



07 de outubro de 2004
094/2004-DG

COMUNICADO EXTERNO

Membros de Compensação, Corretoras Associadas e Operadores Especiais

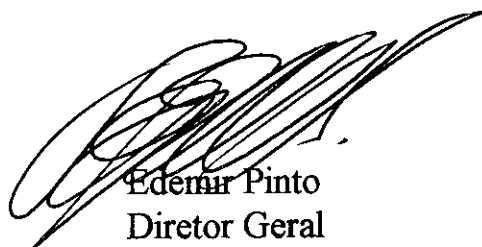
Ref.: **Conjuntura Econômica Mensal – Outubro/2004.**

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

Outubro / 2004



Índice

Sumário Executivo	02
1. Situação política e reformas	03
1.1. Eleições municipais foram destaque em setembro	03
1.2. Disputa entre PSDB e PT deve se acentuar no segundo turno	04
2. Nível de atividade e emprego	04
2.1. Já surgem os sinais de desaceleração da economia	04
3. Juros, câmbio e inflação	06
3.1. Alta da Selic não impede melhora de preços dos ativos	06
3.2. Juros	06
3.3. Inflação	07
3.3. Projeção para o IPCA de outubro de 0,45%	08
4. Finanças públicas	09
4.1. Elevação do superávit primário para 4,5% do PIB não significará redução de despesas reais	09
5. Setor externo	10
5.1. Troca de ações impulsionam IED em agosto, mas fluxo de longo prazo ainda é fraco	10
5.1. 1. Transações correntes	10
5.1. 2. Conta capital e financeira	10
6. Internacional	11
6.1. Há riscos externos, mas não parecem excessivos	11
6.1.1. Déficits Gêmeos	12
6.1.2. Petróleo	13
7. Informe setorial	13
7.1. Petróleo: recuo dos preços depende da solução de fatores pontuais	13
8. Dados básicos e projeções anuais	15

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

Análise econômica e política
ALESSANDRA RIBEIRO
ANA PAULA ALMEIDA
CHRISTOPHER GARMAN
CLAUDIA OSHIRO
GUILHERME LOUREIRO
JUAN PEDRO JENSEN
JULIO CALLEGARI
MARISTELLA ANSANELLI

Análise setorial
ADRIANO PITOLI
AMARYLLIS ROMANO
FABIANA FANTONI
SÉRGIO CONTI

Projetos
ANDRES MEDEYROS ROJAS
BIANCA MÜLLER
FREDERICO ESTRELLA
VALLADARES
KÁTIA TIEMI SAITO
RICHARD LEE HOCHSTETLER

Estagiários
ANDRÉ SILVA
BRUNO OLIVA
CAMILA YUMY SAITO
ELTON BICUDO
LILIAN FUJIIY
LUCIANA UJISSATO

Comunicação
ALCIDES FERREIRA
aferreira@tendencias.com.br

Coordenação editorial
CLARA SETOGUCHI
clara@tendencias.com.br

Edição e revisão
BENEDITO SVERBERI
JOANA EÇA DE QUEIROZ

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

Em função das preocupações com inflação, o Copom decidiu elevar em 25 pontos a Selic em setembro, porém, contrariamente às expectativas do mercado, mostrou um tom na ata relativamente tranquilo, com destaque para o aumento do foco da meta de 2005 para 5,1%.

A preocupação do BC deve-se à dinâmica dos preços livres, que só ficaram abaixo de 0,5% em abril, e dos núcleos, que se estabilizaram em patamares elevados. Entretanto, os indicadores de inflação de setembro tendem a diminuir estas preocupações. O IPC-M ficou em apenas 0,15% em setembro, juntando-se às baixas taxas de inflação observadas na terceira quadrisemana do IPC-Fipe (0,32%), no IPC-S da semana encerrada em 17 de setembro (0,19%) e no IPCA-15 de setembro (0,49%). A abertura do IPCA-15 mostra que os preços livres ficaram em 0,38% e os núcleos apresentaram redução.

Já a atividade econômica, cujo forte ritmo de elevação vinha preocupando, mostra sinais de desaceleração na margem por alguns indicadores. De forma geral, os dados de emprego reforçam a visão de que não está ocorrendo um choque de demanda na economia. De qualquer forma, o BC considera alto o risco de descompasso entre oferta e demanda, apesar de os investimentos estarem ocorrendo.

Quanto ao resultado primário do setor público, pode-se afirmar que foi positivo em setembro. Apesar da mudança na meta (de 4,25% para 4,5% do PIB), vale destacar que a nova meta de superávit primário será viabilizada pelo bom resultado da arrecadação, o que, de certa forma, contraria o que muitos temiam, que era de que o aumento na meta viesse a sacrificar investimentos públicos.

O superávit em conta corrente de agosto, por outro lado, não surpreendeu, atingindo US\$ 1,7 bilhão. No acumulado em 12 meses, o resultado já supera os recordes anteriores registrados em 1989, sendo o melhor resultado das últimas décadas. Do lado da conta capital e financeira, o grande destaque foi o número de investimento direto estrangeiro (IED), que atingiu US\$ 6,1 bilhões em agosto, elevando o acumulado no ano para US\$ 11,7 bilhões. Finalmente, com relação aos influxos de capital de médio e longo prazo, os resultados de agosto não foram favoráveis, dado que a taxa de rolagem dos vencimentos privados de médio e longo prazo foi de 36%. Além disso, as indicações preliminares do Banco Central para setembro sugerem que a taxa de rolagem não será melhor que a apresentada.

A despeito de as incertezas externas permanecerem elevadas, as hipóteses consideradas para a economia mundial continuam favoráveis. O cenário de perda significativa de fôlego da atual retomada do crescimento mundial ainda não é considerado o mais provável, uma vez que se atribui baixa probabilidade aos riscos potenciais. Entre os principais riscos estão a capacidade de financiamento dos déficits gêmeos norte-americanos e o comportamento dos preços do petróleo.

