fiscais que atingem os Estados Unidos, que pode ser percebida por meio de algumas declarações do presidente norte-americano. Reconhecendo que os déficits orçamentários de curto e longo prazo são um problema, e comprometendo-se com um orçamento mais enxuto em 2006 - por meio de redução importante nos gastos discricionários e de mudanças no sistema de seguridade social -, o presidente norte-americano parece ter se convencido da necessidade de reversão da trajetória do déficit fiscal, algo inédito em seu governo.

Mesmo que não ocorra uma significativa mudança na trajetória do déficit fiscal no curto prazo, essa alteração na postura de Bush em direção a um menor déficit não deixa ser um sinal favorável aos agentes, que tenderiam, acima de tudo, a exigir menos prêmio para financiar o governo americano.

Esse é mais um fator, em conjunto com a aquisição de títulos norte-americanos pelos bancos centrais asiáticos e com a ampliação do diferencial de juros entre os títulos do Tesouro norte-americano e dos demais países, que contribui para que a depreciação do dólar se dê de forma ordenada.

No campo da economia doméstica, a elevação da meta da taxa Selic pelo Copom em 0,50 ponto percentual não surpreendeu os agentes econômicos em dezembro, apesar da divulgação de indicadores que reforçam a percepção de uma desaceleração natural da atividade econômica. Entretanto, o teor da

ata da última reunião do Comitê, ao contrário do ocorrido no mês anterior, foi marcado por um viés notadamente pessimista em relação aos riscos inflacionários. Os principais argumentos do Banco Central para o pessimismo são: (a) a inflação e seus núcleos estão elevados e em aceleração; (b) a atividade econômica mostra acomodação, mas ainda seria cedo para indicar mudança do ritmo de crescimento, e (c) a redução das expectativas de inflação para 2005 foi relativamente modesta.

Com relação aos resultados da inflação divulgados ao longo de dezembro, observou-se a aceleração do IPCA-15, cuja taxa de variação mostrou alta de 0,15 ponto percentual em relação ao fechamento de novembro, ficando em 0,84%. A taxa de variação do IPC - um dos componentes do IGP-M - também apresentou elevação em relação ao mês anterior, alcançando 0,58%. Vale ressaltar, contudo, que os demais subíndices do IGP-M (IPA e INCC) apresentaram desaceleração. O primeiro foi afetado pela desaceleração do IPA Industrial, refletindo o recuo principalmente do item metalurgia. Já o INCC desacelerou de 0,93% para 0,61%, devido aos itens materiais e serviços e mão-de-obra.

Apesar de ter ocorrido significativa elevação nas três medidas dos núcleos - o núcleo por exclusão de administrados e alimentos passou de 0,57% para 0,65%, o de médias aparadas suavizadas elevou-se de 0,62% para 0,68% e o de médias aparadas não suavizado foi de 0,57% para 0,75% -, esse movimento é pontual, devendo recuar nos próximos meses. Particularmente, nossa projeção para o núcleo por médias aparadas não suavizado indica que sua variação deve se reduzir para algo próximo a 0,49%, já em janeiro.

Quanto à atividade econômica, os dados da produção industrial de outubro divulgados pelo IBGE mostram queda de 0,4% em termos dessazonalizados em relação a setembro. Para o resultado de novembro, os indicadores antecedentes apontam nova queda da indústria, em termos dessazonalizados. A produção de veículos (Anfavea)



mostra queda de 2,6% em relação a outubro, o fluxo pedagiado de veículos pesados (ABCR) registra recuo marginal, de 0,1%, e a expedição de papel ondulado (ABPO) caiu 3,0%. Essa queda na produção dos últimos meses é um processo natural de acomodação da atividade, e não tem relação com as ações restritivas de política monetária empreendidas pelo Banco Central, que geram impacto na atividade econômica com defasagem de pelo menos três meses.

Com relação ao mercado de trabalho, o resultado de novembro do IBGE registrou taxa de desemprego de 10,6%, um aumento de 0,1 ponto percentual em relação ao mês anterior. Em termos dessazonalizados, a taxa mostra alta de 10,7%, atingindo 11,4. O aumento se deve à maior procura por ocupação, e não à desaceleração do mercado de trabalho, que registrou aumento de 0,5% no número de ocupados no mês. O incremento no número de ocupados continua sendo o principal responsável pela expansão da massa real de renda. Enquanto o rendimento real cresceu 2,6% na comparação com novembro de 2003, a massa real aumentou 6,1% na mesma comparação.

Uma questão crucial a ser considerada na condução futura da política monetária, avaliada na análise setorial deste mês, é a percepção de que, até o momento, não há sinais de desaceleração do crédito. Embora o crédito apresente uma evolução acima do previsto, ainda esperamos um arrefecimento nos próximos meses, como consequência do processo de aperto monetário promovido pelo Banco Central. O problema é que um eventual cenário em que o crédito continue crescendo no mesmo ritmo que o atual parece difícil de ser compatibilizado com os objetivos do BC de forçar uma expansão mais moderada da atividade econômica, principalmente se for considerada a hipótese de que, daqui para frente, a demanda interna será mais estimulada por emprego e renda, que passaram a reagir mais recentemente.

A despeito de eventuais conflitos nos indicadores contemporâneos de inflação e atividade econômica

em relação à probabilidade de se atingir a meta de inflação perseguida pelo Banco Central em 2005, a leitura da ata de dezembro apresenta um viés nitidamente pessimista em relação aos riscos inflacionários de 2005. Fica clara a hesitação do BC em admitir, mesmo como mera hipótese de trabalho, a possibilidade de que a desaceleração da demanda nos últimos meses possa, afinal, contribuir para arrefecer as pressões inflacionárias no curto prazo. Parece evidente, inclusive, que o BC tem buscado influenciar as expectativas dos agentes econômicos usando pesadamente as armas da comunicação como complemento à política de elevação das taxas de juros. Assim, ele dificilmente poderá decidir em janeiro por um aumento inferior a meio ponto percentual na taxa Selic, sem o incômodo de admitir, implícita ou explicitamente, os excessos da ata de dezembro.

