



13 de janeiro de 2004
005/2004-DG

COMUNICADO EXTERNO

Membros de Compensação, Corretoras Associadas e Operadores Especiais

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



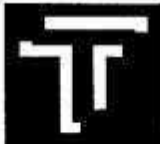
Edemir Pinto
Diretor Geral

Bolsa de Mercadorias & Futuros

Praça Antonio Prado, 48 - Telefone: 3119-2000 - CEP 01010-901 - São Paulo - SP
Caixa Postal, 4275 - São Paulo - Capital - CEP 01061-970

CONJUNTURA ECONÔMICA MENSAL

Janeiro / 2004



Índice

Sumário Executivo _____	02
1. Situação política e reformas _____	03
1.1. Aprovação das reformas no Senado custa caro ao governo _____	03
1.2. Reforma ministerial será destaque em janeiro _____	04
2. Nível de atividade e emprego _____	05
2.1. Indústria fecha 2003 em expansão e com queda de estoques _____	05
3. Juros, câmbio e inflação _____	06
3.1. Otimismo sustenta-se em dezembro _____	06
3.2. Aspectos pontuais pressionarão inflação em janeiro _____	07
4. Finanças públicas _____	08
4.1. Meta fiscal será cumprida mesmo com déficit de R\$ 5,2 bi em dezembro _____	08
4.2. Poderá ocorrer novo aumento da dívida/PIB em função da revisão do PIB _____	09
5. Setor externo _____	10
5.1. Conversões de dívida elevam montante de investimento direto estrangeiro _____	10
6. Internacional _____	11
6.1. EUA: Crescimento sem inflação deve permitir consolidação do processo de retomada _____	11
7. Informe setorial _____	12
7.1. Novo modelo do setor elétrico não garante condições para atrair investimentos _____	12
8. Dados básicos e projeções anuais _____	14

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

Análise econômica e política
ALESSANDRA RIBEIRO
CHRISTOPHER GARMAN
FERNANDO MONTERO
JUAN PEDRO JENSEN
JULIO CALLEGARI
MARCELA PRADA
MARISTELLA ANSANELLI

Análise setorial
ADRIANO PITOLI
AMARYLLIS ROMANO
FABIANA FANTONI
SERGIO CONTI

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

Estagiários
ANA PAULA ALMEIDA
BRUNO OLIVA
CARLOS SHIRATORI
CLAUDIA OSHIRO
LILIAN FUJIIY

Comunicação
ALCIDES FERREIRA
aferreira@tendencias.com.br

Coordenação editorial
LUCIANA DIAS DE MORAES
luciana@tendencias.com.br

Edição e revisão
BENEDITO SVERBERI
CLARA SETOGUCHI

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) 3864-9022
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

Dezembro foi mais um mês positivo para os preços dos ativos brasileiros, tanto por conta da melhora de expectativas com a trajetória de crescimento mundial quanto pela consolidação do cenário doméstico favorável. A bolsa brasileira atingiu os 22.000 pontos e o prêmio de risco do País já opera abaixo dos 500 pontos-base.

As expectativas positivas para a recuperação da economia norte-americana têm beneficiado os países emergentes em geral, e o Brasil em particular, permitindo a forte queda do prêmio de risco dos últimos meses, que se refletiu também na melhora de perspectiva na avaliação da agência de risco Standard & Poor's sobre o desempenho da economia brasileira.

No mercado de câmbio, os impactos da queda do prêmio de risco se fizeram sentir na melhora das condições de financiamento do setor privado no exterior. Dezembro foi marcado por elevado volume de emissões externas, com prazos mais longos e custos mais baixos.

No mercado de juros, a decisão da última reunião do Copom do ano sinalizou maior conservadorismo do Banco Central, reduzindo a euforia com relação à trajetória da taxa básica nos próximos meses. A Ata do Copom também apontou maior conservadorismo. Vale ressaltar que um maior gradualismo não deve impedir novos cortes na taxa Selic, mas somente reduzir o ritmo de queda dos juros básicos.

No campo da inflação, deverá ocorrer uma elevação em janeiro, mas isso decorrerá de fatores pontuais e não deve gerar grandes preocupações. No início do ano os preços de alimentos, em especial produtos *in natura*, costumam subir e causar uma pressão temporária na inflação. Os preços relacionados à educação também sobem por conta das matrículas escolares. Os preços dos cigarros sofreram novos reajustes ao longo de dezembro, que terão impacto na inflação de janeiro. Também

estão previstos reajustes em diversas tarifas.

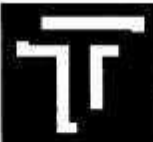
A atividade econômica tende a continuar em recuperação, liderada pelo movimento de retomada da indústria. Apesar de o consumo estar crescendo menos que a produção, as evidências não apontam novos acúmulos de estoques nos indicadores ajustados por sazonalidade. Ao contrário, o que se vê são quedas dos estoques, o que se explica pelo baixo patamar da produção em meados do ano.

O crescimento da economia internacional e a elevação dos preços internacionais de commodities estão permitindo um bom desempenho exportador, a despeito da apreciação do câmbio real nos últimos meses. O superávit comercial surpreendeu outra vez em dezembro, permitindo que o saldo do ano superasse os US\$ 24,5 bilhões. Diante do excelente resultado do saldo comercial em dezembro, espera-se um superávit em transações correntes da ordem de US\$ 600 milhões para o último mês do ano. Isso fará com que o superávit em conta corrente em 2003 aproxime-se de US\$ 4,5 bilhões, ou seja, quase 1% do PIB. O bom desempenho exportador deve continuar no início de 2004.

