



08 de junho de 2004
053/2004-DG

COMUNICADO EXTERNO

Membros de Compensação, Corretoras Associadas e Operadores Especiais

Ref.: **Conjuntura Econômica Mensal – Junho/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

Junho / 2004



Índice

Sumário Executivo	02
1. Situação política e reformas	03
1.1. Apesar da manutenção da popularidade, governo volta a sofrer desgaste em maio	03
1.2. Votação do salário mínimo será evento de destaque em junho	04
2. Nível de atividade e emprego	05
2.1. Resultado do PIB no primeiro trimestre supera expectativa	05
3. Juros, câmbio e inflação	06
3.1. Maio foi marcado por forte deterioração dos preços dos ativos	06
3.2. IPCA de junho deve ficar próximo a 0,40%	08
4. Finanças públicas	09
4.1. Superávits primários confirmam solidez do ajuste fiscal	09
4.2. Câmbio volta a pressionar relação dívida/PIB	10
5. Setor externo	10
5.1. Exportações não compensam saídas de capitais de longo prazo	10
6. Internacional	11
6.1. Petróleo ainda deve ser fonte de volatilidade no curto prazo	11
6.2. Japão e Zona do euro dão sinais mais otimistas neste primeiro trimestre	12
7. Informe setorial	13
7.1. Alcool: atraso na safra e elevação de consumo sancionam preços em alta	13
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
JOSÉ MÁRCIO CAMARGO
ROBERTO PADOVANI

Análise econômica e política

ALESSANDRA RIBEIRO
ANA PAULA ALMEIDA
CHRISTOPHER GARMAN
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

BRUNO OLIVA
CLÁUDIA OSHIRO
LILIAN FUJII
LUCIANA UJSSATO
ELTON BICUDO

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) 3884-9022

e-mail - trend@tendencias.com.br

<http://www.tendencias.com.br>



SUMÁRIO EXECUTIVO

Em maio a forte alta dos preços do petróleo nos mercados internacionais e os temores dos impactos negativos da elevação dos juros futuros nos EUA sobre os fluxos de recursos para os países emergentes intensificaram as turbulências nos mercados domésticos ao longo do mês.

Internamente, a contestação do salário mínimo de R\$ 260 pela oposição e por parte da base aliada e o início pouco promissor da votação da taxa dos inativos no STF contribuíram para o mau humor dos agentes locais.

A votação do salário mínimo deve representar o maior teste legislativo para o governo em 2004. O governo enfrenta dois principais obstáculos para aprovar o novo salário mínimo de R\$ 260 no Congresso: fechar questão a favor do valor dentro da bancada do PT, e conseguir uma maioria entre seus aliados no Senado. Já a decisão final do STF sobre a constitucionalidade da contribuição dos inativos continuará sendo uma espada que poderá ferir gravemente as contas públicas.

O prêmio de risco subiu para níveis superiores a 700 pontos, sustentando-se 40% acima da média dos emergentes, enquanto a bolsa paulista caiu para patamares inferiores a 20.000 pontos, tendo atingido 18.000 pontos em meados do mês.

O fluxo líquido de capitais em maio continuou positivo, mas totalmente absorvido pelos bancos, que elevaram sua posição comprada em dólares a níveis recordes históricos. Neste cenário, o real chegou a operar em R\$ 3,20/US\$, encerrando o mês próximo de R\$ 3,10/US\$. A procura de proteção por parte de investidores no mercado futuro, atendida em boa medida pelos bancos, vem sustentando pressões no mercado cambial. As pressões sobre o câmbio só não foram maiores porque as exportações continuaram apresentando resultados bastante favoráveis, principalmente no lado financeiro, já que o volume físico continua sendo negativamente influenciado pela greve parcial dos funcionários das aduanas.

A despeito da elevação das tensões, o Banco Central sustentou a estratégia de reduzir sua exposição cambial através da não-renovação da dívida cambial doméstica, apesar do aumento da demanda por proteção cambial pelo setor privado. A decisão em si já é um elemento que não contribuiu para atenuar a volatilidade no mercado de câmbio.

No mercado de juros, a manutenção da Selic em 16,00% não chegou a surpreender e a ata trouxe uma visão otimista, reforçando a visão do Banco Central com relação ao caráter temporário das turbulências externas. De fato, a inflação contemporânea tem se mostrado comportada. Em abril o IPCA ficou abaixo das expectativas e mostrou recuo dos núcleos. A atividade econômica continua em recuperação desde o segundo semestre de 2003 e os dados do PIB do primeiro trimestre, melhores que o esperado, confirmam isso. Para o IPCA de junho, projetamos uma taxa de variação de 0,40%, mostrando um recuo em relação a maio (projeção de 0,50%). Este resultado será marcado pelo término da forte pressão de alta exercida pelos reajustes de energia elétrica e medicamentos.

Nas contas públicas, embora haja temores associados às decisões no STF e sobre o salário mínimo os resultados primários do setor público consolidado já divulgados continuam confirmando a solidez do ajuste fiscal. Em abril, o superávit primário atingiu R\$ 11,9 bilhões, elevando o saldo positivo acumulado no ano para R\$ 32,4 bilhões. Com isso, faltam apenas R\$ 171 milhões para que o setor público atinja sua meta com o FMI referente ao primeiro semestre de 2004, ou seja, a meta quase foi cumprida com dois meses de antecedência.

O tema da análise setorial deste mês é a elevação nos preços pagos ao produtor de álcool que vem justificando reajustes nos preços ao consumidor no período recente.

Relatório elaborado com informações disponíveis até 31/05/2004



1. Situação política e reformas

1.1. Apesar da manutenção da popularidade, governo volta a sofrer desgaste em maio

Para o governo Lula, maio começou bem, mas foi marcado por desgaste. A confirmação de que o início do mês foi positivo vem principalmente dos dados da última pesquisa da CNT/Sensus, que foi a campo na primeira semana de maio. O resultado da pesquisa mostrou estabilidade no índice de aprovação do governo com relação à pesquisa feita no final de março, registrando uma aprovação (soma de "ótimo" e "bom") de 34,6%.