O aumento da meta da taxa Selic, combinada ao teor pessimista da ata, acarretou elevação dos prêmios dos contratos futuros ao longo da curva de juros. A expectativa dos agentes de que surjam novos aumentos e de que a taxa básica seja mantida em patamar elevado ao longo de vários meses vem favorecendo as operações de arbitragem de taxas de juros, o que dá força à valorização do real, que já vinha ocorrendo há alguns meses, associada à desvalorização mais forte do dólar no exterior. Com isso, os fluxos cambiais surpreenderam positivamente, sendo que, mesmo diante do volume expressivo de compras do BC no mercado à vista (estimado em cerca de US\$ 2,5 bilhões), a taxa de câmbio mostrou trajetória de apreciação, fechando a R\$ 2,65/US\$ em dezembro.

O destaque entre as informações divulgadas em novembro sobre o setor externo é o saldo negativo em transações correntes, que foi de US\$ 242 milhões, apesar de o saldo da balança comercial no mesmo mês ter sido de US\$ 2,077 bilhões, 20% superior ao mesmo período do ano anterior. O principal fator que influenciou esse resultado foram as despesas com remessas de lucros e dividendos, que alcançaram US\$ 962 milhões (US\$ 6,4



bilhões no ano). Tamanho volume pode ser creditado à sazonalidade existente nas remessas de lucros no quarto trimestre e, sobretudo, à oportunidade de aproveitar o movimento de apreciação do real para o envio de lucros e dividendos a uma taxa de câmbio mais favorável.

Os resultados do setor público para o mês de novembro apontam que, assim como ocorreu em outubro, o principal fator que afetou o resultado fiscal no mês foi o desempenho das estatais, que vêm apresentando no ano um comportamento bastante volátil e apresentam saldo acumulado no ano de 0,65% do PIB. No mês, o resultado primário consolidado do setor público, acima das expectativas, registrou um superávit de R\$ 6,9 bilhões. Ao longo de dezembro, a discussão em torno do Orçamento 2005, aprovado no final do mês, apontou para o crescimento do risco fiscal em 2005. Isso decorre da incorporação na peça orçamentária de um conjunto de medidas de desoneração e expansão de investimentos tendo como contrapartida receitas que possuem alto grau de incerteza, baseadas em receitas atípicas e parâmetros econômicos em divergência com as

previsões do mercado. O mais provável é que o governo se confronte em 2005 com uma situação fiscal bem mais apertada que em 2004. O novo nível de investimento proposto pelo governo, de R\$ 21 bilhões (R\$ 9,5 bilhões superior ao proposto pelo PLOA 2005), não deve ser atingido, em linha com o que vem acontecendo nos últimos anos.

Por fim, vale mencionar que as dificuldades pós-eleitorais do governo Lula no Congresso confirmaram ser de ordem transitória, e não permanente. Para 2005, isso significa que a produção no Congresso pode surpreender. O próximo mês será pautado por dois eventos: a reforma ministerial e a eleição para as presidências da Câmara de Deputados e do Senado. Enquanto a reforma ministerial deve ser uma boa notícia, pois deve confirmar a decisão do governo de dar mais espaço a seus aliados na distribuição de pastas ministeriais, a eleição para as presidências da Câmara de Deputados e do Senado pode ser fonte de ruído. As maiores dificuldades do governo devem se concentrar na tentativa de eleger o deputado Luiz Eduardo Greenhalgh (PT-SP) para a presidência da Câmara.

Relatório elaborado com informações disponíveis até 05/01/2005

1. Situação política e reformas

1.1. Dificuldades pós-eleitorais do governo foram transitórias

O trabalho legislativo no final de 2004 acabou desmentindo as análises mais pessimistas sobre as dificuldades que o governo teria com a base aliada no Congresso. Logo após as eleições municipais, o governo enfrentou uma série de problemas no Congresso, mais especificamente, com o PMDB. Enquanto o partido ameaçava deixar a base de Lula, os outros aliados demonstraram tremenda insatisfação com o governo e com a distribuição de emendas parlamentares. A grande questão era, e ainda é, saber se os conflitos com a base aliada eram fissuras permanentes ou transitórias.

Ao examinar as votações no Congresso no final do ano, pode-se concluir que as dificuldades de novembro foram passageiras. O governo conseguiu aprovar quase toda sua agenda de reformas. No Senado, foram votados a reforma do Judiciário e o projeto das PPPs. Na Câmara, foi aprovada a nova Lei de Falências e concluiu-se a votação das PPPs, algo que acreditávamos ser possível, mas que acabou sendo uma boa surpresa. Além disso, por pouco o governo não aprovou também a PEC da reforma tributária.

Portanto, as análises mais pessimistas sobre a



inatividade parlamentar que permeou o mês de novembro muito provavelmente serão desmentidas. Mesmo que o governo Lula tenha uma relação mais difícil com sua base aliada em comparação ao governo FHC (e isso não deve mudar em 2005), seria muito precipitado supor que os obstáculos resultarão em paralisia generalizada do trabalho legislativo.

Destaca-se, por exemplo, que o governo Lula adotou as medidas necessárias no fim do ano passado para manter sua base de apoio no Congresso. Tudo indica que a reforma ministerial a ser conduzida no início de 2005 levará o governo a ser mais de coalizão e menos "PT". Partidos como PTB e PP ganharão mais espaço, e o PMDB deve assumir postos ministeriais de maior peso político. Foi por essa razão que o Planalto conseguiu manter o apoio das bancadas do PMDB na Câmara e no Senado. A convenção nacional do partido realizada no dia 12 de dezembro optou pela independência com relação ao governo, mas a decisão não foi respeitada pelos parlamentares da legenda. Os

ministros peemedebistas não entregaram seus cargos, e a base de apoio parlamentar ao governo não sofreu abalos.

A decisão de a convenção nacional do PMDB optar pela independência, no entanto, revela que uma parcela das dificuldades do governo com seus aliados no Congresso provém das divergências regionais entre as pretensões políticas do PT e de seus aliados nos Estados. À medida que candidatos do PT não conseguem costurar coligações mais amplas para disputar o governo nos Estados, é presumível que haja pressão por parte de lideranças regionais requerendo a saída de seus partidos da base de Lula. Isso explica parcialmente os movimentos de forças políticas, tanto dentro do PMDB como do PPS, nesse sentido.