No campo político, após a aprovação das reformas tributária e previdenciária, que tanto custaram ao governo federal, as atenções devem se voltar para a questão da reforma ministerial. Em linhas gerais, a reforma ministerial não deve ser tão abrangente como se pensava há mais de um mês, mas o objetivo central, que é incluir o PMDB na base governista, deve ser cumprido.

Neste mês, o relatório setorial discute o novo modelo do setor elétrico apresentado pelo governo em meados de dezembro. O novo modelo ainda parece excessivamente concentrador e estatizante, razão pela qual não garante a realização dos investimentos necessários à expansão do setor nos próximos anos.

Relatório elaborado com informações disponíveis até 30/12/2003



1. Situação política e reformas

1.1. Aprovação das reformas no Senado custa caro ao governo

No final de 2003, a principal preocupação do governo foi concluir tanto a reforma da previdência quanto a tributária. A não-aprovação de qualquer uma das duas seria vista como uma derrota política, mas, fiscalmente, o custo maior certamente estaria na reforma tributária. Se ela não fosse aprovada até o final deste ano, o governo perderia algo em torno de R\$ 6 bilhões de arrecadação do CPMF. Embora ambas as reformas tenham sido aprovadas, o governo acabou pagando um preço razoavelmente alto.

Na reforma tributária, o governo teve que ceder em dois sentidos aos partidos de oposição e ao PMDB. Em primeiro lugar, as lideranças da base aliada acabaram aceitando o teor do substitutivo do senador Tasso Jereissati (PSDB-CE), que encaminhou a reforma em três "etapas". Destaca-se que pouco foi promulgado em 2003. Além da renovação da CPMF e da DRU, o governo conseguiu promulgar compensações fiscais para os Estados, a possibilidade de transferir a contribuição patronal da folha para o valor adicionado, e o Super Simples. Toda a reforma que diz respeito ao ICMS terá que voltar para a Câmara dos Deputados.

Em segundo lugar, o governo teve que pagar um preço fiscal mais alto que esperado com relação a transferências para os Estados e municípios. Além de transferir 25% da arrecadação da Cide, e encaminhar o fundo de compensação aos Estados pela desoneração das exportações, o governo teve que aumentar o Fundo de Participação Municipal (FPM). Essa concessão foi feita principalmente por causa das demandas do PMDB, que tem uma forte base municipalista.

Na reforma da previdência, o governo teve

que ceder no sentido de encaminhar uma emenda paralela a sua proposta original que introduz uma série de ressalvas. A medida que provoca maior redução dos ganhos fiscais relacionados à reforma é o relaxamento das regras de aposentadoria dos servidores na ativa. Com a mudança na emenda paralela, os servidores na ativa podem se aposentar antes dos 60 anos, caso tenham cumprido 25 anos no serviço público e 35 anos de contribuição.

Fora as atividades do Congresso, o Diretório Nacional do PT decidiu expulsar quatro parlamentares dissidentes, algo necessário por uma série de razões. Em primeiro lugar, a cúpula do PT precisava mandar um sinal muito claro para as alas mais de esquerda do partido. Ao expulsar uma figura tão popular como a senadora Heloísa Helena (AL), a cúpula do partido mostra estar disposta a se desgastar politicamente a fim de manter a disciplina partidária. Conseqüentemente, a cúpula do PT diminui a possibilidade de que alas dissidentes do partido constituam uma fonte de desgaste permanente em relação à política econômica do governo Lula e sua agenda de reformas, algo que poderia comprometer esta agenda em 2004.

Em segundo lugar, esta decisão revela que as lideranças do PT estão construindo uma nova base de sustentação eleitoral para o partido. Uma vez que a cúpula decide quebrar as teses defendidas pelas alas mais de esquerda do PT e indica que o partido não conviverá com uma oposição interna desse gênero, o próximo passo será consolidar a sustentação do eleitorado mais de centro. Não é por acaso que o PT visa superar a marca de um milhão de filiados e sinaliza que irá se esforçar para aumentar o número de pequenos e médios municípios controlados pelo partido em 2004.



1.2. Reforma ministerial será destaque em janeiro

Com o Congresso em recesso, o principal foco de atenções no início de janeiro deve ser as discussões ao redor da reforma ministerial. O governo ainda não definiu uma data, mas a reforma deve ocorrer na primeira metade de janeiro. Em linhas gerais, a reforma ministerial não deve ser tão abrangente como se pensava há mais de um mês, mas o objetivo central, que é incluir o PMDB na base governista, deve ser cumprido. O cenário mais provável é de que o PMDB assuma dois ministérios, sendo um deles para o líder do partido na Câmara dos Deputados, Eunício de Oliveira (PMDB-CE), e o outro para um senador do partido. Além da incorporação do PMDB, é possível que o PTB ganhe maior espaço. Vale lembrar que desde a posse do presidente, o PTB mais que dobrou sua bancada no Congresso, substituindo o PL como o principal partido de centro que abrigou deputados de outros partidos. Conseqüentemente, ao lado do PMDB, o PTB transformou-se no mais importante aliado do governo na Câmara dos Deputados.

Dentro da seara petista, ou dos ministros que fazem parte da quota pessoal do presidente, deve haver mudanças marginais. A principal dúvida diz respeito à presidência do BNDES, que está com Carlos Lessa. A posição de Lessa deve-se muito mais a sua proximidade histórica com o PT e sua relação pessoal com a cúpula do partido do que a uma motivação estritamente política. Conseqüentemente, é difícil avaliar as chances de ele sair. Devido ao desgaste que sua gestão vem gerando, no entanto, sua saída permanece possível.