Apesar de os últimos eventos terem provocado muitas incertezas quanto ao petróleo, fazendo com que as cotações da *commodity* voltassem a atingir altas históricas, mantemos a visão de que uma queda mais acentuada dos preços depende da resolução de fatores pontuais, uma vez que a relação entre oferta e demanda está bastante equilibrada, não justificando o temor de uma crise de desabastecimento.

Relatório elaborado com informações disponíveis até 30/09/2004



1. Situação política e reformas

1.1. Eleições municipais foram destaque em setembro

O grande destaque político em setembro certamente foram as eleições municipais, que acabaram por acirrar a disputa entre o PT e PSDB. Em grande medida por conta desse ambiente tenso, fracassou a tentativa de votar algumas reformas no Congresso durante o chamado “esforço concentrado”.

Na Câmara de Deputados, as lideranças do governo encontraram dificuldades em reunir quórum para as votações, e o plenário nem sequer conseguiu colocar em votação as onze medidas provisórias que trancavam a pauta. Logo, o objetivo do governo de avançar na votação da nova Lei de Falências foi frustrada. No Senado, a decepção foi ainda maior. O governo tinha dois projetos prioritários, que acabaram não avançando: o da Lei de Biossegurança e o das Parcerias Público Privada (PPP). Ambos os projetos encontraram dificuldades nas negociações de mérito, mas as discussões envolvendo a PPP foram especialmente prejudicadas por uma série de troca de acusações entre o governo e o senador Tasso Jereissati (PSDB-CE) - que vem liderando as críticas contra o projeto.

Um fator adicional de dificuldade na capacidade do governo de levar adiante sua agenda de reformas no Senado foi proveniente da PEC da reeleição. Dentro do governo já existe um consenso sobre a necessidade de dar apoio ao projeto. A razão para tal provém não só do desejo de manter João Paulo (PT-SP) e José Sarney (PMDB-AP) nas presidências da Câmara de Deputados e Senado, mas também do fato de que o governo acredita que, mantendo Sarney no comando do Senado, pode construir uma ponte com setores da oposição. Foi com essa motivação que o presidente Lula aceitou promover um jantar

com sete senadores do PFL e um do PSDB.

O problema é que esse jantar acabou se transformando num tiro que saiu pela culatra. Além de servir para acirrar os ânimos da cúpula do PFL, que viu a aproximação do governo como uma tentativa de cooptação, o evento também acarretou em reações negativas por parte do PMDB e os setores do PT. Segmentos do PT criticaram o fato de o presidente ter se reunido com o candidato do PFL em Salvador, apesar de o Partido dos Trabalhadores concorrer justamente com o candidato do PFL na capital baiana. Já o PMDB viu a aproximação de Lula com o PFL como um sinal de que o governo de fato não defenderá a posição de Renan Calheiros (PMDB-AL) como seu principal interlocutor no Senado.

Como pano de fundo desses movimentos temos as eleições municipais. Dentro do PT, o resultado das eleições deve ser visto como crítico, pois servirá de termômetro de como estão repercutindo nas perspectivas eleitorais do partido as decisões tomadas pelo governo Lula. Embora seja difícil fazer apostas certas sobre o resultado das eleições, o cenário mais provável é de que o PT venha a sofrer apenas um pequeno revés nas cidades de grande porte, porém com crescimento do partido nos municípios de pequeno e médio portes. Para a cúpula do PT, esse resultado deve ser visto como bastante favorável.

Outro resultado bastante provável das eleições é que o PSDB venha a crescer nas cidades de grande porte, seja nas capitais ou nas cidades com mais de 150 mil eleitores. A definição das eleições deve reforçar a polarização entre o PSDB e PT, os dois pólos do sistema partidário brasileiro.



1.2. Disputa entre PSDB e PT deve se acentuar no segundo turno

O mês de outubro também deverá ser dominado pelas eleições municipais. Com a eleição reduzida aos embates de segundo turno, é de se esperar que o embate entre o PSDB e PT se acentue. Vale destacar que a disputa em cidades-chave como São Paulo, Porto Alegre, Florianópolis, Salvador, Vitória e Fortaleza deverá ser bastante acirrada, sendo muito difícil fazer previsões sobre o resultado nesses locais.

No Congresso, as lideranças do governo também devem tentar obter algum avanço. Dado o fracasso dos vários “esforços concentrados” antes das eleições e o ambiente contencioso entre o governo e o PSDB, é natural que exista um certo grau de pessimismo, especialmente a respeito da votação do projeto das Parceiras Público-Privadas (PPP), que é prioritário para o governo. Acreditamos, no entanto, que esse pessimismo seja exagerado.

Trabalhamos com um cenário em que a negociação do projeto avança logo depois do primeiro turno das eleições municipais, com sua votação na Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) já na segunda ou terceira semana outubro. Embora menos provável, não se deve descartar a possibilidade de o projeto ser votado também na Comissão de Constituição e Justiça (CCJ) no Senado ainda em outubro. Na prática, isso significa

que a PPP pode ir para votação em plenário do Senado já em novembro.

Vale reconhecer, por exemplo, que as negociações entre o governo e a oposição estão mais avançadas do que o noticiário tem dado a entender. Embora a troca de farpas entre o senador Tasso Jereissati (PSDB-CE) e o governo venha ganhando destaque nos últimos dois meses, os canais de diálogo entre o governo e a oposição no Senado têm se mantido abertos. No Senado, o senador Rodolfo Tourinho (PFL-BA) tem sido o principal interlocutor da oposição com o governo, e ele muito provavelmente assumirá a relatoria da PPP, quando o projeto chegar à Comissão de Constituição e Justiça (CCJ). De acordo com seu ponto de vista, o governo já demonstra sinais de aceitação de mudanças para remediar as contradições entre o projeto da PPP e a Lei de Licitações, e também de que deverá providenciar alguns dispositivos para evitar que o projeto venha a ferir a Lei de Responsabilidade Fiscal. Essa segunda preocupação pode ser amenizada com a limitação do gasto do governo com as PPPs a algum percentual da receita corrente líquida. O grande risco para a aprovação da PPP neste ano encontra-se na PEC da reeleição. O tema da reeleição, no entanto, só deve entrar em pauta em novembro.