À primeira vista, os resultados da CNT/Sensus de fato surpreendem. Depois de mais de um mês sofrendo com o noticiário negativo em abril, com invasões do MST, salário mínimo e dados ruins de desemprego, o fato de a aprovação do governo manter-se em 34% deve ser visto como um resultado muito positivo. Destaca-se que um índice de 34% não representa uma aprovação ruim. No segundo mandato do governo FHC, por exemplo, o ponto mais alto de sua aprovação foi de 33%, e isso foi em março de 2001, depois de o governo ter se beneficiado de um crescimento econômico forte em 2000 e no início de 2001.

Uma explicação para esse resultado vem da recuperação econômica. Uma das principais razões que levaram a uma queda forte nos índices de aprovação do governo em março foi o fato de que a opinião pública vinha se mostrando cada vez mais pessimista em relação ao futuro da economia e à direção do País como um todo. Pode-se concluir, no entanto, que esse sentimento tende a ser passageiro se a economia de fato crescer entre 3,5% e 4,0%. Sondagens mensais sobre a confiança do consumidor, por exemplo, já indicam uma recuperação no início de maio, exatamente quando a pesquisa da CNT/Sensus foi realizada.

Por esta razão, a Tendências vinha

defendendo um cenário em que a partir de maio e junho os índices de aprovação do governo tenderiam a se estabilizar e até se recuperar lentamente. O que pode ter ocorrido é que essa dinâmica tenha se iniciado mais cedo que o esperado. Existe, no entanto, uma nota de cautela: tanto a pesquisa de aprovação do governo quanto a de confiança do consumidor foram feitas exatamente quando o PT utilizou seu horário partidário gratuito, o que tem o potencial de puxar os números da aprovação do governo e confiança do consumidor para cima.

Logo após a sondagem da CNT/Sensus, no entanto, a cenário político piorou. A economia externa forneceu um quadro mais adverso, e, internamente, o governo acabou desgastando-se por causa da decisão de revogar o visto do jornalista americano Larry Rhoter, do jornal New York Times. Apesar de o governo ter voltado atrás, o episódio foi desgastante.

Vale lembrar que um dos principais equívocos políticos que o governo vem cometendo refere-se a seu relacionamento com a imprensa. Em vez de cultivar um relacionamento mais próximo, até para facilitar a divulgação de notícias mais positivas, o governo tem dificultado o acesso de membros da mídia ao Executivo. O resultado tem sido um relacionamento cada vez mais combativo entre o governo e a imprensa, levando a uma cobertura mais negativa da conjuntura atual. No episódio do jornalista do The New York Times, o estrago político mais sério, portanto, talvez não seja o possível arranhão à imagem do presidente, mas a capacidade de acentuar um problema político que já era grave.

A PEC da reeleição dos presidentes da Câmara e do Senado foi outro tema que trouxe muito desgaste para o governo, pois ele se viu



em uma posição totalmente desfavorável. Dada a necessidade de manter tanto o senador Renan Calheiros (PMDB-AL) quanto José Sarney (PMDB-AP) fiéis ao Planalto a fim de garantir sua já estreita base de apoio no Senado, qualquer desfecho nesse assunto teria um potencial de estrago razoável. Destaca-se, no entanto, que a reprovação da PEC da reeleição em plenário da Câmara dos Deputados no final de maio foi o desfecho menos danoso ao governo.

A principal razão é que caso a PEC da reeleição fosse aprovada, a disputa entre Calheiros e Sarney seria estendida aos

próximos meses, pois a votação da PEC no Senado só ocorreria no final do ano. Nesse cenário, é bem possível que o antagonismo entre as duas lideranças do PMDB no Senado aumentasse, dificultando ainda mais o trabalho do governo em recompor a aliança com aquele que perdesse a disputa. A vantagem de derrotar a PEC da reeleição na Câmara dos Deputados é que o assunto morre definitivamente, permitindo que o governo inicie desde já o trabalho de tentar recompor os estragos feitos tanto no relacionamento do governo com José Sarney, quanto com o presidente da Câmara, João Paulo Cunha (PT-SP).

1.2. Votação do salário mínimo será evento de destaque em junho.

Junho pode ser marcado por uma intensa atividade legislativa. Com o semestre legislativo no Congresso chegando ao fim, a base do governo terá que votar um número expressivo de medidas. No Senado, as lideranças da base aliada trabalham com a perspectiva de aprovar quatro reformas em plenário: a reforma do Judiciário, o projeto de lei de biossegurança, o projeto de lei das Parcerias Público-Privadas (PPPs), e a nova Lei de Falências. Em tese, essa pauta pode ser votada, mas destaca-se que a base do governo não só corre contra o tempo, mas terá que lidar com dois fatores adicionais: a votação da MP do salário mínimo, e uma insatisfação crônica entre partidos da base aliada com relação ao governo Lula.

A votação do salário mínimo deve representar o maior teste legislativo para o governo em 2004. O governo enfrenta dois principais obstáculos para aprovar o novo salário mínimo de R\$ 260 no Congresso: fechar questão a favor do valor dentro da bancada do PT, e conseguir uma maioria entre

seus aliados no Senado. O primeiro obstáculo é o que vem recebendo mais atenção por parte da mídia, mas, em termos reais, é o que menos preocupa. Dada a convicção da cúpula do PT e do governo, não existe muita dúvida quanto à habilidade do partido em fechar questão a favor do valor de R\$ 260.