A principal fonte de incerteza no início do mês são as Ações Diretas de Inconstitucionalidade (Adins) encaminhadas ao Supremo contra a MP que definiu o modelo do setor elétrico. Tanto o PSDB como o PFL entraram com Adins. Existe uma boa chance de o Supremo derrubar a MP editada pelo governo, por duas razões. A primeira

é que o despacho de Gilmar Mendes em dezembro deixou claro que o pedido do PSDB tem precedente. Além disso, ele demonstrou uma certa preocupação com a possibilidade de o governo impor mudanças que venham a ser irreversíveis na prática. Devido à reputação constitucionalista de Mendes, sua opinião pode servir como um indicador futuro de como o plenário do Supremo julgará a questão. Em segundo lugar, deve-se lembrar que o ministro de plantão que julgará a Adin no recesso do Supremo é o ministro Maurício Corrêa, que vem travando uma disputa política com o governo Lula. Em suma, com bases jurídicas, e motivação política, Corrêa pode muito bem ceder uma liminar que suspenda a MP do setor de energia. Nesse caso, o setor ficará marcado por uma indefinição até que o Supremo saia do recesso em fevereiro e possa julgar a Adin em plenário.

A partir de 15 de janeiro o governo provavelmente convocará o Congresso de forma extraordinária. Apesar de o governo ter se desgastado com essa decisão, é importante reconhecer os ganhos relacionados a essa convocação. De um lado, o governo mantém os acordos firmados no Senado e evita um impasse na reta final de votações no Congresso. Mais importante ainda, o Congresso pode acabar avançando em uma agenda legislativa pesada do primeiro semestre do ano que vem. Na agenda legislativa para 2004, podemos incluir: a PPP, a MP do setor de energia, o projeto de lei do marco regulatório, a emenda paralela da reforma da previdência, a votação da reforma tributária na Câmara dos Deputados, o projeto de autonomia do Banco Central, e as reformas política e do judiciário. Levando em consideração que 2004 será um ano eleitoral, é melhor para o governo encaminhar o mais cedo possível essa agenda durante a convocação extraordinária. Mesmo que a convocação não seja marcada por votações em plenário, no mínimo, essas matérias podem avançar em comissão.



2. Nível de atividade e emprego

2.1. Indústria fecha 2003 em expansão e com queda de estoques

Em dezembro, o IBGE divulgou a produção industrial de outubro, que recuou 0,5% em relação a setembro no dado dessazonalizado. Este resultado levantou dúvidas sobre a recuperação da economia brasileira. Na nossa opinião, apesar da queda, o resultado de outubro pode ser considerado bom, pois mostrou que o patamar alcançado em setembro (um crescimento industrial de 4,1%) não foi um ponto fora da curva. Assim, em outubro a produção está em um patamar 6,6% acima do de junho. Deste modo, mesmo que a indústria não cresça nos próximos dois meses, a produção do quarto trimestre estará 2,8% acima da produção do terceiro semestre.

Por categorias de uso, a produção de bens de capital apresentou nova alta, de 3,8% em relação a setembro. Esta categoria já apresenta um crescimento acumulado de 15,5% desde junho. As outras categorias também apresentaram altas (menores) ou estabilidade. A categoria de bens de consumo duráveis cresceu 1,8%, a de bens intermediários, 0,3% e a de bens de consumo semi e não-duráveis apresentou estabilidade. Apesar do desempenho positivo para todas as categorias de uso, houve queda do índice agregado. Isto acontece porque o IBGE dessazonaliza, corretamente, as séries individualmente. Assim, a propriedade da aditividade da série original se perde quando trabalhamos com as séries dessazonalizadas.

Na comparação interanual, a indústria cresceu 1,1%. A maior contribuição foi também dos bens de capital, que estão 6,9% acima do patamar do ano passado. Vale lembrar que este grupo tem baixa base de comparação, pois foi o mais prejudicado em função das

incertezas para 2003. Com relação aos outros grupos, os bens de consumo duráveis cresceram 2,5% e os bens intermediários, 1,7%. O único grupo a apresentar queda nesta comparação foi o de bens de consumo semi e não duráveis, com queda de 3,8%.

De qualquer forma, o resultado de outubro pode ser considerado bom porque confirmou a sustentabilidade do patamar de setembro e registrou nova alta nos bens de capital, categoria importante para o crescimento de médio e longo prazo.

Para o dado de novembro, os indicadores antecedentes mostram que a produção industrial deve apresentar nova alta. Os modelos utilizados pela Tendências indicam que a produção deve apresentar alta próxima a 1,5% em relação a novembro de 2002. Esta taxa representa um crescimento em relação a outubro, no dado dessazonalizado, de 1,6%. Este resultado, portanto, confirmará que a queda de 0,5% registrada em outubro foi pontual e que a trajetória da produção industrial é de crescimento.

Com relação ao ciclo dos estoques, apesar de o consumo estar crescendo menos que a produção, as evidências não apontam novos acúmulos de estoques nos indicadores ajustados por sazonalidade. Ao contrário, o que se vê são quedas dos estoques. A explicação é que a economia, mesmo partindo de um elevado nível de estoques em julho, conseguiu expandir a produção em um ritmo maior do que qualquer indicador de consumo final e ao mesmo tempo reduzir os estoques. Assim, a produção tinha espaço para crescer, e por continuar em nível abaixo das vendas finais, a desova de estoques prosseguiu.



3. Juros, câmbio e inflação

3.1. Otimismo sustenta-se em dezembro

Dezembro foi mais um mês positivo para os preços dos ativos brasileiros, tanto por conta da melhora de expectativas com a trajetória de crescimento mundial quanto pela consolidação do cenário doméstico favorável. A bolsa brasileira atingiu os 22.000 pontos e o prêmio de risco do País já opera abaixo dos 500 pontos-base.