2. Nível de atividade e emprego

2.1. Já surgem os sinais de desaceleração da economia

No último mês, os principais indicadores de atividade divulgados foram os de produção industrial e vendas do comércio relativos a julho, e os dados de emprego de agosto.

A produção da indústria de julho apresentou crescimento de 9,6% em relação ao mesmo mês em 2003 e de 0,5% em relação a junho, na série dessazonalizada. Os resultados ficaram abaixo da previsão média dos analistas,

indicando uma desaceleração na taxa de crescimento.

Esta desaceleração pode ser considerada positiva, pelo fato de indicar que a demanda não está tão forte, ainda que a abertura do índice não tenha mostrado um resultado muito animador, com os setores de bens de consumo semi e não duráveis e de bens de capital apresentado queda, enquanto os segmentos de



bens de consumo duráveis e de intermediários apresentaram crescimento.

As vendas reais do comércio de julho confirmam a desaceleração da atividade econômica na margem. As vendas reais cresceram 12,0% com relação a julho de 2003, mas mostraram estabilidade (-0,1%) em relação a junho no dado dessazonalizado.

A abertura do índice de comércio mostra crescimento de todos os setores em relação a julho de 2003, com destaque para móveis e eletrodomésticos, que registrou elevação de 32,2%. Nos outros setores, observamos aumento de 10,3% para hipermercados, de 7,9% para vestuário e de 3,7% para combustíveis.

Nos dados dessazonalizados, verificamos comportamentos distintos. O grupo de móveis e eletrodomésticos continua apresentado crescimento, de 1,5% em relação a junho. Os grupos hipermercados (0,0%) e combustíveis (-0,2%) mostram estabilidade. Já o grupo vestuário registra queda de -2,4%.

A Pesquisa Mensal de Emprego do IBGE registrou taxa de desemprego de 11,4% em agosto, um aumento de 0,2 ponto porcentual em relação a julho (11,2%). Na comparação com o mesmo período do ano passado, a taxa diminuiu em 1,6 ponto porcentual. Os dados também mostram queda do rendimento real e da massa real de salários.

Os dados de agosto registram estabilidade do desemprego em relação ao nível de julho, quando considerado o padrão sazonal (consideramos os fatores sazonais da antiga série da PME do IBGE). Em termos dessazonalizados, o número de ocupados apresentou queda marginal de 0,3% em relação ao mês anterior, enquanto o de desocupados registrou queda marginal de 0,1%. Este movimento manteve a taxa de desemprego dessazonalizada em 11,2%. Em

relação a agosto de 2003, o número de desocupados apresentou queda de 11,2%, enquanto o de ocupados teve aumento de 3,8%, fazendo a taxa de desemprego recuar significativamente.

Já o rendimento real de salários voltou a apresentar queda em relação ao mesmo período de 2003, após o único resultado de crescimento de toda a série, ocorrido em julho passado. Assim, com relação a agosto de 2003, o rendimento médio real registrou queda de 0,9%. Dado que o número de ocupados em agosto apresentou aumento de 3,8% em relação ao mesmo período do ano anterior, isso permitiu, mesmo com queda do rendimento real, uma elevação de 2,8% da massa real de salários, quando comparado a agosto de 2003.

Entretanto, os dados dessazonalizados mostram queda da massa real de salários. Como houve um recuo marginal, de 0,3%, do número de ocupados e queda de 1,4% do rendimento real, a massa real de salários apresentou queda de 1,7% contra julho.

De forma geral, os dados de emprego reforçam a visão de que não está ocorrendo um choque de demanda na economia. Assim como os dados de produção e comércio indicam forte desaceleração na margem, os dados de emprego mostram que a população ocupada, em termos dessazonalizados, parou de crescer e que a renda real e a massa real de salários recuaram em relação a julho.

Para os próximos meses, esperamos que o ritmo de crescimento seja menor que o observado nos últimos meses. Para o resultado da indústria em agosto, os indicadores antecedentes apontam queda de 0,4% em relação a julho. O desemprego deve voltar a cair nos próximos meses, mas trata-se de um movimento sazonal.



3. Juros, câmbio e inflação

3.1. Alta da Selic não impede melhora de preços dos ativos

Setembro foi mais um mês bastante favorável aos mercados domésticos, a despeito da nova escalada dos preços do petróleo nos mercados internacionais. As taxas de juros dos treasuries norte-americanos mantiveram-se em patamares muito baixos, com as taxas de 10 anos operando ao redor de 4,0%, sustentando o apetite dos investidores pelos ativos dos países emergentes.

Neste cenário, o prêmio de risco médio dos emergentes voltou a se aproximar de 400 pontos e o prêmio de risco brasileiro dos 450 pontos, melhorando as expectativas dos agentes com relação à entrada de recursos no País e levando a taxa de câmbio a operar abaixo de R\$ 2,90/US\$. O upgrade dado ao Brasil em sua classificação de risco, tanto pela Moody's quanto pela Standard & Poor's, também contribuiu para reforçar o quadro favorável. No mercado acionário, o Ibovespa voltou a superar os 23.000 pontos em reais, ou 8.000 pontos em dólares.

No quadro doméstico, os temores dos

impactos nocivos de um excesso de demanda sobre os preços levaram o Banco Central a elevar a taxa Selic em 25 pontos em setembro, além de sinalizar maiores apertos monetários nas próximas reuniões do Copom. A boa notícia foi a elevação da meta de superávit primário deste ano para 4,5%, o que contribuiu para a manutenção do clima positivo e para a redução dos prêmios dos contratos futuros de juros ao longo da curva.

Para os próximos meses, a demanda por ativos dos países emergentes deve se manter elevada, dando sustentação ao novo patamar do prêmio de risco brasileiro, ao redor dos 450 pontos. No mercado de câmbio, o fluxo de recursos deve se manter relativamente equilibrado, com os robustos saldos do segmento comercial continuando a financiar as remessas de recursos para a amortização da dívida externa do setor privado, o que deve sustentar o real abaixo de R\$ 3,00/US\$ até o final do ano. Os riscos ficam por conta da evolução dos preços do petróleo.