A principal dúvida se encontra nos partidos aliados no Senado, onde a base do governo está mais frágil. O fato é que o governo vem demonstrando um problema crônico com seus aliados, deixando vários senadores do PMDB insatisfeitos. Essa inquietação latente, além do fato de que o presidente do Senado, José Sarney (PMDB-AP), foi derrotado na PEC da reeleição, certamente dificulta o trabalho do governo. Dito isso, o governo mantém condições de contornar essa insatisfação. O governo, por exemplo, não deve medir esforços nas próximas duas semanas para atender aos pleitos de senadores insatisfeitos do PMDB. Dado que o governo só precisa de uma maioria simples, esse objetivo é possível de ser alcançado.



2. Nível de atividade e emprego

2.1. Resultado do PIB no primeiro trimestre supera expectativas

Em maio o indicador mais importante divulgado foi o PIB do primeiro trimestre, que apresentou crescimento de 2,7% com relação ao mesmo período de 2003 e 1,6% sobre o quarto trimestre do ano passado em termos dessazonalizados. Anualizando a taxa dessazonalizada, chegamos a um crescimento espetacular de 6,8%, após uma elevação anualizada de 5,9% no quarto trimestre.

Dado o resultado do primeiro trimestre e o fato de este ser o terceiro crescimento consecutivo do PIB, o patamar atual está 2,8% acima da média de 2003 (figura). Ou seja, apenas mantendo o patamar do primeiro trimestre, a economia crescerá 2,8% em 2004. Se considerarmos a elevação dos últimos três trimestres, já crescemos 3,7% em relação ao segundo trimestre de 2003. Anualizando esta taxa, chegamos a um crescimento de 4,9% no período.

Pela ótica da oferta, o resultado mostrou um crescimento bastante heterogêneo. Na comparação anual, a agropecuária cresceu bem acima da média, 6,4%. O PIB industrial cresceu pouco acima da média (2,9%), com destaque

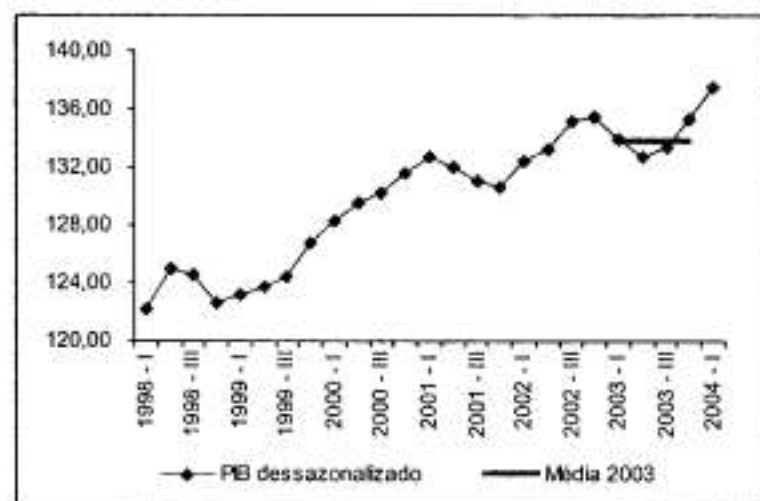
positivo para a indústria de transformação (6,0%) e negativo para a extrativa mineral (-3,9%) e construção civil (-2,3%). O PIB de serviços cresceu abaixo da média (1,2%), com destaque positivo para comércio (5,1%) e transportes (6,0%), que possuem alta relação com os setores agropecuário e industrial, e negativo para outros serviços (-2,1%) e comunicações (-1,9%).

Já a ótica da demanda mostra que o crescimento foi generalizado, com elevação inclusive da absorção doméstica, com impacto de 1,0 ponto porcentual no crescimento (a absorção doméstica apresentou queda na comparação anual nos últimos seis trimestres). Nesta comparação, o consumo das famílias cresceu 1,2%, com impacto direto de 0,7 ponto porcentual no PIB, enquanto os investimentos cresceram 0,6%, com impacto direto de 0,1 ponto porcentual (a formação bruta de capital fixo cresceu 2,2%, esta diferença decorre de variação de estoques), e o gasto do governo cresceu 1,5%, com impacto direto de 0,3 ponto porcentual.

O setor externo continuou dando uma dinâmica positiva ao PIB. Na comparação anual, o crescimento das exportações foi de 19,3%, com impacto direto de 3,3 pontos porcentuais. As importações cresceram 11,7%, com impacto direto (negativo) de 1,5 ponto porcentual. Desta forma, o impacto do setor externo (1,7 ponto porcentual) ainda foi maior que o da absorção doméstica.

Esta dinâmica de importância entre setor externo e absorção doméstica deve se inverter nos próximos trimestres. No ano, a contribuição do setor externo, mesmo considerando a projeção de superávit de US\$ 28 bilhões, será negativa. A absorção doméstica é que passará a ganhar importância. Para a projeção de crescimento de 4,0% em 2004 da Tendências, a contribuição do setor externo será negativa em 0,4 ponto

Figura: Série encadeada do índice do PIB trimestral - dados dessazonalizados



Fonte: IBGE.



porcentual (contribuição positiva de 1,9 ponto porcentual das exportações e negativa de 2,3 pontos porcentuais das importações). Com isso, a absorção doméstica contribuirá com 4,4 pontos porcentuais, taxa próxima à observada em 2000.

Para esta projeção da Tendências de 4,0% se confirmar, o crescimento na margem não precisa

ser muito elevado. Precisamos crescer apenas 0,78% por trimestre em termos dessazonalizados, a metade do que crescemos nos últimos dois trimestres. Projeções para o PIB próximas a 3,0% são extremamente pessimistas, pois incorporam um crescimento muito baixo, quase estabilidade, nos próximos trimestres.

3. Juros, câmbio e inflação

3.1. Maio foi marcado por forte deterioração dos preços dos ativos

Em maio a forte alta dos preços do petróleo nos mercados internacionais e os temores dos impactos negativos da elevação dos juros futuros nos EUA sobre os fluxos de recursos para os países emergentes intensificaram as turbulências nos mercados domésticos ao longo do mês. No final do mês, o início pouco promissor da votação da taxa dos inativos no STF contribuiu para o mau humor dos agentes locais.