Porém, mesmo com os conflitos pós-eleitorais, ficou claro que as dificuldades de Lula no Congresso foram transitórias, e não permanentes. Para 2005, isso significa que a produção na Casa pode surpreender positivamente.

1.2. Eleição de Greenhalgh para a presidência da Câmara exigirá esforço do governo

Com o Congresso entrando em recesso, o cenário político fica naturalmente menos movimentado, mas pode-se projetar que o este mês será pautado por dois eventos: a reforma ministerial e a eleição para as presidências da Câmara e do Senado. Enquanto a reforma ministerial deve ser uma boa notícia, pois deve confirmar a decisão do governo de dar mais espaço para seus aliados na distribuição de pastas ministeriais, a eleição para as presidências da Câmara

e do Senado pode representar uma fonte de ruído. As maiores dificuldades do governo devem se concentrar na tentativa de eleger o deputado Luiz Eduardo Greenhalgh (PT-SP) para a presidência da Câmara. Ele não só tem um perfil pessoal que não favorece boas relações com o baixo clero, como, devido a suas relações com o MST, enfrenta resistências na bancada ruralista. Logo, é possível que o governo tenha que suar a camisa para garantir a eleição.

2. Nível de atividade e emprego

2.1. Produção industrial continua em rota de acomodação

Em dezembro, os dados de atividade mais importantes foram a produção industrial de outubro e a pesquisa mensal de emprego de novembro.

Os dados da produção industrial de outubro,

divulgados pelo IBGE, mostram queda de 0,4% em termos dessazonalizados em relação a setembro. A abertura da queda em outubro mostra recuo em todas as categorias de uso, com destaque



para os setores que estavam dando dinâmica à produção nos últimos meses, ou seja, bens de consumo duráveis, que recuaram 2,3%, e bens de capital, com queda de 1,3%.

As outras categorias de uso também registraram queda, de 1,1% para os bens de consumo semi e não duráveis, e de 0,1% para os bens intermediários. A produção de bens semi e não duráveis está, ainda, abaixo do resultado do final de 2001 / início de 2002.

A queda da produção nos últimos meses é um processo natural de acomodação da atividade e não tem relação com o aperto monetário feito pelo BC. A elevação dos juros iniciada em setembro impacta a atividade econômica com uma defasagem de pelo menos três meses.

Para o resultado de novembro, os indicadores antecedentes apontam nova queda da indústria em termos dessazonalizados. A produção de veículos (Anfavea) caiu 2,6% em relação a outubro, o fluxo pedagiado de veículos pesados (ABCR) registra recuo marginal de 0,1%, e a expedição de papel ondulado (ABPO) diminuiu 3,0%. Em relação a 2003, os números mostram alta de 19,6% para a produção de veículos, de 5,2% para o fluxo pedagiado e de 5,6% para a expedição de papel. Utilizando essas informações nos modelos da Tendências, chegamos a um crescimento da produção industrial de 7,0% em relação a novembro de 2003, o que representa uma

nova queda dessazonalizada de 0,4%, a terceira queda consecutiva.

Com relação ao desemprego, o resultado de novembro do IBGE registrou taxa de 10,6%, um aumento de 0,1 ponto percentual em relação ao mês anterior. Em termos dessazonalizados (dessazonalizados pela Tendências), a taxa mostra alta de 10,7%, atingindo 11,4%. Esse aumento é explicado por uma forte elevação no número de desocupados, 8,2%, ainda que a taxa de ocupação tenha crescido 0,5%. Assim, o crescimento da taxa de desemprego aferido pelo IBGE decorre do incremento do número de pessoas que vêm buscando ocupação, e não da desaceleração do mercado de trabalho, o que expandiu a população economicamente ativa (PEA) em 1,2% com relação ao mês anterior.

Quanto aos dados de rendimento real e massa real, enquanto o primeiro cresceu 2,6% na comparação com novembro de 2003, a massa real aumentou 6,1% na mesma comparação, em função da forte elevação do número de ocupados.

Em dezembro, a taxa de desemprego deve ser de apenas um dígito. Isso, porque há um movimento de queda da taxa em função da sazonalidade do período. Para dezembro, projetamos uma taxa de desemprego de 9,2%. Entretanto, ao longo do primeiro trimestre de 2005, a taxa deve voltar a ficar acima dos 11,0%.

3. Juros, câmbio e inflação

3.1. Inflação

A taxa de variação do IPCA-15 de dezembro foi de 0,84%, mostrando alta de 0,15 ponto percentual em relação ao fechamento de novembro (0,69%). Destacam-se os fatores não esperados que afetaram o resultado do IPCA-15, que são o desempenho do item empregado doméstico (1,13%), com influência de 0,03 ponto percentual na taxa do IPCA, e o reajuste na taxa de água e esgoto do Rio de Janeiro, com impacto de 0,03 ponto percentual. A principal pressão de alta nesse resultado foram os preços

administrados, com aumento de 1,64% ante 1,41% no fechamento de novembro. Os combustíveis (gasolina e álcool) exerceram influência de 0,24 ponto percentual na formação da taxa do IPCA-15. Além disso, houve (a) a segunda parcela do reajuste de telefonia, com impacto de 0,07 ponto percentual, e (b) os reajustes de ônibus urbano em quatro capitais, com influência de 0,09 ponto percentual.

Em relação aos preços livres (0,50%), o destaque de elevação foram os reajustes de algumas marcas



de cigarros - com influência de 0,03 ponto percentual - e o item empregado doméstico. O grupo vestuário (1,13%) permaneceu pressionado por conta da sazonalidade do período. A abertura por categoria de uso dos preços livres mostra um bom arrefecimento dos bens duráveis, de 0,70% para 0,53%.

Quanto aos núcleos, houve significativa elevação nas três medidas. O núcleo por exclusão de administrados e alimentos passou de 0,57% para 0,65%, puxado, em parte, pela alta de 1,13% do item empregado doméstico. Os núcleos que utilizam o método das médias aparadas também mostraram nova deterioração neste resultado. O suavizado, de 0,62% para 0,68% e o não suavizado, de 0,57% para 0,75%. Vale destacar que a forte elevação atípica desta última medida está, em parte, associada à concentração de fortes pressões de alta no período, mas essa elevação é pontual, e já em janeiro deve mostrar um forte recuo (nossa projeção indica algo próximo a 0,49%).