3.2. Juros

O Copom decidiu pela elevação de 25 pontos na Selic em setembro, mas, contrariamente às expectativas do mercado, mostrou um tom na ata relativamente tranquilo, com destaque para a elevação do foco da meta de 2005 para 5,1%. É fato que o BC demonstrou forte preocupação com os níveis elevados de inflação, em especial, com os preços livres, e também com os patamares dos núcleos. No que diz respeito à atividade, o BC mostrou significativa preocupação com a velocidade do crescimento da oferta e da demanda, apesar de perceber elevação dos investimentos.

A preocupação do Banco Central com a inflação deve-se à dinâmica dos preços livres,

que só ficaram abaixo de 0,5% em abril, e dos núcleos, que se estabilizaram em patamares elevados. Entretanto, os indicadores de inflação de setembro tendem a diminuir sensivelmente estas preocupações.

O IPC-M ficou em apenas 0,15% em setembro, juntando-se às baixas taxas de inflação observadas na terceira quadrissemana do IPC-Fipe (0,32%), no IPC-S da semana encerrada em 17 de setembro (0,19%) e no IPCA-15 de setembro (0,49%). A abertura do IPCA-15 mostra que os preços livres ficaram em 0,38% e os núcleos (por exclusão e por médias aparadas simétricas sem suavização) reduziram-se.

Já a atividade econômica, cujo forte ritmo de



elevação vinha preocupando, mostra sinais de desaceleração na margem por alguns indicadores. De qualquer forma, o BC considera alto o risco de descompasso entre oferta e demanda, apesar de os investimentos estarem ocorrendo. Dados recentes de atividade dão mais indícios da desaceleração da atividade na margem.

No que diz respeito à elevação do foco da política monetária para uma inflação de 5,1%, a justificativa foi a maior inflação em 2004, que, por inércia, faz com que a inflação de 2005 ganhe um impulso adicional de 0,9 ponto percentual. Desta inflação inercial, o BC vai combater apenas um terço, incorporando dois terços (0,6 ponto percentual) no foco de inflação para 2005, que passa, então, de 4,5% para 5,1%.

3.3. Inflação

A taxa de variação do IPCA-15 de setembro (0,49%) ficou abaixo de nossa projeção (0,60%) e da mediana das expectativas de mercado (0,62%), mostrando um recuo de 0,20 ponto percentual em relação ao resultado de agosto (0,69%). O principal destaque desta desaceleração foi a queda, de 0,85% para 0,42%, da taxa do grupo alimentação. Mas este movimento não foi o único a contribuir para o resultado favorável do IPCA-15. Nos demais grupos também houve movimento não só de desaceleração, mas também de queda dos preços. Dentre estes preços, destaca-se o recuo de 1,83% do subgrupo higiene pessoal, que teve impacto negativo de 0,04 ponto percentual no indicador e contribuiu para a queda de 0,03% do grupo saúde.

Em transportes (1,06%), o subgrupo aquisição de veículos voltou a apresentar aceleração, de 0,71% para 1,21%. Este movimento já era esperado, na medida em que a alta das *commodities* metálicas do mercado internacional vem sendo repassada lentamente aos preços internos, como apontam os dados de preços no atacado. Esta pressão também está sendo refletida - em menor intensidade, dado o menor grau de utilização das *commodities* siderúrgicas na fabricação destes produtos -, na alta de 0,94% dos preços da linha branca. Por outro lado,

O critério adotado é um pouco diferente do de metas ajustadas utilizado anteriormente pelo Copom. Pelo critério anterior, a diferença da projeção dos preços administrados em relação à meta também era incorporada à meta ajustada. Se isso também fosse feito, o foco da política monetária seria uma inflação de 5,8% (por acaso, a projeção atual do mercado).

Com relação à elevação da Selic em 0,25 ponto percentual, o BC não a fundamentou em argumentos que justifiquem uma pressão excessiva de demanda. A elevação dos juros deu-se de maneira preventiva, em virtude das defasagens da política monetária em relação à atividade econômica e da atividade econômica em relação à inflação.

a linha marrom - muito menos dependente dos produtos siderúrgicos - manteve a trajetória de queda de seus preços (0,41%). Com isso, no acumulado de janeiro até agosto, a linha marrom mostrou queda de 1,10%, a linha branca, alta de 6,80% e os automóveis, elevação de 9,90%.

A análise destes três setores mostra que a alta de preços não é generalizada, em função de aumento da atividade econômica. Todos esses segmentos estão tendo um grande crescimento na produção, devido a uma maior demanda interna e externa, mas somente os com forte elevação de custos (choque de oferta) tiveram aumentos de preços.

A análise dos núcleos também aponta uma boa dinâmica dos preços neste resultado, na comparação com o IPCA de agosto. O núcleo que exclui administrados e alimentos saiu de 0,55% para 0,41%. Os que utilizam o método das médias aparadas mostraram movimentos distintos, o suavizado ficou estável em 0,55% e o sem suavização mostrou forte recuo, de 0,53% para 0,44%. Vale destacar que o suavizado - por diluir os reajustes de alguns itens ao longo de doze meses - carrega um forte componente inercial e, portanto, está estabelecido em um nível mais elevado que os demais.