As expectativas positivas para a recuperação da economia norte-americana têm beneficiado os países emergentes em geral, e o Brasil em particular, permitindo a forte queda do prêmio de risco dos últimos meses, que se refletiu também na melhora de perspectiva na avaliação da agência de risco S&P sobre o desempenho da economia brasileira.

No mercado de câmbio, os impactos da queda do prêmio de risco se fizeram sentir na melhora das condições de financiamento do setor privado no exterior. Dezembro foi marcado por elevado volume de emissões externas, com prazos mais longos e custos mais baixos.

No mercado de juros, a decisão da última reunião do Copom do ano sinalizou maior conservadorismo do Banco Central, reduzindo a euforia com relação à trajetória da taxa básica nos próximos meses. Vale ressaltar que maior gradualismo não deve impedir novos cortes na taxa Selic, mas somente reduzir o ritmo de queda dos juros básicos.

3.1.1. Juros

O Banco Central não surpreendeu com a decisão de queda de 100 pontos na Selic na reunião do Copom de dezembro, mas deu sinais de conservadorismo, o que foi recebido pelos mercados com aumento da cautela. A taxa do contrato futuro de juros de um ano, que havia recuado a 15,5% antes da decisão do Copom, encerrou o mês próximo a 16,0%.

Na ata da reunião, o BC mostrou-se tranquilo

com relação ao cenário contemporâneo, mas o documento traz algumas preocupações de médio prazo.

Considerando o cenário contemporâneo, a inflação continua em patamares baixos, mostrando uma convergência em direção às metas. A atividade econômica continua em recuperação, maior na indústria do que no consumo, mas ambos vêm apresentando recuperação consistente. Outro ponto positivo é a retomada dos investimentos. Este cenário é bastante parecido com o divulgado em atas anteriores.

Já as preocupações de médio prazo dizem respeito às defasagens temporais entre a política monetária e seus efeitos sobre atividade, e desta sobre a inflação. O BC destaca que boa parte dos impactos da redução de dez pontos percentuais dos juros ainda não se refletiu na atividade (pelo modelo do BC estimado pela Tendências, esta defasagem é de um trimestre). Do mesmo modo, a recuperação já ocorrida ainda não teve impacto na inflação (pelo modelo, esta defasagem também é de um trimestre).

Assim, o BC entende que a preservação dos ganhos no combate à inflação e no processo de retomada econômica “requer que a flexibilização adicional da política monetária seja conduzida de forma parcimoniosa”.

Com relação ao cenário externo, o BC estima que em algum momento do segundo semestre o Fed pode elevar os juros. Esta elevação não deve ser de magnitude suficiente para abortar o processo de recuperação da economia americana e mundial, e nem para afetar a liquidez internacional. De qualquer forma, mesmo que ocorra uma piora do cenário internacional, o Brasil está hoje em melhores condições para enfrentar as turbulências do mercado externo.

A ata mostra que o Banco Central está mais confiante nos cenários, o que o levou a uma percepção de menores riscos no processo de



afrouxamento monetário. Os sinais são de um novo corte no próximo Copom, ainda dentro de uma estratégia gradualista.

3.1.2. Inflação

Em dezembro, a inflação ao consumidor apresentou um comportamento altista. De acordo com o resultado do IPCA-15 de dezembro, a inflação ao consumidor passou de 0,34% no fechamento de novembro para 0,46%. Apesar desta alta, permanece a avaliação de que a inflação segue comportada, e esta não deve ser considerada uma piora no cenário. Isso porque, as pressões responsáveis por essa elevação (não só da inflação cheia como também dos núcleos) são temporárias. Os preços livres foram pressionados, principalmente, pela sazonalidade do final de ano e pelo aumento nos preços de cigarros (3,53%). No atacado, os preços agrícolas continuam apresentando alta fraca, 0,25%, ante 0,17% em novembro, o que significa que não deve haver pressões de alta forte por parte dos alimentos à inflação ao consumidor.

No resultado do IPCA-15 em dezembro, os núcleos também apresentaram elevação. O núcleo por exclusão de preços administrados e de alimentos subiu de 0,38% no fechamento de novembro para 0,55%. O núcleo por médias aparadas com suavização passou de 0,56% para 0,62% e este mesmo núcleo, calculado sem suavização, passou de 0,31% para 0,46% na mesma comparação.

Neste resultado, houve intensificação na alta dos preços livres de 0,33% para 0,44%, e as principais contribuições para este movimento vieram do aumento no preço de cigarros (3,53%) e empregado doméstico (0,70%), com impacto de 0,09 ponto percentual. A taxa de variação dos preços administrados também subiu, de 0,36% para 0,51%, puxada, sobretudo pelo fim da redução dos preços dos combustíveis. Adicionalmente, reajustes em tarifas de ônibus (1,08%) e o impacto ainda forte do reajuste em preço de loteria (26,14%) contribuíram significativamente neste resultado do IPCA-15, com impacto de 0,09 ponto percentual na inflação.

A segunda prévia do IGP-M de dezembro (0,46%) ficou um pouco abaixo do resultado da segunda prévia de novembro (0,38%). Neste mês, destacou-se o impacto de 0,08 ponto percentual decorrente de dissídios salariais na construção civil. A taxa de variação do IPA encontra-se estável em comparação a novembro (0,44%). O IPA agrícola seguiu comportado. A variação do IPA industrial se manteve no mesmo patamar de novembro (0,52%), mas com destaque para a alta do núcleo, de 0,44% para 0,58%, após a desaceleração verificada na primeira prévia. Ainda assim, o nível atingido pelo IPA industrial não é preocupante. O IPC continua em um bom patamar (0,30%), mesmo com o impacto de 0,09 ponto percentual dos reajustes em loterias, o que é um resultado bem positivo, que mostra que a inflação ao consumidor segue controlada.