O prêmio de risco subiu para níveis superiores a 700 pontos, sustentando-se 40% acima da média dos emergentes, enquanto a bolsa paulista caiu para patamares inferiores a 20.000 pontos, tendo atingido 18.000 pontos em meados do mês.

O fluxo líquido de capitais em maio continuou positivo, mas totalmente absorvido pelos bancos, que elevaram sua posição comprada em dólares a níveis recordes históricos. Neste cenário, o real chegou a operar em R\$ 3,20/US\$, encerrando o mês próximo de R\$ 3,10/US\$. A procura de proteção por parte de investidores no mercado futuro vem sustentando pressões no mercado cambial.

A despeito da elevação das tensões, o Banco Central sustentou a estratégia de reduzir sua exposição cambial através da não-renovação da dívida cambial doméstica, apesar do aumento da demanda por proteção cambial pelo setor privado.

No mercado de juros, a manutenção da Selic em 16,00% não chegou a surpreender e a ata

trouxe uma visão otimista, reforçando a visão do Banco Central com relação ao caráter temporário das turbulências externas.

3.1.1. Juros

De forma geral, a ata do Copom de maio foi bastante positiva. A inflação contemporânea tem se mostrado comportada, em abril o IPCA ficou abaixo das expectativas e mostrou recuo dos núcleos. A atividade econômica continua em recuperação desde o segundo semestre de 2003 e os dados do PIB do primeiro trimestre, melhores que o esperado, confirmam isso. As contas externas continuam mostrando ótimos resultados. Entretanto, no último mês as incertezas advindas do cenário externo aumentaram.

Estas incertezas devem-se ao impacto da elevação dos juros nos Estados Unidos e à elevação do preço do petróleo no mercado externo. Com relação ao primeiro ponto, o BC destaca que a economia brasileira tem hoje sólidos fundamentos e que a volatilidade atual do preço dos ativos tende a se dissipar no médio prazo. Com relação ao preço do petróleo, o BC acredita, como cenário mais provável, em algum recuo nos próximos meses.

Mas, como o cenário de referência do Copom utiliza hipóteses de câmbio constante (R\$ 3,10) e juros constantes (16,0%), o BC projetou uma



taxa de inflação acima do centro da meta para 2004. Com as hipóteses de mercado, como já ocorria há vários meses, a projeção também fica acima do centro da meta.

De qualquer forma, apesar de o BC acreditar que as turbulências atuais sejam passageiras, a autoridade monetária construiu um cenário mais adverso ainda, onde o preço do petróleo e a taxa de câmbio permanecem elevados no médio prazo. Neste cenário, a projeção de inflação, apesar de acima do centro da meta, fica abaixo do limite superior da meta, ficando inclusive, mais perto do centro da meta.

Deste modo, apesar de o BC atribuir baixa probabilidade ao cenário adverso, a simples elevação das incertezas recomendou que a autoridade monetária agisse com cautela, mantendo a Selic em 16,0% ao ano. Entretanto, a ata deixa claro que o cenário de maior probabilidade para o BC não é o utilizado como referência nos exercícios de projeção, mas outro bem mais positivo.

3.1.2. Inflação

A taxa de variação do IPCA-15 de maio (0,54%) mostrou elevação em relação ao IPCA-15 de abril (0,21%). Esta alta é resultante, em grande medida, de dois movimentos: (a) término da pressão de baixa exercida pela queda no preço do álcool combustível e (b) forte pressão de alta exercida pelo reajuste dos medicamentos, que tiveram impacto de 0,17 ponto percentual.

Além disso, nos preços administrados, houve forte influência de reajustes de energia elétrica ocorridos em algumas capitais, com impacto de 0,09 p.p. Ainda dentro de habitação (0,93%), houve grande pressão por conta da alta do preço do gás de bujão e reajustes na tarifa de água e esgoto de Recife e Goiânia. Em transporte, observamos forte pressão da elevação nos preços de automóveis (usados e novos), com impacto de 0,06 p.p. O grupo alimentação mostrou queda de 0,10%, impulsionado, em grande medida, pela queda de cereais, carnes e ovos, com

impacto negativo de 0,13 p.p., em parte anulada pela alta dos tubérculos (5,9%) e derivados de leite (2,3%). O grupo vestuário, em virtude da sazonalidade do período, mostrou forte aceleração em relação ao IPCA-15 de abril, de 0,76% para 1,47%, com impacto de 0,08 p.p. Os grupos educação (0,21%), despesas pessoais (0,24%), comunicação (0,0%) e artigos de residência (0,13%) seguiram comportados.

Em relação aos núcleos por médias aparadas, na comparação com o IPCA-15 de abril, o suavizado passou de 0,65% para 0,57% e o não-suavizado foi de 0,52% para 0,39%. Já o núcleo por exclusão de alimentos e administrados elevou-se em relação ao IPCA-15 de abril, passando de 0,62% para 0,81%. Esta elevação já era esperada, na medida em que este tipo de núcleo não exclui a principal pressão de alta do período, medicamentos.

A taxa de variação do IGP-M de maio (1,31%) mostrou alta de 0,10 ponto percentual em relação a abril (1,21%). Este resultado foi influenciado pela aceleração do IPC-M e do INCC, que passaram, respectivamente, de 0,31% para 0,59% e de 0,60% para 1,74%. O IPA geral, ainda nesta comparação, mostrou pequena desaceleração, passando de 1,65% para 1,52%, mas manteve o alto patamar. A elevação de 0,59% do IPC-M foi, em grande medida, influenciada pela alta do grupo alimentação (0,88%), com destaque para *in natura* (frutas e hortaliças e legumes), que tiveram impacto de 0,23 ponto percentual na taxa do IPC. Além disso, houve forte pressão dos reajustes de energia elétrica ocorridos em algumas capitais do País e a alta dos medicamentos em virtude do reajuste de 5,7% concedido em 31 de março. O INCC (1,74%) foi pressionado pelo dissídio coletivo da construção civil de São Paulo (5,3%), que elevou o grupo de mão-de-obra em 2,05%. Além disso, a alta das commodities metálicas está exercendo pressão altista sobre o grupo dos materiais de construção, com destaque para a alta de 4,8% do aço. Com isso, o grupo materiais de construção registrou alta de 1,47% neste



resultado e acumula no ano elevação de 5,53%.