A taxa de variação do IGP-M de setembro (0,69%) mostrou queda de 0,53 ponto percentual em relação ao resultado de agosto (1,22%), ficando abaixo de nossa projeção (0,90%) e das expectativas do mercado. O principal motivo dessa divergência foi a desaceleração da taxa do IPA industrial, de 1,77% para 1,38%. Contudo, o recuo do índice geral foi influenciado pela desaceleração da taxa dos três subíndices que compõem o IGP (IPA, IPC e INCC). O recuo na taxa do IPA industrial não foi puxado somente pela forte desaceleração dos produtos metalúrgicos (de 7,05% para 3,14%), mas também por uma diminuição no ritmo de reajustes dos demais grupos. O núcleo do IPA industrial encadeado (10, M e DI) que exclui as principais *commodities* (metálicas e resinas), combustíveis e produtos alimentares, rompeu a barreira de uma taxa inferior a 1%, que não era vista desde fevereiro deste ano, ficando em 0,95% (ante 1,10% no IPA-10 de setembro). Já o núcleo que exclui apenas os combustíveis e alimentos mostrou uma desaceleração mais forte, passando de 2,47% para 1,59% - como já era esperado, na medida em que houve um menor ritmo de reajustes do setor siderúrgico em setembro. O desempenho dos preços ao consumidor também foi bastante positivo, mostrando forte desaceleração em relação a agosto, de 0,80% para 0,15% neste resultado. O principal destaque foi a reversão da alta do grupo alimentação, que passou de uma alta

de 1,26% para uma queda de 0,43%. E o núcleo que exclui combustíveis e alimentos ficou em um bom patamar (0,36%).

Para o IPCA de setembro, revisamos nossa projeção de 0,55% para 0,45%. A confirmação deste resultado deve significar um recuo de 0,24 ponto percentual em relação ao registrado em agosto (0,69%). Esta desaceleração deverá ter como principal responsável a queda na taxa do grupo alimentação, com destaque para o arrefecimento dos produtos "in natura" e do leite, e para a continuidade da queda dos cereais. Além disso, deve ocorrer uma forte desaceleração do grupo transporte por conta do enfraquecimento da alta dos combustíveis, mas, por outro lado, o subgrupo de veículos próprios deverá manter forte pressão. O grupo saúde deve seguir comportado em virtude da queda dos produtos de higiene pessoal. Os destaques de alta deverão ser os reajustes de telefonia fixa e taxa de água e esgoto de São Paulo, com impacto aproximado de 0,11 ponto percentual. Para outubro projetamos uma taxa de 0,45% mostrando uma estabilidade em relação ao resultado de setembro. Outubro deverá ser marcado pela ausência de grandes pressões por parte dos administrados, com o preço de alimentos também seguindo comportados. Contudo, vale destacar que este número pode ser revisado caso a Petrobras anuncie algum reajuste nos preços de seus derivados ao longo do mês.

3.4. Projeção para do IPCA de outubro de 0,45%

Quadro: últimos resultados dos principais índices de inflação

	2003	2004*	Agosto/04	Setembro/04	Outubro/04
IPCA (IBGE)	9,2%	7,0%	0,69%	0,45%*	0,45%*
IPC (FIPE)	8,1%	6,5%	0,99%	0,21%	0,50%*
IPC-M (FGV)	9,3%	6,5%	0,80%	0,15%	0,50%*
IGP-M (FGV)	8,6%	12,5%	1,22%	0,69%	0,95%*

Fonte: Fipe, FGV e IBGE (*= Projeção da *Tendências*).



4. Finanças públicas

4.1. Elevação do superávit primário para 4,5% do PIB não significará redução de despesas reais

O resultado primário do setor público referente a agosto superou bastante a expectativa, ficando em R\$ 10,9 bilhões. Nos últimos doze meses, o superávit já atingiu 80,6 bilhões, o que equivale, com os novos dados de PIB divulgados pelo IBGE, a 4,91% do PIB. Apesar do bom resultado tanto do governo central (2,86%) quanto dos governos regionais (1,03%), o grande aumento no superávit das estatais neste mês é o assunto que merece maior atenção.

O superávit primário das estatais federais foi bastante surpreendente, atingindo R\$ 5,3 bilhões em agosto. Se comparado aos meses anteriores (R\$ 800 milhões em junho e R\$ 1,2 bilhão em julho), ou ao acumulado no ano por essas empresas até julho (R\$ 39 milhões), o resultado é ainda mais impressionante. Entretanto, mesmo com esse resultado, o acumulado nos oito primeiros meses ficou em R\$ 5,4 bilhões, abaixo da meta parcial de R\$ 5,9 bilhões estabelecida no decreto orçamentário de agosto.

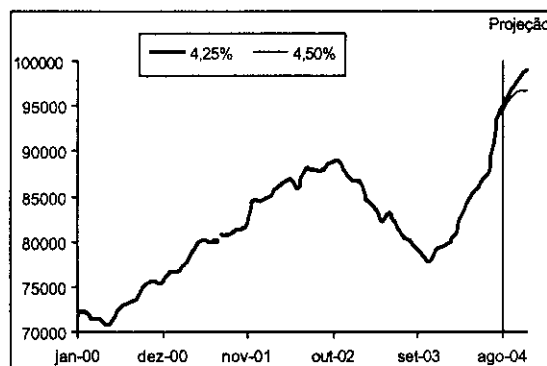
O bom resultado das estatais, porém, reflete o acúmulo de caixa realizado por parte dessas empresas no exterior. Em agosto, percebe-se um aumento dos ativos das estatais federais no exterior da ordem de US\$ 2,5 bilhões (conferindo com os rumores de grande volume de remessas feitas ao exterior por uma das empresas). Assim, no caso, por exemplo, de uma aquisição de empresa estrangeira, esse quadro poderá ser revertido nos meses seguintes, ou seja, na prática é improvável que o valor da meta de 0,7% do PIB seja superado até o final de 2004.

O governo central, por outro lado, vem apresentando no ano um resultado muito positivo, superando em muito a antiga meta orçamentária de 2,45%. Tal resultado estimulou uma mudança da meta de superávit do setor público em 2004 de 4,25% para 4,50% do PIB. Ainda que, provavelmente, a mudança no superávit primário

de 4,25% para 4,5% do PIB seja repassada integralmente ao governo central, vale dizer que é o bom desempenho da arrecadação que viabilizará o aumento do superávit primário, não o ajuste real das despesas públicas.

Com a quarta revisão bimestral fiscal de 2004, é possível projetar o comportamento das “demais despesas” (“Despesa Total” menos “Benefícios Previdenciários” e “Gastos com Pessoal e Encargos Sociais”) até o final do ano (figura 1), o que indica que o ajuste nas contas públicas deverá ser pequeno.