A taxa de variação do IGP-M de dezembro (0,74%) foi inferior à de novembro (0,82%), em virtude da desaceleração do IPA e do INCC. Para o primeiro, houve recuo da taxa de variação, de 0,99% para 0,81%. O comportamento dos subíndices que compõem o IPA não foi, contudo, uniforme. Enquanto o IPA agrícola acelerou de -1,5% para 1,24%, devido principalmente à alta nos preços dos produtos *in natura*, de animais e derivados, e de lavouras para exportação, o IPA Industrial desacelerou de 1,87% para 0,66%, refletindo os recuos das taxas de variação dos subgrupos extrativa mineral, indústria de transformação e, principalmente, metalurgia, que desacelerou de 3,2% para 0,45%. Já o INCC desacelerou de 0,93% para 0,61% devido

aos itens materiais e serviços e mão-de-obra.

Em contraposição, a variação do IPC, em linha com o IPCA-15, foi superior à do mês anterior, ficando em 0,58%, contra 0,15% do fechamento de novembro. No IPC, assim como no IPA, a alimentação também sofreu aceleração, de -0,79% para 0,16%, devido às altas nos preços dos produtos *in natura* e das carnes. Outro grupo que contribuiu para a aceleração desse índice foi o de transportes, com elevação de 1,51% para 2,14%, em função da pressão dos combustíveis e tarifas de transportes urbanos.

Para o fechamento de dezembro do IPCA, em decorrência do reajuste da tarifa de água e esgoto do Rio de Janeiro e do desempenho do item empregado doméstico, revisamos nossa projeção de 0,70% para 0,75%. Esse resultado significaria uma elevação de 0,06 ponto percentual em relação a novembro (0,69%). A dinâmica dos administrados deverá se destacar, principalmente, por conta de: (a) reajuste da gasolina de 28 de novembro, com impacto próximo a 0,17 ponto percentual; (b) reajustes de ônibus urbanos em quatro capitais, com influência de 0,08 ponto percentual; (c) reajuste de água e esgoto do Rio de Janeiro. Com isso, a variação dos preços administrados em dezembro deve chegar a 1,4% e dos preços livres, próxima a 0,5%. Para janeiro, projetamos uma taxa de variação de 0,55%, mostrando um forte recuo em relação a dezembro. O principal destaque desse resultado será o expurgo das pressões de alta de alguns administrados (ônibus e combustíveis). Por outro lado, teremos alguns reajustes de energia elétrica, e o grupo alimentação mostrando alguma pressão, por conta, principalmente, dos produtos *in natura*.

Quadro: últimos resultados dos principais índices de inflação

	2004	2005*	Novembro/04	Dezembro/04	Janeiro/05*
IPCA (IBGE)	7,5%	5,3%	0,69%	0,75%*	0,55%
IPC (FIPE)	6,6%	5,0%	0,56%	0,67%	0,65%
IPC-M (FGV)	6,2%	5,4%	0,30%	0,58%	0,60%
IGP-M (FGV)	12,4%	6,3%	0,82%	0,74%	0,50%

Fonte: Fipec, FGV e IBGE

(*) Projeção da *Tendências*



3.2. Juros e câmbio

No mercado de juros, a atuação do BC elevando a taxa Selic em mais 0,50 ponto porcentual na reunião do Copom não surpreendeu o mercado.

Entretanto, o conteúdo da última ata da reunião caracteriza-se pelo viés francamente pessimista em relação aos riscos inflacionários. Os principais argumentos do BC para o maior pessimismo são: (a) a inflação e seus núcleos estão elevados e em aceleração; (b) a atividade econômica mostra acomodação, mas ainda seria cedo para indicar mudança do ritmo de crescimento e (c) a redução das expectativas de inflação para 2005 foi relativamente modesta.

A leitura da ata mostra a hesitação do BC em admitir, mesmo como mera hipótese de trabalho, a possibilidade de que a desaceleração da demanda nos últimos meses possa afinal contribuir para arrefecer as pressões inflacionárias no curto prazo. Parece claro, inclusive, que o BC tem buscado influenciar as expectativas dos agentes econômicos usando pesadamente as armas da comunicação como complemento à política de elevação das taxas de juros.

Vale ressaltar que o viés pessimista da ata pode eventualmente voltar-se contra os interesses do BC na condução futura da política monetária, já que seus graus de liberdade, pelo menos no curtíssimo prazo, encontram-se diminuídos pela sua própria ênfase nos riscos inflacionários, explicitada no texto daquele documento. Dito de outra forma, dificilmente o BC poderá decidir em janeiro por um aumento inferior a meio ponto porcentual na taxa Selic sem o incômodo de admitir, implícita ou explicitamente, os excessos da at de dezembro.

Em decorrência do teor da ata, houve elevação dos prêmios dos contratos futuros ao longo da curva de juros. De acordo com as expectativas desse mercado, o BC deve promover mais um aumento de juros em janeiro e estender o processo de ajuste da Selic ao primeiro semestre de 2005, caso os índices de inflação corrente e as expectativas para o IPCA em 2005 não mostrem sinais de queda consistente.

Com relação ao mercado de câmbio, a desvalorização mais forte do dólar no exterior intensificou a demanda por ativos em reais, dando força à valorização do real, que já vinha ocorrendo há alguns meses. Além disso, a elevação da meta, conjugada à expectativa dos agentes de novos aumentos e de manutenção da taxa básica em patamar elevado ao longo de vários meses, vem favorecendo as operações de arbitragem de taxas de juros. Com isso, os fluxos cambiais surpreenderam positivamente, sendo que, mesmo diante do volume expressivo de compras do BC no mercado à vista (estimado em cerca de US\$ 2,5 bilhões), a taxa de câmbio mostrou trajetória de apreciação, fechando a R\$ 2,65/US\$ em dezembro.