Com relação à dinâmica dos preços no atacado em maio (1,52%), tanto os produtos agrícolas quanto os industriais mostraram pequeno recuo em suas taxas de variação em relação a abril - os agrícolas saíram de 1,27% para 1,17% e os industriais, de 1,8% para 1,66% -, mas mantiveram patamares elevados. Em relação aos agrícolas, houve forte pressão altista por parte de *in natura* (2,9%), leite (3,9%) e alguns cereais, com destaque para milho (8,81%), trigo (9,12%) e arroz (4,52%) com impactos de 0,13, 0,09 e 0,06

ponto porcentual, respectivamente. Estas elevações em parte foram compensadas pela queda no preço dos ovos (-9,46%), soja (-2,26%), café (-1,14%) e cacau (-5,48%). Dentro de produtos industriais (1,66%), a principal pressão de alta continuou sendo o grupo metalurgia (3,62%) - por conta da alta das commodities metálicas no mercado internacional -, com impacto de 0,35 p.p. no IPA geral. Além disso, houve forte pressão por parte do grupo mecânica e de combustíveis (diesel e óleo combustível), com impacto de 0,17 e 0,16 p.p.

3.2. IPCA de junho deve ficar próximo a 0,40%

Revisamos nossa projeção para o IPCA de maio de 0,45% para 0,50%, em virtude principalmente da dinâmica apresentada pelo grupo alimentação neste resultado. Neste sentido, o grupo alimentação deve fechar maio pressionado, principalmente pela alta dos tubérculos, açúcar e derivados do leite. O grupo saúde ainda deve mostrar pressão em virtude da alta dos medicamentos, com impacto previsto de 0,08 ponto porcentual. Os reajustes de energia ocorridos em algumas capitais também exercerão forte pressão neste resultado, com impacto próximo a 0,07 ponto porcentual. O grupo vestuário deve permanecer pressionado em virtude da sazonalidade do período. Em transporte, ainda deve ocorrer alguma pressão por parte da alta dos automóveis (novos e

usados), que será em parte compensada pela deflação do item ônibus urbano em virtude da tarifa promocional aplicada em São Paulo em 1º de maio. Os demais preços devem seguir comportados. Para o IPCA de junho, projetamos uma taxa de variação de 0,40%, mostrando um recuo em relação a maio (projeção de 0,50%). Este resultado será marcado pelo término da forte pressão de alta exercida pelos reajustes de energia elétrica e medicamentos. Além disso, o grupo alimentação deve seguir comportado na ausência de grandes pressões sazonais. Em transporte deve ocorrer elevação nos preços de alguns combustíveis (álcool e gasolina) e o reajuste de 6,6% na tarifa de ônibus urbano do Rio de Janeiro deve pressionar. Os demais preços devem seguir comportados.

Quadro: últimos resultados dos principais índices de inflação

	2003	2004*	Abril/04	Maior/04	Junho/04
IPCA (IBGE)	9,2%	6,0%	0,37%	0,50%*	0,40%*
IPC (FIPE)	8,1%	6,0%	0,29%	0,50%*	0,30%*
IPC-M (FGV)	9,3%	6,0%	0,31%	0,59%	0,30%*
IGP-M (FGV)	8,6%	6,7%	1,21%	1,31%	0,75*

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

4. Finanças públicas

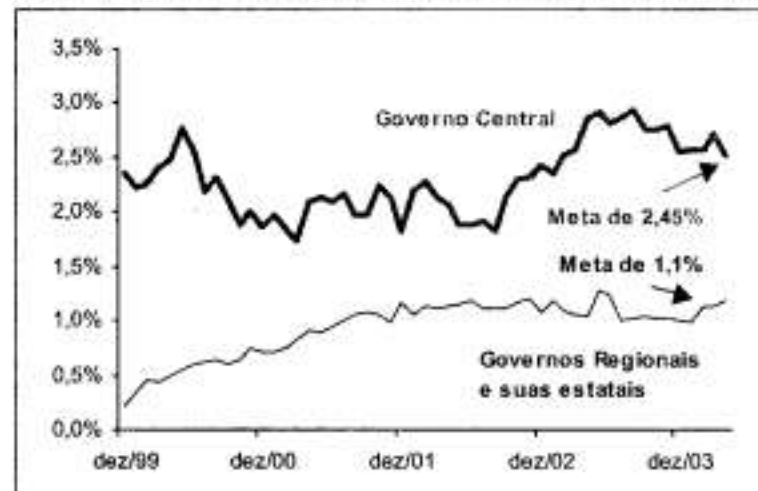
4.1. Superávits primários confirmam solidez do ajuste fiscal

Os resultados primários do setor público consolidado continuam confirmando a solidez do ajuste fiscal. Em abril, o superávit primário atingiu R\$ 11,9 bilhões, elevando o saldo positivo acumulado no ano para R\$ 32,4 bilhões. Com isso, faltam apenas R\$ 171 milhões para que o setor público atinja sua meta com o FMI referente ao primeiro semestre de 2004, ou seja, a meta quase foi cumprida com dois meses de antecedência.

O governo central continua gerando resultados excepcionais, sinalizando o cumprimento de suas metas com clara antecedência. Considerando a meta do Decreto Orçamentário para o período de janeiro a agosto (R\$ 27,3 bilhões), por exemplo, percebe-se que em abril o governo estava apenas R\$ 1,8 bilhão abaixo da meta (faltando quatro meses). É verdade que infelizmente esse ajuste já não é fundamentado, como foi em 2003, na redução de despesas, estando em curso, inclusive, uma recuperação de despesas a partir do bom desempenho da arrecadação. No acumulado dos últimos doze meses, o resultado do governo central está em 2,52%, sendo que sua meta é de 2,45% de superávit primário no ano (figura).