Figura 1: “Demais Despesas” reais acumuladas nos últimos 12 meses



Fonte: STN (elaboração Tendências)

O bom resultado fiscal do governo já se reflete na redução da razão dívida/PIB, que encerrou agosto em 53,9%. Considerando a hipótese de câmbio a R\$ 3,0/US\$ no final de dezembro, projetamos uma relação de 54,7% para a dívida/PIB no final de 2004.

Com relação à composição da dívida, foi possível constatar uma melhora marginal. Considerando-se a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi), houve um aumento na participação dos títulos prefixados (de 13,7% em julho para 15,1% em agosto), ao mesmo tempo em que a exposição a variações cambiais está



menor, resultado da queda (de 12,8% para 11,9%) nos títulos cambiais (incluídas as operações de swap) - na prática, entretanto, a queda das participações dos cambiais reflete, em sua maior parte, a apreciação cambial de 3,1% entre o fim de julho e o fim de agosto.

Um fato também a ser destacado é sobre a possível dificuldade que o governo vem encontrando nos últimos meses para colocar títulos públicos no mercado. O resgate líquido acumulado no ano já supera as emissões em R\$ 51,8 bilhões, o que provavelmente reflete a

relutância do Tesouro Nacional em aceitar os preços mais elevados para a colocação dos papéis prefixados (verificadas na curva de juros futuros), ao mesmo tempo em que a oferta de papéis de curto prazo vinculados à Selic dificulta a colocação de títulos no momento.

De forma geral, portanto, o cenário é positivo. O aumento do superávit primário será viabilizado pelo bom resultado da arrecadação, o que, de certa forma, contraria o que muitos temiam: que o aumento na meta de superávit viesse a sacrificar investimentos públicos.

5. Setor externo

5.1. Troca de ações impulsiona IED em agosto, mas fluxo de longo prazo ainda é fraco

5.1.1. Transações correntes

O superávit em conta corrente de agosto não surpreendeu, atingindo US\$ 1,7 bilhão, o que elevou o superávit acumulado em 12 meses para US\$ 9,5 bilhões (equivalente a 1,8% do PIB). O resultado acumulado em 12 meses já supera os recordes anteriores atingidos em 1989, sendo o melhor dado das últimas décadas.

O Banco Central divulgou nova projeção

para o superávit em conta corrente em 2004 (US\$ 6,7 bilhões) e também apresentou, pela primeira vez, uma projeção para 2005, apontando saldo equilibrado em conta corrente para o próximo ano. Na prática, as projeções do Banco Central tanto para 2004 quanto para 2005 são conservadoras, particularmente por conta da balança comercial.

5.1.2. Conta capital e financeira

Do lado da conta capital e financeira, o grande destaque foi o número de investimento direto estrangeiro (IED), que atingiu US\$ 6,1 bilhões em agosto, elevando o acumulado no ano para US\$ 11,7 bilhões. Tal resultado, entretanto, reflete o grande valor (US\$ 4,9 bilhões) de um aumento do investimento estrangeiro no Brasil e do investimento brasileiro no exterior, sem conseqüências para o fluxo líquido de recursos. Excluindo os recursos desta operação, portanto, o investimento direto atingiu US\$ 1,2 bilhão,

número favorável, tendo em vista os resultados de meses anteriores. A única ressalva, contudo, é que o volume de conversões muito elevado (US\$ 1,1 bilhão) é positivo para o fluxo cambial, mas continua mostrando que não é expressivo o aporte de "novos recursos" de investimentos estrangeiros.

Ainda com relação ao IED, deve-se ressaltar que até agora não foi computada a parcela dos minoritários da operação entre a AmBev e a Interbrew, que tende a se aproximar de US\$ 1,5



bilhão. Assim, considerando esse novo ingresso de recursos relacionado à operação descrita e o saldo acumulado até agosto, a nova projeção do Banco Central para o número do investimento direto em 2004 (US\$ 17 bilhões) é bastante factível.

Por outro lado, o número de investimento brasileiro no exterior atingiu US\$ 6,9 bilhões em agosto, representando 84% de todo o valor acumulado em 2004. Além da contrapartida dos US\$ 4,9 bilhões da operação entre a AmBev e a Interbrew, ainda ocorreu envio de US\$ 2,1 bilhões por meio de empresas brasileiras (provavelmente muito influenciado pela operação de uma grande empresa estatal) para suas filiais no exterior. Tais

saídas devem estar associadas a movimentos de aquisição de empresas estrangeiras no exterior e/ou a pagamento antecipado de dívida externa. O que é mais difícil de explicar é porque as remessas de empresas brasileiras estão sendo feitas por meio das contas CC-5.

Finalmente, com relação aos influxos de capital de médio e longo prazo, os resultados de agosto não foram favoráveis, dado que a taxa de rolagem dos vencimentos privados de médio e longo prazo foi de 36%, pouco acima da taxa de 26% registrada em julho, mas ainda em patamar bastante reduzido. Além disso, as indicações preliminares do Banco Central para setembro sugerem que a taxa de rolagem não será melhor.

6. Internacional

6.1. Há riscos externos, mas não parecem excessivos

A despeito de as incertezas externas permanecerem elevadas, as hipóteses consideradas pela *Tendências* para a economia mundial continuam favoráveis. O cenário de perda significativa de fôlego da atual retomada do crescimento mundial ainda não é considerado o mais provável, uma vez que se atribui baixa probabilidade aos riscos potenciais.

Há muita preocupação com relação à sustentação da retomada do crescimento na economia norte-americana. Um argumento comum nesta direção é que a bolha de investimentos observada nos últimos anos da década de 1990 ainda não teria sido totalmente digerida, implicando elevada capacidade ociosa na economia. Neste caso, os novos investimentos poderiam ser inibidos. Outro argumento é que a força do consumo pode não se mostrar tão vigorosa por conta (a) de um baixo patamar da poupança pessoal (% da poupança em relação à renda disponível), que saiu de um nível de 7% no início dos anos

1990 para 0,6% em meados de 2004, e (b) da redução dos benefícios fiscais programados para 2005.