3.2. Aspectos pontuais pressionarão inflação em janeiro

Em janeiro a inflação deverá subir por conta de pressões sazonais e reajustes de tarifas. No início do ano os preços de alimentos, em especial produtos *in natura*, costumam subir e causar uma pressão temporária na inflação. Os preços relacionados à educação também sobem por conta das matrículas escolares. Os preços dos cigarros sofreram novos reajustes ao longo de dezembro, que terão impacto na inflação de janeiro. Também estão previstos reajustes em

Quadro: últimos resultados dos principais índices de inflação

	2003*	2004*	Dez/03	Jan/04
IPCA (IBGE)	9,2%	6,0%	0,45%*	0,6%*
IPC (FIPE)	8,1%	6,0%	0,35%*	0,5%*
IPC-M (FGV)	9,3%	6,0%	0,40%	0,6%*
IGP-M (FGV)	8,6%	6,7%	0,55%	0,6%*

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



diversas tarifas. Os reajustes nas tarifas de energia elétrica no RJ (Cerj) e Curitiba (Copel) terão impacto significativo no IPCA. Além disso, é provável que ocorram reajustes em tarifas de transporte público como no ano

passado, a serem ainda confirmados. Desse modo, como a alta da inflação ocorrerá por conta de pressões temporárias, não deve ser interpretada como uma piora no processo inflacionário.

4. Finanças públicas

4.1. Meta fiscal será cumprida mesmo com déficit de R\$ 5,2 bi em dezembro

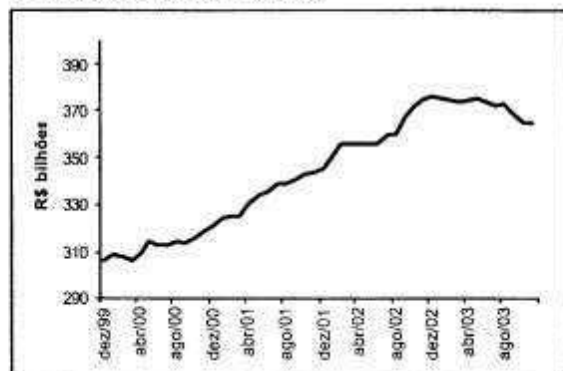
4.1.1. Governo Central sustentou ajuste baseado em corte real de despesas

O governo central registrou um superávit primário de R\$ 2,2 bilhões em novembro, elevando o acumulado no ano para R\$ 46 bilhões. Em dezembro o governo central registrará déficit elevado (próximo a R\$ 5 bilhões), mas, ainda assim, irá cumprir com grande folga sua meta (superávit primário equivalente a 2,45% do PIB). O mais notável no resultado do governo central é que ele se baseou durante todo o ano no ajuste real das despesas. Em que pese o melhor desempenho da arrecadação nos últimos meses, o fato é que as receitas reais do Tesouro Nacional não cresceram em 2003 (figura 1).

Em novembro, assim como vinha sendo verificado desde o início do ano, o ajuste real das despesas fundamentou o superávit primário do governo central. No acumulado dos últimos doze meses findos em novembro, as despesas reais na rubrica OCC (outras despesas de custeio e capital) já haviam retrocedido ao mesmo patamar do início de 2001. Nos últimos 12 meses houve uma queda real de R\$ 10 bilhões na rubrica OCC, que concentra os gastos discricionários do governo (figura 2).

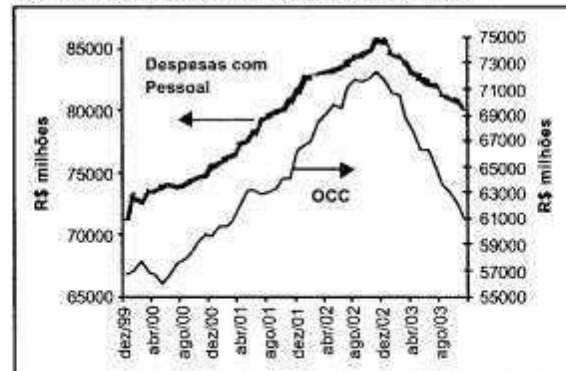
Também as despesas com pessoal, com tendência crescente desde o início do Plano Real, em especial por conta do pagamento de inativos, passaram por um ajuste importante em 2003. É verdade que, nesse caso, houve

Figura 1: Receitas reais do Tesouro Nacional (acumulado 12 meses deflacionado pelo IPCA)

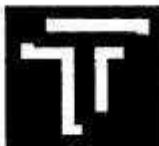


Fonte: Secretaria do Tesouro e IBGE (elaboração Tendências)

Figura 2: Despesas com pessoal, custeio e capital (acumulado 12 meses deflacionado pelo IPCA)



Fonte: Secretaria do Tesouro e IBGE (elaboração Tendências)



uma grande ajuda da inflação, que, combinada ao reajuste nominal pequeno, permitiu o ajuste real nas despesas com pessoal. Nos últimos 12 meses essas despesas apresentaram uma queda próxima a R\$ 5 bilhões. Com uma menor ajuda da inflação e um melhor desempenho da arrecadação, é provável que a trajetória de ajuste real das despesas seja interrompida em 2004.

Note-se que o bom desempenho do governo central é o que está compensando o fraco resultado das estatais federais. De fato, essas empresas voltaram a apresentar um superávit primário bastante positivo em novembro (R\$ 1,9 bilhão), mas como os superávits das estatais durante o ano foram relativamente baixos, o acumulado de janeiro a dezembro limitou-se a R\$ 5,9 bilhões, sendo que a meta para o ano como um todo é R\$ 10,9 bilhões (estabelecida no último decreto orçamentário). Assim, representantes do

governo já reconhecem que as estatais não irão cumprir a meta de superávit primário do ano, que corresponde a 0,70% do PIB.