Também os governos regionais continuam apresentando bons resultados, o que significa que as limitações impostas pelos acordos de renegociação das dívidas estaduais permitem ao governo federal contar de forma permanente com bons resultados primários desses entes. O início de recuperação da arrecadação do ICMS, reflexo da retomada da atividade econômica, é importante, pois permite que esses resultados se sustentem

Figura: Superávit primário do governo central e governos regionais e suas estatais (acumulado 12 meses - % do PIB)



Fonte: Banco Central.

com menor atrito político.

Já as estatais federais, que tiveram um desempenho negativo no início do ano, registraram um superávit primário expressivo em abril (R\$ 2,5 bilhões), ficando acima das expectativas e ajudando a impulsionar o superávit do setor público no mês. A ausência de pagamentos de dividendos foi um fator que contribuiu para o resultado, mas é provável que tenha ocorrido também ajuste nas liberações de caixa.

Mesmo com o bom resultado em abril, as empresas estatais federais registraram um déficit da ordem de R\$ 1 bilhão no primeiro quadrimestre, sendo que a meta do Decreto Orçamentário correspondia a um resultado equilibrado para o período. Para cumprir a meta do ano (superávit de R\$ 11,8 bilhões), essas empresas deverão registrar no período de maio a dezembro um superávit R\$ 3,5 bilhões superior ao registrado no mesmo período de 2003.

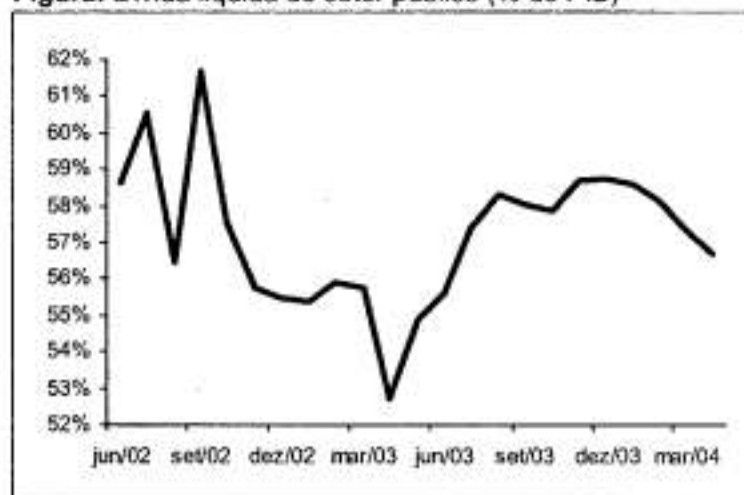


4.2. Câmbio volta a pressionar relação dívida/PIB

Em relação à dívida líquida do setor público, houve nova queda em abril, com a dívida atingindo 56,6% do PIB, ante os 57,3% do PIB verificados em março. A trajetória de queda da relação dívida/PIB que vinha se verificando nos últimos meses (figura) deverá ser interrompida pela desvalorização do câmbio.

Considerando que o câmbio no fechamento de maio fique próximo a R\$ 3,15/US\$, a relação dívida/PIB deverá elevar-se para número próximo a 57,5% do PIB. Ressalte-se, contudo, que atualmente a dívida está muito menos vulnerável às flutuações da taxa de câmbio.

Figura: Dívida líquida do setor público (% do PIB)



Fonte: Banco Central.

5. Setor externo

5.1. Exportações não compensam saídas de capitais de longo prazo

5.1.1. Transações correntes

O déficit em conta corrente de abril (US\$ 735 milhões) ficou um pouco acima das expectativas, basicamente em virtude do elevado pagamento de lucros e dividendos (US\$ 823 milhões) do mês. Como salientado em outras oportunidades, o movimento de elevação do pagamento de dividendos não é surpreendente (tendo em vista o patamar reduzido dos últimos anos e a recuperação econômica) e não compromete o bom desempenho do saldo em conta corrente. De fato, o resultado em conta corrente acumulado nos últimos doze meses continuou melhorando e atingiu 1,14% do PIB. Note-se que esse é um dos melhores resultados das últimas décadas, sendo superado apenas por alguns momentos no final da década de 1980 e início de 1990. Tal resultado em conta corrente explicita que a vulnerabilidade das contas externas é muito inferior a outros momentos de crise.

5.1.2. Conta capital e financeira

Na conta de capitais, como ocorrido em março, os principais indicadores de ingresso de longo prazo foram novamente negativos, tanto para investimento direto como para as rolagens de vencimentos.

O volume de investimento direto estrangeiro em abril foi decepcionante, limitando-se a US\$ 381 milhões, sendo que deste total, US\$ 308 milhões decorreram de conversão de dívida (na maior parte empréstimo intercompanhia) em investimento direto. Vale dizer, excluindo-se as conversões, que o volume de investimento direto limitou-se a US\$ 73 milhões no mês.

Em um cenário de mau humor nos mercados, há quem queira dizer que o Brasil passa por uma crise em que se reduziu dramaticamente o fluxo de investimentos no País. Note-se, contudo, que no acumulado dos últimos doze meses, o fluxo de investimento direto estrangeiro está relativamente



estável no patamar próximo a US\$ 10 bilhões desde meados de 2003. O volume de investimentos diretos excluindo as conversões está, por sua vez, relativamente estável em patamar próximo a US\$ 5 bilhões.

Considerando a projeção de US\$ 600 milhões para maio, o resultado acumulado em doze meses continuará no mesmo patamar, tendo em vista que em maio de 2003 o fluxo de investimento foi de US\$ 541 milhões. Portanto, o fluxo de investimento direto está reduzido, mas isso não é uma novidade, já se trata de uma realidade desde 2003.