Pela visão da *Tendências*, o impulso fiscal, cambial e, principalmente, monetário combinasse a um quadro de forte crescimento da produtividade nos Estados Unidos, o que faz com que seja pouco provável um cenário de perda de fôlego significativa do crescimento. A produtividade mantém um crescimento anual próximo a 5% e os investimentos privados, principalmente em equipamentos e tecnologia, têm se mantido robustos, com taxas anuais de crescimento próximas a 16%. Com isso, aumenta a probabilidade de a produtividade continuar crescendo a taxas elevadas, evitando tensões inflacionárias e pressões sobre a política monetária. Além disso, o Congresso norte-americano já aprovou a legislação que irá estender a concessão de benefícios fiscais às famílias, encerrando o temor de que uma eventual redução da renda disponível em 2005 gerasse



impactos negativos sobre o consumo.

Este quadro já parece suficiente para rejeitar a hipótese de que a economia irá amargar um período de baixo crescimento por estar ainda digerindo o *boom* de investimentos

da década de 1990. Mas, apesar de positivo, o cenário é ameaçado por dois riscos principais: (a) a capacidade de financiamento dos déficits gêmeos norte-americanos e (b) o comportamento dos preços do petróleo.

6.1.1. Déficits Gêmeos

Além de o próprio crescimento do déficit externo gerar uma preocupação em si, o aumento do déficit fiscal nos Estados Unidos pode conduzir a um problema de confiança do investidor, complicando ainda mais a capacidade de financiamento externo da economia norte-americana. Ademais, considerando que os principais financiadores dos déficits têm sido os bancos centrais asiáticos, o problema de financiamento está diretamente ligado à condução da política cambial nestes países. De forma geral, portanto, dois gatilhos devem ser considerados para se discutir a questão: a gestão fiscal e a política cambial praticada na Ásia.

A não reversão da trajetória de deterioração fiscal observada na gestão Bush pode convencer os agentes de que o governo não terá como evitar uma trajetória de contínua deterioração fiscal. De fato, além do corte de impostos e aumento de despesas correntes, há problemas estruturais como a aposentadoria dos *baby-boomers*, a partir de 2008, e os gastos com a previdência e planos de assistência médica - caso não haja reversão, algumas estimativas indicam que estas despesas podem alcançar 14% do PIB em 2030. Neste caso, a necessidade de financiamento do governo tenderia a impactar os juros futuros e, conseqüentemente, causar o *crowding-out* dos investimentos privados, com impactos importantes sobre o crescimento.

Este quadro poderá ser agravado caso os países asiáticos optem por flexibilizar a política cambial e permitam uma apreciação cambial mais acelerada. Assim, não apenas o déficit

fiscal norte-americano elevaria a oferta de títulos públicos, mas a menor acumulação de reservas pelos asiáticos, reflexo da apreciação das moedas, reduziria a demanda por tais títulos, pressionando os juros e, deste modo, o crescimento mundial.

No curto prazo, no entanto, ainda que o déficit externo seja crescente, o diferencial de juros a favor dos Estados Unidos e a contínua acumulação de reservas em dólares pelos asiáticos deverão permitir a continuidade do financiamento. Não parece razoável trabalhar com a hipótese de mudança da política cambial na Ásia, na medida em que isto poderia comprometer um crescimento baseado principalmente nas exportações. No Japão, uma apreciação do iene significaria aprofundar ainda mais o processo de deflação, especialmente em um momento em que a economia está tentando superar o longo processo recessivo. Como as exportações sustentam de modo importante a atual retomada econômica, e dado que as dúvidas sobre a sustentabilidade do crescimento ainda permanecem, uma alteração mais importante na política cambial japonesa mostra-se pouco provável. Na China, da mesma forma, além da necessidade política de se manter taxas mais elevadas de crescimento sustentadas pela exportação e pelos investimentos diretos estrangeiros, uma mudança cambial poderia abalar ainda mais o já debilitado sistema bancário. O cenário provável, com isso, continua sendo o de *soft landing*, com a economia chinesa crescendo a taxas médias de 7% a 8% nos próximos anos.



6.1.2. Petróleo

Além dos riscos relacionados aos déficits gêmeos nos Estados Unidos, o petróleo e as tensões no Oriente Médio colocam-se como ameaças importantes ao cenário. Ainda que o balanço de oferta e demanda permaneça equilibrado no mercado internacional de petróleo, a contínua tensão geopolítica alimenta as incertezas em relação às condições de oferta futura da *commodity*, minando a confiança na manutenção do crescimento econômico mundial. À luz dos acontecimentos dos últimos meses, cresce a percepção de que a instabilidade presente neste mercado pode continuar, elevando tanto o patamar de preços quanto sua volatilidade. Neste caso, a mudança de preços relativos provocada pelo petróleo tem o poder de reduzir o consumo e as exportações líquidas, deslocando, com isso, a demanda agregada da economia norte-americana.

O risco deste cenário está justamente em fazer com que o crescimento das incertezas geopolíticas por um lado, e o menor ritmo de

crescimento econômico de outro, impliquem aumento da aversão ao risco dos investidores, penalizando os fluxos de capitais para os mercados emergentes. Note-se, no entanto, que ainda que as turbulências preocupem, parece igualmente arriscado atribuir probabilidades elevadas a cenários em que os preços mantenham-se permanentemente descolados dos fundamentos do mercado. Neste sentido, optou-se por manter um quadro de convergência dos preços internacionais, com impactos controlados sobre o crescimento mundial.

Deste modo, as hipóteses consideradas nos cenários indicam que, a despeito de todas as incertezas internacionais presentes, principalmente no que se refere às condições de financiamento externo e ao comportamento do petróleo, há razões fundamentais para se acreditar que os EUA continuarão liderando a expansão econômica mundial, reduzindo a percepção de risco em relação aos emergentes e, portanto, mantendo o otimismo com os fluxos de capitais para o País.