A expectativa de elevação dos juros não atrapalhou o desempenho do Ibovespa em dezembro, que conseguiu sustentar patamares acima de 26.000 pontos. O otimismo deve se manter em 2005 nesse mercado, não só pelas boas expectativas em relação à rentabilidade das empresas, como também pela manutenção dos fluxos de capitais externos em direção ao Brasil. Nesse sentido, a demanda de ações por parte de investidores estrangeiros deve continuar em alta no curto prazo.



4. Finanças públicas

4.1. Estatais alavancam resultado Primário de novembro

Em novembro, o resultado primário do setor público registrou um superávit de R\$ 6,9 bilhões. Esse número veio um pouco acima da expectativa média do mercado, devido, principalmente, às empresas estatais que vêm apresentando no ano um comportamento bastante volátil.

No ano, as estatais acumularam superávit de 0,65% do PIB, frente a uma meta de 0,70%, sendo assim, em dezembro espera-se um superávit da ordem de R\$ 900 milhões para que a meta seja atingida. Além disso, em dezembro, deve-se observar também um esforço adicional (R\$ 1,5 bilhões) dos governos regionais que ainda estão um pouco abaixo da meta de 1,1%, em 1,02%. Dessa forma, no acumulado no ano, é o Governo Central que vem apresentando um resultado primário favorável.

Apesar disso, de acordo com os dados divulgados pelo Tesouro, o resultado primário do Governo Central em novembro ficou abaixo das expectativas, registrando R\$ 1,7 bilhão. Dentre os fatores que merecem maior destaque estão (a) a receita do Tesouro Nacional e (b) o déficit previdenciário pela ótica de benefícios.

O item que mais contribuiu para esse resultado do Governo Central foi a arrecadação federal, abaixo do esperado. A alteração, a partir de outubro de 2004, do prazo de apuração do IRRF-Capital

relativo a fundos de investimentos, cuja apuração deixou de ser mensal e passou a ser semestral, dificultou a mensuração mais precisa do impacto dessa nova sazonalidade na arrecadação.

Embora abaixo das expectativas, esse resultado está em conformidade com o que vem sendo divulgado pela Receita Federal e pelo Planejamento. A única ressalva é que em dezembro a arrecadação do IRRF-Capital deve vir forte, pois deve incorporar, além da sazonalidade do mês, parte do resultado de novembro.

Por outro lado, o déficit da previdência social ficou abaixo do esperado, registrando R\$ 2,5 bilhões, em razão, sobretudo, dos benefícios previdenciários. Isso se deve principalmente à adoção, a partir de 1º de abril de 2004, do novo cronograma de pagamento dos benefícios previdenciários. Essa alteração fez com que a despesa do INSS apurada em novembro sofresse uma redução em razão do provimento anteriormente previsto para 30 de novembro, mas que deve ser computado apenas em 1º de dezembro.

Com isso, a dívida líquida do setor público, que registrou 51,1%, já incorporando a revisão do PIB e a queda com relação a outubro (51,9%), pode ser explicada sobretudo pela apreciação cambial no período.

4.2. Cenário fiscal para 2005 traz maior risco

Apesar de 2004 ter sido um ano relativamente favorável para as contas públicas, vale lembrar que a retomada do crescimento econômico impulsionou fortemente a arrecadação federal e, com isso, proporcionou, além do aumento na meta de superávit primário, uma grande elevação em "demais despesas" (despesa total menos benefícios previdenciários, gastos com pessoal e

encargos sociais). Com isso, um cenário de crescimento econômico menor em 2005 (3,5%) deve reduzir os ganhos de arrecadação e automaticamente exigir maior austeridade fiscal.

Se adicionarmos a isso as últimas notícias da área fiscal, é possível traçar um cenário apertado para 2005. Entre os principais itens incorporados na nova conta estão: reajuste maior do salário



mínimo, reajuste na tabela do IR, medidas de desoneração de impostos (MP 219), transferências a Estados e municípios.

Em termos nominais, o novo salário mínimo de R\$ 300 eleva os benefícios da Previdência social no período 12 meses em R\$ 14 bilhões, ou em R\$ 13 bilhões quando comparado ano contra ano (2004/2005). Com isso, o déficit da Previdência aumenta em R\$ 3,5 bilhões no período 12 meses, e 2,8 bilhões quando na comparação 2004/2005.

Com relação ao reajuste na tabela do IR, ainda que seja difícil de mensurar, segundo os números que a Fazenda vem divulgando, o impacto em 2005 deve ficar próximo dos R\$ 2,0 bilhões.

A aprovação da medida provisória No 219 em dezembro pelo Senado, com a incorporação de isenções para beneficiar o setor de higiene pessoal e cosméticos, além de alguns produtos alimentícios (leite, fubá, etc), eleva o descompasso entre receitas e despesas em 2005. Quando criada, o objetivo dessa MP era conceder benefício ao setor produtivo por meio de crédito na depreciação contábil de máquinas, equipamentos, aparelhos e instrumentos, ou seja, estimular a expansão de investimentos. Ainda que seja difícil mensurar o impacto quantitativo, de acordo com a Câmara dos Deputados, a incorporação de isenções adicionais eleva de R\$ 1,7 bilhão para R\$ 2,5 bilhões o efeito negativo anual sobre arrecadação.

Com relação às transferências a Estados e municípios, a não inclusão no PLO 2005 dos repasses do fundo de compensação aos Estados pela desoneração das exportações (Lei Kandir), gerou uma forte pressão dos governos regionais por um aumento no repasse. Com isso, o governo central acabou cedendo R\$ 5,2 bilhões para 2005.

Vale fazer também um breve comentário sobre a retirada dos investimentos do cálculo do superávit primário e do nível de investimento proposto pelo recém-aprovado Orçamento 2005. Pelos números divulgados na imprensa, os investimentos a serem retirados do cálculo somam em 2005 R\$ 2,8 bilhões (0,14% do PIB). O fato de se retirar R\$ 2,8 bilhões da conta primária por razões conceituais,

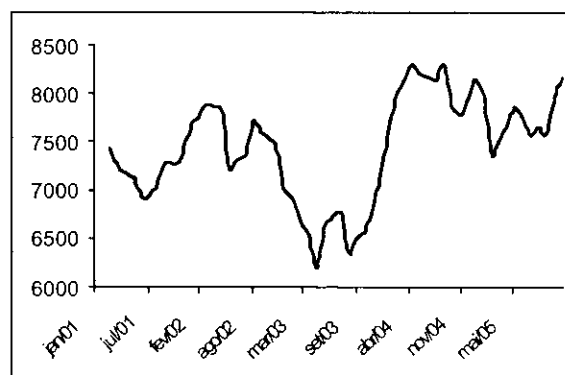
deixando de considerá-los "gastos", evidentemente reduz, em valor igual, o saldo fiscal mensal que abate a dívida pública.