No caso das rolagens dos vencimentos de médio e longo prazo do setor privado, o resultado de abril voltou a ficar em patamar reduzido (54%), próximo, portanto, ao patamar de março (51%).

Tal movimento (reflexo, principalmente, da baixa rolagem dos vencimentos de *bônus, notes e commercial papers* - 28%) já reflete um forte ajuste na liquidez internacional, com rolagens médias próximas às verificadas na crise do segundo semestre de 2002.

Tendo em vista a redução do ingresso de capitais de longo prazo, o destaque de abril foi a elevação do ingresso de capitais de curto prazo, especialmente o financiamento ao comércio exterior. De fato, o crédito comercial (fornecedores) de curto prazo atingiu US\$ 2

bilhões em abril. Esse movimento é uma das explicações para o elevado fechamento de câmbio das exportações, que é percebido no movimento de contratação de câmbio divulgada pelo Banco Central. Vale dizer que, convencidos de uma oportunidade favorável tendo em vista uma taxa de câmbio mais desvalorizada, os exportadores estão antecipando o fechamento dos contratos de câmbio.

Note-se que de forma geral o resultado da balança comercial explicitado pelo câmbio contratado está voltando a superar a balança comercial física em magnitude mais expressiva. A diferença entre o saldo contratado e físico acumulado em 12 meses, por exemplo, ficou próximo a zero em meado de 2003 e subiu para cerca de US\$ 7 bilhões nos últimos 12 meses encerrados em abril. O fato de que importações com financiamento superior a um ano não são registradas nas importações contratadas explica parte da diferença, mas o financiamento de curto prazo do comércio exterior é outra variável essencial para explicar tal diferença. Assim, concomitantemente à ampliação da diferença entre o saldo contratado e o físico, ocorreu uma reversão no financiamento comercial de curto prazo, que vinha em queda até meados de 2003 e em 2004 mostrou recuperação, com destaque para o resultado de abril.

6. Internacional

6.1. *Petróleo ainda deve ser fonte de volatilidade no curto prazo*

No último mês, as atenções ficaram totalmente voltadas à trajetória dos preços do petróleo nos mercados internacionais. A significativa elevação nos preços da commodity tem alimentado a preocupação dos agentes quanto ao excesso de demanda neste mercado, dado o cenário de crescimento econômico mundial mais robusto. O fato é que as fortes especulações têm se

traduzido em maior volatilidade e preços significativamente mais pressionados da commodity.

A despeito do movimento dos preços e das mais diferentes interpretações em relação à situação no mercado de petróleo, o quadro não nos sugere a existência de um problema estrutural neste mercado, ou ainda, desequilíbrio entre



oferta e demanda. É fato que a demanda acirrou-se e deve seguir robusta, mas a oferta também está crescendo de maneira importante, sendo suficiente para atender à necessidade. A questão deve-se em boa medida à piora no quadro no Oriente Médio que, por sinal, não estava nas projeções iniciais dos agentes. Na verdade, os agentes possivelmente trabalhavam com um cenário de situação mais favorável no Oriente Médio neste período, não oferecendo riscos às estimativas de oferta da commodity. Nesta linha, a situação no Oriente Médio é fundamental na construção do cenário para o petróleo. Mas vale enfatizar que não existe um problema estrutural neste mercado.

De acordo com o International Energy Agency,

as projeções para 2004 apontam uma demanda total de 80,6 milhões de barris diários e uma oferta de 81,5 milhões de barris/dia. Vale ressaltar que no primeiro trimestre deste ano tivemos um excesso de oferta, ou ainda, uma oferta de 82,1 milhões de barris diários contra uma demanda de 80,3 milhões.

De qualquer forma, o petróleo deve continuar centralizando a atenção dos agentes nos próximos dias, em linha principalmente com o desenrolar da situação no Oriente Médio. Em nosso cenário, o petróleo deve seguir pressionado durante este primeiro semestre, mas a partir do segundo semestre, os preços devem recuar de forma mais importante, encerrando o ano em US\$ 30,0/barril.

6.2. Japão e Zona do euro dão sinais mais otimistas neste primeiro trimestre

À parte os temores em relação à evolução dos preços do petróleo que dominaram a atenção dos agentes econômicos no último mês, e que por sinal devem ainda ser fonte de volatilidade nos mercados no curto prazo, vale ressaltar também as novidades positivas vindas da zona do euro e Japão, que contribuem para reforçar o cenário favorável externo no médio prazo.

Na zona do euro, as principais economias vêm trazendo boas notícias nestes primeiros meses do ano, superando as expectativas, que por sinal não eram muito otimistas. De forma geral, o crescimento das economias apresentou-se melhor que o esperado neste primeiro trimestre. A França registrou crescimento de 0,8% na comparação trimestral, e na anual, 1,7%, com recuperação importante no consumo e investimento. Da Alemanha, principal economia da região, as notícias também são boas. O crescimento no primeiro trimestre ficou bem acima das expectativas - o resultado foi de 0,4% em relação ao último trimestre de 2003 e de 1,5% em relação ao mesmo período do ano passado

-, sendo que as exportações constituem a alavanca do crescimento.

É fato que as sinalizações das principais economias da zona do euro nestes primeiros meses do ano são mais otimistas que o esperado, como também mostram os números de crescimento da Itália e Holanda. De qualquer forma, não é esperado grande dinamismo na região, dada a dependência dos principais países, principalmente a Alemanha, de reformas econômicas-chave capazes de garantir uma recuperação mais robusta e sustentável.