7. Informe setorial

7.1. Petróleo: recuo dos preços depende da solução de fatores pontuais

Em setembro, o preço do petróleo no mercado internacional voltou a registrar altas históricas. Desta forma, mantemos nossa visão de que uma queda mais acentuada dos preços depende da resolução de fatores pontuais, uma vez que a relação entre oferta e demanda está bastante equilibrada, não justificando o temor de uma crise de desabastecimento. Nossa projeção para o próximo ano é de uma cotação média para o petróleo do tipo Brent de cerca de US\$ 35,00/barril - patamar ainda bastante elevado.

A conjunção de algumas notícias pessimistas

- tensões no Oriente Médio, problemas com rebeldes na Nigéria, paralisação da atividade de plataformas e refinarias no Golfo do México, provocada pela passagem de furacões e tempestades tropicais na região, além das incertezas sobre o futuro da petrolífera russa Yukos - ampliou ainda mais o temor de uma crise de desabastecimento no setor. A piora do cenário reverteu-se em uma forte elevação das cotações, que chegaram a bater os US\$ 50,00/barril na Nymex.

Porém, vale ressaltar que muitos destes pontos de tensão devem ter alguma resolução



no curto prazo, à exceção da situação no Oriente Médio, onde a imprevisibilidade sobre as ofensivas dos rebeldes iraquianos e a possibilidade de contaminação das ações terroristas para os demais países produtores deve se manter por um prazo mais longo.

De qualquer forma, é esperada para as próximas semanas uma normalização das operações das plataformas e refinarias do Golfo do México. Alguma melhora já foi observada na última semana com a divulgação de dados positivos para as reservas de petróleo e derivados dos Estados Unidos. No tocante aos estoques de petróleo, após amargar fortes reduções, houve uma elevação de 3,4 milhões de barris na terceira semana de setembro, trazendo os mesmos de volta a níveis confortáveis. Além disso, as reservas de derivados têm apresentado um comportamento bastante positivo, com destaque para as de destilados - cujo pico de consumo ocorre no período de inverno -, que têm se mantido em patamar bastante elevado.

No tocante ao consumo mundial, o último relatório da International Energy Agency (IEA) não apontou nenhuma alteração significativa em seu comportamento. A expectativa da IEA para 2004 aponta, inclusive, para um cenário confortável, com uma demanda de 82,2 milhões de barris diários (b/d) e uma produção de 82,8 milhões de b/d. Para o próximo ano, a agência trabalha com um cenário de consumo em torno de 83,9 milhões de b/d e de oferta de 84,3 milhões de b/d. Assim, a existência de um excedente de petróleo no mercado global indica que não há sinais de desequilíbrio no balanço de suprimentos da *commodity*, o que descarta a possibilidade de desabastecimento.

Deste modo, o recuo dos preços depende, primordialmente, de uma melhora marginal da situação no Oriente Médio. Assim, mantemos nossa projeção para 2005 de um preço médio do barril do tipo Brent datado em US\$ 35,00, o que representa uma redução de cerca de 4,0% ante a nossa expectativa para este ano.



8. Dados básicos e projeções anuais

Atualizada em 30/09/2004.

	2001	2002	2003	2004	2005
PIB					
PIB nominal (US\$ bilhões)	510,4	456,2	506,0	573,5	605,3
População (mil)	172.386	174.633	176.876	179.114	181.341
PIB per capita (US\$)	2.961	2.612	2.861	3.202	3.283
PIB VA pm - crescimento real	1,3%	1,9%	-0,2%	4,0%	3,4%
Agropecuária	5,8%	5,5%	5,0%	6,4%	4,9%
Indústria	-0,5%	2,6%	-1,0%	5,2%	3,7%
Serviços	1,8%	1,6%	-0,1%	2,8%	2,9%
Investimento (% do PIB)	19,5%	18,3%	17,6%	18,8%	20,0%
Preços					
IPCA (IBGE)	7,7%	12,5%	9,3%	6,1%	5,3%
IPC-Fipe	7,2%	9,9%	8,2%	6,1%	5,3%
IGP-M (FGV)	10,4%	25,3%	8,7%	7,8%	7,0%
IPA-M (FGV)	11,9%	33,6%	7,6%	8,9%	7,9%
IPC-M (FGV)	7,7%	11,9%	9,3%	5,8%	5,8%
Emprego e Salários					
Taxa de desemprego (30 dias - IBGE)	6,8%	7,9%	9,2%	9,6%	9,4%
Setor Público					
Déficit nominal (% do PIB)	5,2%	10,3%	3,7%	4,0%	1,8%
Resultado Primário (% do PIB)	3,7%	3,9%	4,3%	4,3%	4,0%
Juros nominais (% do PIB)	8,9%	14,2%	8,0%	8,3%	5,8%
Dívida Liq. do Setor Público (% do PIB)	53,3%	55,5%	58,1%	56,8%	54,0%
Câmbio e Juros					
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,3204	3,5333	2,8892	3,12	3,31
Taxa de câmbio	18,7%	52,3%	-18,2%	6,0%	6,0%
Juros nominais (média anual)	17,3%	19,1%	23,3%	16,4%	14,0%
Juros reais em dólar	-1,1%	-21,8%	50,8%	6,9%	7,6%
Juros reais (deflator: IPCA)	9,0%	5,8%	12,8%	8,8%	8,3%
Balanco de Pagamentos					
Exportações (US\$ bilhões)	58,2	60,1	73,1	82,4	88,5
Importações (US\$ bilhões)	55,6	47,0	48,3	58,2	60,3
Balança Comercial (US\$ bi)	2,7	13,1	24,8	24,2	28,3
Conta Corrente (US\$ bi)	-23,2	-7,7	4,1	1,3	2,6
Conta Corrente (% PIB)	-4,6%	-1,7%	0,8%	0,2%	0,4%
Conta Capital e Financeira (US\$ bi)	27,9	8,9	5,5	3,7	7,6
Reservas Internacionais (liquidez internac. US\$ bi)	35,9	37,8	49,3	54,2	49,2