Assim, como forma de evitar um aumento de despesas, o superávit primário na nova definição (que exclui investimentos dos gastos) deveria aumentar de 4,25% (como atualmente previsto) para 4,40% do PIB em 2005. A manutenção do primário em 4,25% sob a nova contabilidade representa um relaxamento fiscal equivalente a uma redução na meta atual para 4,10%.

É verdade que, no médio e longo prazos, a trajetória da dívida depende do retorno fiscal do investimento público. No caso de o valor presente dos fluxos futuros atingirem um montante mais do que suficiente para compensar o investimento presente, a dívida líquida como porcentagem do PIB iria se reduzir. No curto prazo, entretanto, a exclusão das despesas sem a elevação da meta orçamentária terá impacto negativo sobre a trajetória da relação dívida/PIB - que fecharia 2005 em 52,3%.

As medidas citadas, juntamente com as projeções da Tendências (para receitas e benefícios previdenciários e gastos com pessoal e encargos sociais) e as projeções previstas pelo governo (para receita do Tesouro Nacional, com crescimento econômico de 3,5%, e transferências a Estados e municípios), possibilitam estimar em qual patamar as "demais despesas" devem ficar em 2005 como

Figura 1: Média Trimestral das "Demais Despesas" reais do Governo Central dessazonalizadas



Fonte: Ministério do Planejamento, Congresso Nacional (Elaboração Tendências)



forma de garantir que a meta orçamentária seja atingida (figura), e, com isso, tentar, ao menos, mostrar qual o grau de austeridade com o qual o governo se confrontará no próximo ano.

Como podemos ver, o governo deverá se confrontar em 2005 com uma situação fiscal

bem mais apertada que em 2004. Claramente o novo nível de investimento proposto pelo governo, de R\$ 21 bilhões (R\$ 9,5 bilhões superior ao proposto pelo PLOA 2005), não devem ser atingido, em linha com o que vem acontecendo nos últimos anos.

5. Setor externo

5.1. Saldo em transações correntes foi negativo em novembro

O destaque para a divulgação dos dados do setor externo de novembro é o saldo negativo em transações correntes de US\$ 242 milhões, a despeito de o saldo da balança comercial no mesmo mês ter sido de US\$ 2,077 bilhões, 20% superior ao mesmo período do ano anterior.

O principal fator que influenciou esse resultado foram as despesas com remessas de lucros e dividendos, que alcançaram US\$ 962 milhões (US\$ 6,4 bilhões no ano). Esse valor mensal é o maior registrado ao longo de 2004, e embute um crescimento de 54% e 129% em relação a igual mês de 2003 e 2002, respectivamente. O valor expressivo para essa rubrica ao longo do mês passado pode ser creditado a dois elementos. O primeiro é a sazonalidade existente nas remessas de lucros no quarto trimestre, tendência que vem se reduzindo nos últimos anos. Contudo, a principal razão para esse resultado parece ser a oportunidade de aproveitar o movimento de apreciação do real para o envio de lucros e dividendos a uma taxa de câmbio mais favorável.

Esse movimento não deve ocorrer com a mesma intensidade em dezembro, pois é bastante provável que tenha ocorrido uma antecipação de parte das remessas anteriormente programadas para o último mês do ano. Essa expectativa vem sendo confirmada pelos dados registrados de remessas de lucros divulgados pelo Banco Central até o dia 20, que alcançam US\$ 314 milhões. Para 2004, projetamos que essas despesas deverão situar-se em torno de US\$ 7,2 bilhões (US\$ 5,1

bilhões em 2002 e US\$ 5,6 bilhões em 2003).

Com relação aos resultados das contas capital e financeira, chama a atenção em novembro o valor dos investimentos estrangeiros diretos (IED), que continuam em trajetória de recuperação (US\$ 1,3 bilhão). O resultado do mês, quando são subtraídos as conversões e os valores decorrentes da operação AmBev (US\$ 1,1 bilhão), representa o segundo maior valor para essa rubrica desde abril de 2002 (US\$ 1,4 bilhão em julho de 2004), o que confirma a melhora, mesmo que modesta, nos indicadores de influxos de capital de longo prazo.

Por outro lado, a taxa de rolagem dos empréstimos de médio e longo prazo do setor privado (37%) voltou para um patamar abaixo de 50%. A expectativa para dezembro é que essa taxa situe-se em torno de 45%, em virtude das condições de mercado que favorecem atualmente o financiamento interno, em detrimento dos empréstimos externos.

A balança comercial de dezembro registrou saldo positivo de US\$ 3,5 bilhões, totalizando um superávit acumulado no ano de US\$ 33,7 bilhões. Em 2004, as exportações expandiram-se 32,5%, para US\$ 96,5 bilhões. A taxa de crescimento das importações, impulsionadas pela forte retomada da atividade econômica, foi de 30,1%, totalizando no ano US\$ 62,8 bilhões. A expectativa é de que, diante do resultado favorável da balança comercial em dezembro, o saldo em transações correntes aproxime-se nesse mês de US\$ 1,2 bilhões. Para 2004, o saldo deverá ser de US\$ 11,7 bilhão no ano (2,0% do PIB).



6. Internacional

6.1 Depreciação do dólar tende a ser ordenada

Em dezembro, as notícias do cenário externo foram favoráveis, a despeito da continuidade do movimento de desvalorização do dólar. Os preços do petróleo seguem em queda, e, em reflexo, os dados da economia americana têm mostrado mais força, corroborando o cenário positivo de crescimento econômico esperado para 2005. Nesse contexto, a busca de rentabilidade por ativos denominados em outras moedas, principalmente nos mercados emergentes, manteve-se intensa ao longo de dezembro.