No Japão, a divulgação do PIB referente ao primeiro trimestre também surpreendeu positivamente. A economia japonesa cresceu 1,4% em relação ao último trimestre do ano passado, ficando acima das previsões de 0,9% - anualizado, o crescimento foi de 5,6%. A surpresa neste dado foi a expressividade principalmente do consumo e dos investimentos privados no crescimento neste primeiro trimestre. A economia japonesa de fato vem surpreendendo positivamente, não mostrando um crescimento alavancado apenas



pelo aumento das exportações, mas também pelos componentes de demanda doméstica. É fato, no entanto, que a economia japonesa ainda tem grandes desafios a enfrentar como o próprio processo deflacionário, saneamento

das contas públicas e reestruturação do sistema financeiro, mas de qualquer forma, os sinais mais claros de recuperação da economia japonesa são uma boa notícia, principalmente do ponto de vista mundial.

7. Informe setorial

7.1. Alcool: atraso na safra e elevação de consumo sancionam preços em alta

A elevação nos preços pagos ao produtor de álcool está justificando reajustes nos preços ao consumidor. Este fato traz à discussão a necessidade de analisar este movimento que está ocorrendo em pleno período de safra do setor sucroalcooleiro. A destacar que as projeções de médias para maio estão dentro do realizado até o último dia 21, período em que houve aumento de 11,5% no preço médio do álcool anidro em relação à média estabelecida em abril e de 8,1%, no caso do preço pago ao produtor de álcool hidratado, na mesma base de comparação.

Existem, neste sentido, duas razões para este movimento: a) a safra está um pouco atrasada na região Centro-Sul, em função de chuvas que estariam atrapalhando a colheita da cana-de-açúcar, o que reduz a disponibilidade imediata deste combustível no mercado; e b) o consumo de álcool hidratado, utilizado nos carros "flexfuel", registrou acentuada elevação no primeiro trimestre deste ano (de 23,8% na comparação com mesmo período de 2003 e de 10,6% frente ao trimestre imediatamente anterior), reduzindo o efeito de estoques elevados, que eram, até então, a principal justificativa para a

acentuada queda nas cotações verificadas desde dezembro (- 34%, em média).

Desde ao lançamento do bicomcombustível, em março do ano passado, já foram vendidos 158,4 mil veículos deste tipo e, só em abril deste ano, sua participação nas vendas totais de automóveis correspondeu a 24,4%, contra 3,2% do total quando de sua estréia no mercado.

Existem, portanto, razões objetivas de oferta e demanda que justificam o atual movimento dos preços neste complexo, sem que seja necessário trabalhar com o cenário de expectativas muito favoráveis relativas às exportações tanto de açúcar quanto de álcool, ampliadas pelo atual patamar do câmbio, que seriam fatores a estimular um maior direcionamento destes produtos para o mercado externo, reduzindo a disponibilidade interna e pressionando preços.

Neste quadro, está mantida a projeção de preços médios do álcool anidro, que aponta queda de 33% em relação à média de 2003, e ajustou-se a estimativa para o hidratado, que passou de uma redução de 30,6% para 26,8%. Estes números premiam reajustes de, respectivamente, 20% e 26% nos preços médios mensais até dezembro.



8. Dados básicos e projeções anuais

Atualizada em 01/06/2004.

	2001	2002	2003	2004	2005
PIB					
PIB nominal (US\$ bilhões)	510,4	456,2	493,2	560,5	594,3
População (mil)	172.386	174.633	176.876	179.114	181.341
PIB per capita (US\$)	2.961	2.612	2.788	3.129	3.277
PIB VA pm - crescimento real	1,3%	1,9%	-0,2%	4,0%	3,3%
Agropecuária	5,8%	5,5%	5,0%	5,4%	4,9%
Indústria	-0,5%	2,6%	-1,0%	5,4%	3,6%
Serviços	1,8%	1,5%	-0,1%	2,6%	2,8%
Investimento (% do PIB)	19,5%	18,3%	18,0%	19,3%	19,8%
Preços					
IPCA (IBGE)	7,7%	12,5%	9,3%	6,5%	5,2%
IPC-Fipe	7,2%	9,9%	8,2%	6,0%	5,2%
IGP-M (FGV)	10,4%	25,3%	8,7%	10,5%	6,6%
IPA-M (FGV)	11,9%	33,6%	7,6%	13,7%	7,3%
IPC-M (FGV)	7,7%	11,9%	9,3%	6,4%	5,2%
Emprego e Salários					
Taxa de desemprego (30 dias - IBGE)*	6,8%	7,9%	12,3%	11,7%	11,8%
Setor Público					
Déficit nominal (% do PIB)	5,2%	10,3%	3,7%	3,4%	1,3%
Resultado Primário (% do PIB)	3,7%	3,9%	4,3%	4,3%	4,3%
Juros nominais (% do PIB)	8,9%	14,2%	8,0%	7,7%	5,8%
DMda Lq. do Setor Público (% do PIB)	53,3%	55,5%	58,1%	56,5%	53,2%
Câmbio e Juros					
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,3204	3,5333	2,8892	3,08	3,29
Taxa de câmbio	18,7%	52,3%	-18,2%	6,6%	4,9%
Juros nominais (média anual)	17,3%	19,1%	23,3%	15,6%	14,3%
Juros reais em dólar	-1,1%	-21,8%	50,8%	8,4%	8,9%
Juros reais (deflator: IPCA)	9,0%	5,8%	12,8%	8,6%	8,6%
Balanco de Pagamentos					
Exportações (US\$ bilhões)	58,2	60,1	73,1	86,3	92,6
Importações (US\$ bilhões)	55,6	47,0	48,3	58,1	69,1
Balança Comercial (US\$ bi)	2,7	13,1	24,8	28,3	23,5
Conta Corrente (US\$ bi)	-23,2	-7,7	4,1	4,9	0,3
Conta Corrente (% PIB)	-4,6%	-1,7%	0,8%	0,9%	0,1%
Conta Capital e Financeira (US\$ bi)	27,9	8,9	5,5	-8,6	-5,3
Reservas Internacionais (liquidez internac. US\$ bi)	35,9	37,8	49,3	45,6	40,6

* Projeções sobre a antiga série da PME (Pesquisa Mensal de Emprego) do IBGE

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>