Com o alto superávit do governo central e a recuperação dos resultados das estatais em novembro, o setor público registrou superávit de R\$ 6,3 bilhões, elevando o superávit acumulado no ano para R\$ 70,3 bilhões. Assim, para cumprir a meta acertada com o FMI (R\$ 65 bilhões), o setor público poderá registrar um déficit de até R\$ 5,2 bilhões.

Usualmente, tanto o governo central quanto os Estados e municípios registram déficit primário em dezembro, por conta principalmente das maiores despesas com pessoal (associada ao pagamento do décimo terceiro salário). Porém, o déficit de dezembro deverá ser inferior a R\$ 5 bilhões, dado que as estatais federais devem voltar a registrar um superávit primário expressivo em dezembro.

4.2. Poderá ocorrer novo aumento da dívida/PIB em função da revisão do PIB

Na divulgação da nota para a imprensa do setor fiscal de novembro, o Banco Central não incorporou os novos números do PIB trimestral divulgados na semana passada pelo IBGE. Com isso, o número da relação dívida líquida/PIB de novembro divulgado na nota do setor fiscal (57,2%) deverá ser alterado em janeiro, quando forem incorporados os números do PIB trimestral divulgados pelo IBGE.

Com efeito, enquanto o IBGE divulgou um número de R\$ 386 bilhões para o PIB nominal do terceiro trimestre de 2003, o Banco Central trabalhou com uma estimativa de R\$ 441 bilhões para o terceiro trimestre. Assim, a dívida líquida de novembro, anunciada em

57,2% do PIB nas contas atuais do Banco Central, deverá elevar-se para cerca de 58% do PIB, quando as estatísticas do IBGE forem devidamente incorporadas nas contas do Banco Central. Isso só não irá ocorrer se o Banco Central incorporar os números do IBGE até o terceiro trimestre, mas, simultaneamente, efetuar uma projeção irrealista (para cima) para os números do PIB do último trimestre. Se isso ocorrer, apenas quando o IBGE divulgar os números oficiais do último trimestre de 2003 (em março de 2004) é que teremos um indicador mais realista da relação dívida/PIB no fechamento de 2003.



5. Setor externo

5.1. Conversões de dívida elevam montante de investimento direto estrangeiro

5.1.1. Transações correntes

Em novembro, o saldo em transações correntes foi negativo em US\$ 136 milhões, o que reduziu o superávit acumulado no ano para US\$ 3,8 bilhões. O resultado foi melhor (menos negativo) do que se esperava, e a razão para isso foi o menor pagamento de juros. Com efeito, o pagamento de juros brutos foi cerca de US\$ 300 milhões abaixo do que o próprio Banco Central previa na nota para a imprensa anterior, sendo que também a projeção para o pagamento de juros em dezembro foi reduzida.

Diante do excelente resultado do saldo comercial em dezembro, espera-se um superávit em transações correntes da ordem de US\$ 600 milhões para o último mês do ano. Isso fará com que o superávit em conta corrente em 2003 aproxime-se de US\$ 4,5 bilhões.

5.1.2. Conta capital e financeira

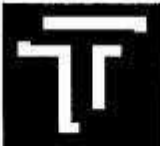
Na conta capital e financeira, o destaque foi o alto ingresso de investimento estrangeiro direto, que atingiu US\$ 2 bilhões em novembro e elevou o ingresso acumulado no ano para US\$ 8,7 bilhões. De fato, já se sabia que o volume de investimento direto estaria inflado em novembro em virtude do elevado montante de “conversões” de dívida em investimento, que naquele mês chegou a US\$ 1,3 bilhão. Note-se que o volume de conversões continuou elevado em 2003 e, assim como em 2002, sustentou o “ingresso” de investimento direto estrangeiro (figura). No acumulado até novembro, as conversões responderam por 52% do total de investimento direto estrangeiro.

Entender o aspecto das conversões de

dívida em investimento é importante para avaliar adequadamente o resultado das rolagens dos vencimentos privados de médio e longo prazo. Assim, em novembro, o ingresso privado de empréstimos e financiamentos de médio e longo prazo correspondeu a 65% do total de vencimentos do período. Isoladamente, o resultado poderia ser visto como negativo, tendo em vista que a baixa taxa de rolagem de médio e longo prazo foi verificada nas diversas categorias do Balanço de Pagamentos, tais como *Notes* e *Commercial Papers*, empréstimos diretos e créditos comerciais.

O fato, contudo, é que parte dos vencimentos de médio e longo prazo, em especial *Bônus*, *Notes* e *Commercial Papers*, foi convertida em investimento direto. Portanto, quando se comparam os ingressos de capitais sob essa rubrica com os pagamentos efetivos para o exterior (e não os vencimentos totais que incluem a parte convertida) chega-se à conclusão que a taxa de rolagem desses vencimentos remetidos (como denominados pelo Banco Central) foi de 304%. Portanto, é essencial qualificar devidamente o fato de que as taxas de rolagens de longo prazo continuaram reduzidas.

Por outro lado, deve-se notar que os capitais de curto prazo, que registravam saídas contínuas, voltaram a apresentar ingresso em novembro. De fato, desde que o cupom em dólar se reduziu fortemente (fim do primeiro trimestre), os capitais de curto prazo para arbitragem foram se esgotando. Note-se, contudo, que não são capitais para arbitragem que estão agora impulsionando o ingresso de capitais de curto prazo. São os créditos comerciais de curto prazo, com ingresso de US\$ 900 milhões, que estão impulsionando o volume total de ingresso desses capitais.