Nos últimos dias do ano, o dólar ultrapassou o patamar de US\$ 1,36/euro, consolidando uma desvalorização de 8,5% no ano. Vale destacar que, em relação a uma cesta das principais moedas em circulação, o dólar teve uma queda de 5,5%, o que garantiu o terceiro ano consecutivo de depreciação da moeda norte-americana, considerando que o movimento teve início em 2002.

A questão que se coloca para esse ano é como será o processo de desvalorização do dólar, e, conseqüentemente, qual o patamar que pode atingir em relação às demais moedas, dado que é consenso que a depreciação deve continuar ao longo de 2005, devido ao tamanho dos déficits fiscal e em transações correntes, e, principalmente, à ausência de sinais de reversão da trajetória de deterioração até o momento.

Em nossa visão, o movimento de desvalorização do dólar não tende a ser rápido e desordenado. Analisando a dinâmica atual de financiamento dos déficits americanos e o próprio processo de crescimento nos Estados Unidos e nas demais regiões do globo, destacamos dois fatores que devem permitir que o movimento de desvalorização do dólar seja gradual, a saber, a) o papel dos bancos centrais asiáticos no financiamento dos déficits americanos e b) o diferencial de juros entre os Estados Unidos e as demais regiões do globo.

Considerando o elevado poder de influência que os bancos centrais asiáticos possuem nos mercados,

através da compra maciça de treasuries, nos parece pouco provável que essas instituições deixariam de adquiri-los. Uma possível mudança nessa dinâmica tenderia a causar uma perda patrimonial significativa em suas reservas, além dos importantes impactos fiscais. Levando isso em consideração, e também o fato de que os bancos centrais não atuam como os agentes privados, buscando rentabilidade, mas segurança e liquidez, mesmo em um contexto de continuidade de desvalorização do dólar, os treasuries devem permanecer atraentes às instituições asiáticas.

O outro elemento que deve frear uma depreciação maior do dólar diz respeito ao diferencial de juros entre os Estados Unidos e as demais regiões. Os Estados Unidos vivem um cenário de crescimento econômico, com uma política de elevação gradual de juros que deve continuar ao longo deste ano. Em contraposição, há um baixo crescimento em outras regiões, principalmente na Europa, e um reduzido incentivo para um aperto nessas políticas monetárias. É por isso que acreditamos que o diferencial de juros tende a se ampliar substancialmente, incentivando a volta do fluxo de capital privado aos Estados Unidos.

Além desses fatores relacionados à dinâmica econômica internacional, em dezembro algumas declarações do presidente norte-americano, George W. Bush, sobre a condução da política fiscal, sinalizaram uma mudança importante de postura do governo americano em relação à questão fiscal no país. Reconhecendo que os déficits orçamentários de curto e longo prazo são um problema, e comprometendo-se com um orçamento mais enxuto em 2006 - por meio de redução importante nos gastos discricionários e de mudanças no sistema de seguridade social -, o presidente parece ter se convencido da necessidade de reversão da trajetória do déficit fiscal, algo inédito na sua administração.

A despoupança do setor público na era Bush - o país passou de uma situação de superávit fiscal de 2,4% do PIB em 2002 para uma de déficit de cerca



de 3,6% do PIB neste ano -, em conjunto com sinalizações que apontavam na direção do aprofundamento do déficit, como por exemplo, tornar o recente programa de corte de impostos permanente, são a maior fonte de preocupação. Ou seja, não é o patamar do déficit que preocupa, dado que esse nível de déficit fiscal não é atípico no passado norte-americano, mas sim a ausência de sinais no sentido de brechar a sua trajetória crescente.

É fato que, naturalmente, as questões subseqüentes vão no sentido de como o governo pretende reverter essa trajetória, dado que até o momento tem tido uma orientação fiscal muito expansionista, como fica evidente em seu plano de tornar o programa de corte de impostos, proposto em 2001 e acelerado em 2003, permanente.

Em uma primeira análise, a conjunção de corte de impostos permanentes e pouco espaço para redução nos gastos discricionários não permite a formação de expectativas muito positivas na direção de correção do déficit fiscal. Analisando a possibilidade de cortes nos gastos discricionários, os sinais não são muito favoráveis, considerando,

por exemplo, o comprometimento do país no Oriente Médio e a falta de apoio internacional para compartilhar gastos no Iraque, além das dificuldades políticas relacionadas a cortes em gastos discricionários como educação e saúde.

Mas, a despeito do pequeno espaço existente, não podemos desprezar o fato de o presidente Bush contar com maioria no Congresso, o que pode vir a facilitar a aprovação de medidas, mesmo de natureza política mais complicada, que contribuam para reverter a trajetória do déficit.

Nesse contexto, os primeiros sinais emitidos pelo presidente Bush na direção de uma política fiscal mais austera não deixam de ser uma boa notícia. Mesmo que o governo não consiga reduzir o déficit à metade, um movimento marginal em direção a um menor déficit é um sinal favorável aos agentes, que tenderiam, acima de tudo, a exigir menos prêmio para financiar o governo americano. O importante a reconhecer é que essa alteração na postura do governo norte-americano vem reforçar as chances de que o processo de depreciação do dólar se efetive de forma ordenada.

7. Informe setorial

7.1 Ainda não há sinais de trégua no crescimento do crédito

Os resultados divulgados em 21 de dezembro pelo Banco Central mostram que as operações de crédito continuam registrando forte expansão, a despeito do processo de aperto monetário, sendo que tal movimento ocorre de modo generalizado nas várias linhas de financiamento.

O saldo das operações para pessoas físicas se expandiu 3,1% em relação a outubro, em termos dessazonalizados - crescimento que já acumula 20% nos últimos doze meses. Em novembro, destacaram-se as modalidades de cartão de crédito, crédito pessoal e de aquisição de veículos, que aumentaram 13,5%, 3,0% e 2,5%, respectivamente, em

relação ao mês anterior.