6. Internacional

6.1. EUA: Crescimento sem inflação deve permitir consolidação do processo de retomada

Dezembro foi marcado por forte alta dos mercados acionários norte-americanos. O Dow Jones rompeu os 10.000 pontos e seguiu em alta até superar os 10.300 pontos, acumulando alta superior a 5% no mês. No campo político, a captura de Saddam Hussein merece destaque, mas foram os indicadores no campo econômico que deram sustentação à alta dos preços dos ativos.

O bom humor dos investidores com o cenário de crescimento da economia norte-americana e seus impactos positivos sobre a economia mundial foram alimentados pelos resultados positivos no campo econômico e pelas sinalizações do Fed com relação à condução da política monetária.

O Fed não surpreendeu na última reunião de política monetária do ano, mantendo a taxa básica de juros nos EUA em 1,0% e a sinalização de que a política monetária acomodaticia ainda pode ser mantida por um período considerável de tempo.

Mesmo com os fortes sinais de recuperação da economia norte-americana e o início da retomada do emprego, o Fed sustentou sua postura, sem dar sinais de que pretende iniciar a elevação dos juros no curto prazo. A novidade ficou por conta do tom menos preocupado com um cenário deflacionário, mas que também não deve ser suficiente para uma mudança na trajetória dos juros no curto prazo.

Os indicadores econômicos divulgados no último mês reforçam a visão do Fed, na medida em que sinalizam um cenário de retomada do crescimento, mas sem elevação de preços. Os últimos dados mostram que a lenta recuperação do emprego não tem permitido um aumento das pressões inflacionárias, mas ao mesmo tempo não tem atrapalhado o ritmo de retomada da economia, baseado nos elevados ganhos de produtividade.

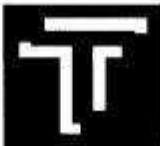
O PIB do terceiro trimestre foi revisado de um

crescimento de 7,2% em relação ao segundo trimestre (em taxa anualizada) para 8,2%. A abertura dos dados do PIB também mostrou uma realidade otimista, pois a revisão para cima deveu-se em grande medida ao crescimento nos investimentos privados, cuja taxa foi revisada de 9,3% para 18,2% no terceiro trimestre, com destaque para os investimentos em tecnologia, que mostraram alta de 18,4% contra o número inicial de 15,4%.

Em relação ao consumo, os resultados das vendas no varejo em novembro refletem o processo de retomada que está em curso. Além disso, as expectativas são de que os bons resultados das vendas em novembro se repitam em dezembro, tanto por conta da melhora, ainda que marginal, das condições do emprego, como pela política de restituição de impostos do governo Bush. A tendência de crescimento das vendas, desta forma, deve continuar positiva, dados os incentivos monetários e fiscais ao aumento do consumo.

No mercado de trabalho, os sinais são de lenta melhora. O relatório de emprego mostrou que a taxa de desemprego registrou queda de 6,0% para 5,9% em novembro e que foram criados 57 mil novos empregos. Apesar de o relatório ter sido positivo, os agentes não mostraram boa receptividade aos números, já que o resultado esperado para o dado de novos empregos era praticamente três vezes maior que o efetivamente apresentado.

Mas, de qualquer forma, deve-se entender a trajetória do emprego como positiva. Primeiro porque a taxa de desemprego já mostrou recuo significativo desde junho, quando atingiu o pico de 6,4%, e segundo, porque por quatro meses consecutivos, a economia americana vem adicionando novos postos de trabalho à folha de pagamentos.



Vale apontar que nos primeiros seis meses deste ano a economia teve uma perda de 295 mil postos de trabalho, enquanto nos últimos cinco meses, de julho a novembro, já gerou 271 mil novos empregos. Contando com dezembro, a economia americana deve encerrar 2003 com leve saldo positivo neste quesito, diferentemente de 2002, quando teve uma perda de 463 mil postos de trabalho. Considerando que a economia começou a emitir sinais mais robustos de retomada somente a partir do segundo trimestre, a resposta em termos de empregos pode ser considerada otimista.

Além dos indicadores de atividade, os de confiança do consumidor também alimentam expectativas otimistas em relação aos próximos meses. Tanto os dados do Conference Board como os números calculados pela Universidade

de Michigan vêm mostrando uma recuperação importante da confiança dos cidadãos americanos na margem, evidenciando uma certa estabilização do quadro de emprego, principalmente devido ao dinamismo do setor de serviços na geração de novos postos.

Neste cenário, de crescimento ainda sem pressões inflacionárias, é razoável esperar que o Fed não inicie o processo de alta das taxas de juros no curto prazo, abrindo espaço para que a recuperação ganhe força e se consolide. No entanto, as taxas de juros reais norte-americanas se encontram no campo negativo, o que não é sustentável no longo prazo. Neste contexto, um cenário que consideramos provável é aquele em que o Fed inicia um processo de ajuste das taxas nominais no final do primeiro semestre, mas guarda os movimentos principais para 2005.

7. Informe setorial

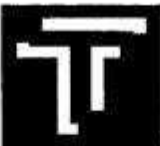
7.1. Novo modelo do setor elétrico não garante condições para atrair investimentos

O novo modelo para o setor elétrico apresentado pelo governo, em 11 de dezembro, é excessivamente concentrador e estatizante, razão pela qual não garante a realização dos investimentos necessários à expansão do setor nos próximos anos.