No caso específico do cartão de crédito, é preciso observar que o último resultado mostrou-se bem acima do padrão da série, sugerindo que pode ocorrer alguma revisão por parte do BC nas novas divulgações, o que, aliás, já ocorreu em outras oportunidades, devendo-se lembrar que os dados dos últimos três meses são preliminares. De qualquer modo, mesmo uma eventual revisão nessa linha certamente não irá eliminar a percepção de que, até o momento, não há sinais de desaceleração do crédito.

A mesma indicação de ritmo forte é obtida pelos dados de novas concessões. Em



novembro, houve uma nova expansão, desta vez de 0,4%, após crescer quase 3,8% em setembro e 1,4% em outubro.

Embora o crédito esteja apresentando uma evolução acima do previsto, ainda esperamos um arrefecimento nos próximos meses como decorrência do processo de aperto monetário promovido pelo BC. É importante ressaltar que esse efeito da política monetária tende a agir com certa defasagem, o que justifica, pelo menos em parte, o fato de não se observar nenhum sinal de arrefecimento no crédito por enquanto.

Além da defasagem dos instrumentos de política monetária, há outros três fatores que explicam a continuidade de um forte ritmo na expansão do crédito até o momento.

Em primeiro lugar, o fato de o spread bancário ainda estar em níveis relativamente elevados tem feito com que ele absorva a maior parte do impacto da elevação dos custos de captação dos bancos. Como resultado, as taxas ao tomador final têm se elevado em uma proporção bem menor que a da Selic. A taxa de juros média das linhas prefixadas das pessoas físicas elevou-se em apenas 0,2 ponto percentual de setembro a novembro.

Em segundo lugar, observa-se uma demanda favorável ao crédito, motivada por: a) a inadimplência segue em patamares relativamente baixos, b) o nível de endividamento dos consumidores não tem subido de modo significativo, c) a confiança

do consumidor encontra-se em níveis recordes e d) a forte geração de empregos abre espaço para um novo impulso do crédito.

Finalmente, há um terceiro fator, talvez ainda mais importante que os anteriores, que justifica o forte vigor observado no crédito, que diz respeito ao maior apetite mostrado pelos bancos em expandir suas carteiras de crédito. De fato, as instituições financeiras estão concentrando esforços na competição pelo financiamento ao consumo, dado o horizonte promissor dos próximos anos. Duas frentes de investimentos têm se destacado entre os grandes bancos de varejo: a) a aquisição e rápida expansão das financeiras especializadas em atender as classes de menor renda e b) as associações estratégicas com redes varejistas.

À luz de todos esses argumentos, seria pouco razoável contar com um arrefecimento do crédito para os próximos meses. O problema é que um eventual cenário em que ele continue crescendo no ritmo atual parece difícil de ser compatibilizado com os objetivos do BC de forçar uma expansão mais moderada da atividade econômica, principalmente se for considerada a hipótese de que, daqui para frente a demanda interna será mais estimulada por emprego e renda, que passaram a reagir mais recentemente.

A conclusão final é que esse processo de crescimento "autônomo" do crédito aumenta o peso da política monetária como variável de ajuste do equilíbrio macroeconômico.



8. Dados básicos e projeções anuais

Atualizada em 5/1/2005.

	2001	2002	2003	2004	2005
PIB					
PIB nominal (US\$ bilhões)	510,4	456,2	506,0	585,2	646,4
População (mil)	172.386	174.633	176.876	179.114	181.341
PIB per capita (US\$)	2.961	2.612	2.861	3.267	3.565
PIB VA pm - crescimento real	1,3%	1,9%	-0,2%	5,0%	3,5%
Agropecuária	5,8%	5,5%	5,0%	4,5%	6,0%
Indústria	-0,5%	2,6%	-1,0%	6,0%	3,6%
Serviços	1,8%	1,6%	-0,1%	3,7%	2,5%
Investimento (% do PIB)	19,5%	18,3%	17,6%	19,3%	19,8%
Preços					
IPCA (IBGE)	7,7%	12,5%	9,3%	7,5%	5,3%
IPC-Fipe	7,2%	9,9%	8,2%	6,6%	5,0%
IGP-M (FGV)	10,4%	25,3%	8,7%	12,4%	6,3%
IPA-M (FGV)	11,9%	33,6%	7,6%	15,1%	6,7%
IPC-M (FGV)	7,7%	11,9%	9,3%	6,2%	5,4%
Emprego e Salários					
Taxa de desemprego (30 dias - IBGE)	6,8%	7,9%	9,2%	11,4%	10,8%
Setor Público					
Déficit nominal (% do PIB)	5,2%	10,3%	3,7%	1,9%	1,7%
Resultado Primário (% do PIB)	3,7%	3,9%	4,3%	4,6%	4,3%
Juros nominais (% do PIB)	8,9%	14,2%	8,0%	6,5%	5,9%
Dívida Líq. do Setor Público (% do PIB)	53,3%	55,5%	58,1%	51,5%	52,3%
Câmbio e Juros					
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,3204	3,5333	2,8892	2,65	3,00
Taxa de câmbio	18,7%	52,3%	-18,2%	-8,1%	13,0%
Juros nominais (média anual)	17,3%	19,1%	23,3%	16,2%	17,2%
Juros reais em dólar	-1,1%	-21,8%	50,8%	26,5%	3,7%
Juros reais (deflator: IPCA)	9,0%	5,8%	12,8%	8,1%	11,3%
Balanco de Pagamentos					
Exportações (US\$ bilhões)	58,2	60,1	73,1	96,9	97,0
Importações (US\$ bilhões)	55,6	47,0	48,3	63,2	72,3
Balança Comercial (US\$ bi)	2,7	13,1	24,8	33,7	24,7
Conta Corrente (US\$ bi)	-23,2	-7,7	4,1	11,7	2,1
Conta Corrente (% PIB)	-4,6%	-1,7%	0,8%	2,0%	0,3%
Conta Capital e Financeira (US\$ bi)	27,9	8,9	5,5	-10,1	-7,1
Reservas Internacionais (liquidez internac. US\$ bi)	35,9	37,8	49,3	51,0	46,0

TENDÊNCIAS CONSULTORIA INTEGRADA

R. Estados Unidos, 498 - 01427-000 - São Paulo - SP - Fone: (011)3052-3311 - Fax: (011)3884-9022 - <http://www.tendencias.com.br>