As medidas provisórias editadas em 12 de dezembro concentram poder excessivo no Ministério das Minas e Energia (MME). O MME passará a ter poder concedente (retirado da Aneel, que manterá principalmente seus poderes de fiscalização e punição) e de nomeação dos principais cargos no Conselho Nacional de Política Energética (CNPE), na Empresa de Pesquisa Energética (EPE) e no Operador Nacional do Sistema (ONS). A definição quanto à estrutura de funcionamento da recém-criada Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE)

ocorrerá posteriormente, via regulamento a ser encaminhado pelo MME. Como a CCEE foi criada para substituir o Mercado Atacadista de Energia (MAE), que possuía uma diretoria composta por agentes vinculados ao setor elétrico, esta decisão poderá significar um retrocesso. As empresas estatais podem, no médio prazo, aumentar ainda mais sua influência na área, dependendo do formato final do regulamento.

O instrumento jurídico utilizado para encaminhar o novo modelo ao Congresso também é um ponto negativo. Uma alteração regulatória desta importância deveria ser encaminhada via projeto de lei e discutida amplamente no Legislativo. A definição deixada para ser feita a *posteriori* – via regulamento – do mecanismo de leilão de energia a ser utilizado no ambiente de



contratação regulada também aumenta a incerteza quanto ao posicionamento das estatais no novo modelo.

Entre os pontos positivos, destaca-se o fim do “self-dealing” (comercialização de energia entre empresas verticalizadas), que, apesar de seu impacto negativo no caixa das geradoras no curto prazo, tem efeito moralizador importante no setor. A regra vigente até 11 de dezembro limitava o “self-dealing” praticado por empresas distribuidoras verticalizadas em 30% de seus contratos de aquisição de eletricidade. Adicionalmente, a introdução de um instrumento de mercado na definição dos preços de energia (leilões), dentro de uma ótica de longo prazo, parece ser um avanço importante sob o ponto de vista de planejamento.

Outra medida tomada na direção de incentivar investimentos no setor é a adoção de contratos de longo prazo para aquisição de energia (de 15 a 20 anos) para novos empreendimentos em geração.

Entretanto, apesar destes avanços, o marco regulatório desenhado no novo modelo não deverá garantir os investimentos necessários ao setor nos próximos anos. O elevado risco regulatório comum a modelos dependentes de decisões do Poder Executivo – por isso mesmo, passíveis de alterações arbitrárias no tempo – justifica este pessimismo. Sem os investimentos adequados em geração, o setor elétrico poderá enfrentar, em um cenário de crescimento macroeconômico continuado, mais uma restrição na oferta de eletricidade a partir de 2007.



8. Dados básicos e projeções anuais

Atualizada em 30/12/2003.

	2000	2001	2002	2003	2004
PIB					
PIB nominal (US\$ bilhões)	602,2	610,4	456,2	607,2	659,9
População (mil)	170.143	172.386	174.633	176.876	179.114
PIB per capita (US\$)	3.539	2.961	2.612	2.867	3.126
PIB VA pm - crescimento real					
	4,4%	1,3%	1,9%	0,0%	4,0%
Agropecuária	2,2%	5,8%	5,5%	6,0%	5,4%
Indústria	4,8%	-0,5%	2,6%	-0,5%	5,4%
Serviços	3,8%	1,8%	1,6%	-0,2%	2,7%
Investimento (% do PIB)	19,3%	19,4%	18,7%	17,6%	16,8%
Preços					
IPCA (IBGE)	6,0%	7,7%	12,5%	8,2%	6,0%
IPC-Fipe	4,4%	7,2%	9,9%	8,1%	6,0%
IGP-M (FGV)	10,0%	10,4%	25,3%	8,7%	6,7%
IPA-M (FGV)	12,2%	11,9%	33,6%	7,6%	7,0%
IPC-M (FGV)	6,2%	7,7%	11,9%	9,3%	5,7%
Emprego e Salários					
Taxa de desemprego (7 dias - IBGE)	7,1%	6,2%	7,1%	8,6%	8,0%
Taxa de desemprego (30 dias - IBGE)	7,9%	6,8%	7,9%	9,2%	9,6%
Massa real de rendimentos (% anual)	3,7%	-3,1%	-2,4%	-7,3%	3,9%
Setor Público					
Déficit nominal (% do PIB)	4,5%	5,2%	10,3%	4,1%	4,2%
Resultado Primário (% do PIB)	3,5%	3,7%	3,9%	4,3%	4,3%
Juros nominais (% do PIB)	8,0%	8,9%	14,2%	8,3%	8,4%
Dívida Líq. do Setor Público (% do PIB)	49,4%	53,3%	56,5%	58,0%	57,2%
Câmbio e Juros					
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	1,9554	2,3204	3,5333	2,90	3,18
Taxa de câmbio	9,3%	18,7%	52,3%	-17,9%	9,7%
Juros nominais (média anual)	17,4%	17,3%	19,1%	23,3%	14,7%
Juros reais em dólar	7,4%	-1,1%	-21,8%	50,3%	4,6%
Juros reais (deflator: IPCA)	10,7%	9,0%	5,8%	12,9%	8,2%
Balanco de Pagamentos					
Exportações (US\$ bilhões)	55,1	58,2	60,1	73,3	78,6
Importações (US\$ bilhões)	55,8	55,6	47,0	48,4	58,2
Balança Comercial (US\$ bi)	-0,8	2,7	13,1	24,9	20,4
Conta Corrente (US\$ bi)	-24,6	-23,2	-7,7	4,5	-3,7
Conta Corrente (% PIB)	-4,2%	-4,6%	-1,7%	0,9%	-0,7%
Conta Capital e Financeira (US\$ bi)	19,4	27,9	12,0	6,0	6,5
Reservas Internacionais (liquidez internac. US\$ bi)	33,0	35,9	37,8	48,4	51,2

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>