



08 de dezembro de 2004
115/2004-DG

COMUNICADO EXTERNO

Membros de Compensação, Corretoras Associadas e Operadores Especiais

Ref.: **Conjuntura Econômica Mensal – Dezembro/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

Dezembro / 2004



Índice

Sumário Executivo	02
1. Situação política e reformas	03
1.1. Dificuldades políticas acentuam-se em novembro, mas governo atua para reduzi-las	03
1.2. Pauta pode ser votada em dezembro	04
2. Nível de atividade e emprego	04
2.1. PIB do 3º trimestre mostra forte expansão da absorção doméstica	04
3. Juros, câmbio e inflação	06
3.1. Câmbio	06
3.2. Juros	06
3.3. Inflação	06
4. Finanças públicas	08
4.1. Resultados de outubro surpreendem pelo desempenho das estatais	08
5. Setor externo	09
5.1. Balanço de pagamentos de outubro aponta melhora dos fluxos de capitais	09
6. Internacional	10
6.1. Bancos centrais devem sustentar ritmo de compra de treasuries americanos	10
7. Informe setorial	11
7.1. Siderurgia: Defasagem de preços deverá acabar neste mês	11
8. Dados básicos e projeções anuais	12

Sócios

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

Macroeconomia e política

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

Análise setorial

ADRIANO PITOLI
AMARYLLIS ROMANO
ANDRÉ SILVA
CAMILA YUMY SAITO
ELTON BICUDO
FABIANA FANTONI
SÉRGIO CONTI

Projetos

ANDRES MEDEYROS ROJAS
BIANCA MÜLLER
BRUNO OLIVA
KÁTIA TIEMI SAITO
LILIAN FUJIIY
RICHARD LEE HOCHSTETLER

Comunicação

ALCIDES FERREIRA
aferreira@tendencias.com.br

Coordenação editorial

CLARA SETOGUCHI
clara@tendencias.com.br

Edição e revisão

ANDREA LEAL
BENEDITO SVERBERI
KLEBER SOARES FILHO

Administração e Vendas

VILMA RANGEL GARCIA
vilma@tendencias.com.br

Rua Estados Unidos, 498
01427-000- São Paulo/SP
Fone: (011) 3052-3311
Fax: (011) 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

O destaque de novembro foi a divulgação dos resultados do PIB do terceiro trimestre de 2004, que mostrou crescimento de 6,1% em relação ao mesmo período de 2003 e 1,0% dessazonalizado em relação ao trimestre imediatamente anterior (4,2% anualizado). O resultado mostra forte expansão da absorção doméstica, principalmente da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), que cresceu 20,1% na comparação com o terceiro trimestre de 2003. O ritmo de expansão da FBCF impressiona a absorção doméstica, pois já cresceu 21,3% nos últimos cinco trimestres. Para 2004, revisamos marginalmente a taxa de crescimento de 4,9% para 5,0%, com forte desaceleração do crescimento no último trimestre do ano. Com relação aos indicadores de inflação, a taxa de variação do IPCA-15 de novembro mostrou alta de 0,19 ponto percentual em relação ao fechamento de outubro (0,44%). A taxa de variação do IGP-M referente a novembro (0,82%), ampliou-se com relação a outubro em 0,19 pontos percentuais, com crescimento de todos os subíndices. Por isso, revisamos a projeção para o fechamento do IPCA de novembro de 0,60% para 0,65%.

No mercado de juros, o Banco Central elevou a taxa Selic em 0,5 ponto percentual. O tom da ata da última reunião do Copom, entretanto, foi mais positivo do que o da reunião de outubro, o que gerou um recuo dos prêmios dos contratos futuros ao longo da estrutura a termo de juros, já que o mercado esperava uma postura mais pessimista por parte do BC. Nossa expectativa para a próxima reunião continua sendo de uma elevação de 25 pontos na Selic.

Nas últimas semanas de novembro, o mercado de moedas internacionais foi alvo das atenções em função da depreciação do dólar frente às principais moedas, causada por rumores que sugeriam mudanças na estratégia dos bancos centrais em relação às reservas.

Consideramos pouco provável que haja uma decisão nesse sentido, principalmente dos bancos asiáticos. Apesar de não descartarmos alguma turbulência advinda do mercado de moedas no curto prazo, não acreditamos que deva existir um movimento desordenado de depreciação do dólar nos próximos meses.

Quanto ao desempenho do setor externo da economia brasileira, chamamos atenção para o resultado do saldo acumulado em 12 meses em transações correntes de outubro, que atingiu US\$ 10,8 bilhões (1,95% do PIB). Quanto ao fluxo de capitais, destacam-se o aumento dos investimentos estrangeiros diretos, que acumularam US\$ 17 bilhões nos últimos 12 meses, e o incremento da taxa de rolagem dos pagamentos de dívidas de médio e longo prazo, que atingiu 65% em outubro. O saldo da balança comercial de novembro foi de US\$ 2,077 bilhões, com desaceleração das exportações e persistência da trajetória de crescimento das importações, observada desde meados de 2003. O resultado primário do setor público referente a outubro (R\$ 8,2 bilhões) ficou acima das expectativas em função do resultado das empresas estatais, que vêm apresentando comportamento bastante imprevisível. A arrecadação de outubro reflete a retomada do crescimento econômico e efeitos sazonais trimestrais, principalmente do Imposto de Renda sobre Pessoa Jurídica. O resultado primário acumulado do ano atinge 4,8% (R\$ 80,0 bilhões) em função dos resultados do Governo Central, que superam, em muito, a antiga meta orçamentária de 2,45% do PIB.

No âmbito político, é importante salientar que as dificuldades enfrentadas pelo governo ao longo de novembro decorrem da inquietação latente dos partidos da base aliada quanto à subrepresentação na distribuição dos postos ministeriais. Porém, desde que o presidente



decidiu formar um governo de coalizão, o Planalto vem adotando medidas concretas para solucionar essas dificuldades. Tudo indica que o governo reúne condições de terminar o ano votando sua

agenda de reformas no Congresso.

A análise setorial deste mês avalia que a defasagem dos preços siderúrgicos deverá acabar em dezembro.

Relatório elaborado com informações disponíveis até 03/12/2004

1. Situação política e reformas

1.1. Dificuldades políticas acentuam-se em novembro, mas governo atua para reduzi-las

O fato de o mês de novembro ter sido marcado por uma série de dificuldades políticas para o governo Lula não é uma grande surpresa.

Destaca-se que a eleição municipal de fato se apresentou como um empecilho ao andamento do trabalho legislativo e produziu uma série de “feridas” com as quais o governo teve que lidar ao longo de novembro.

A maior dificuldade que o governo teve que enfrentar foi com os partidos da base aliada na Câmara dos Deputados. Vale lembrar, por exemplo, que uma das mazelas crônicas do governo do PT no Congresso é a de sub-representar seus aliados na distribuição de postos ministeriais. Mesmo quando concede ministérios a aliados, o Planalto não permite que eles indiquem postos de segundo ou terceiro escalão. Na prática, isso tem gerado uma tremenda inquietação e um mal-estar na relação entre aliados no Congresso, o PT e o governo Lula.

A eleição municipal acabou exacerbando o descontentamento da base aliada. Isso, porque o PT e o PMDB não caminharam juntos nas eleições das principais capitais, o que deixou evidente para as lideranças peemedebistas que as ambições regionais dos dois partidos são conflitantes. Nesse

quadro, o governo não só encontrou grandes obstáculos à votação de medidas provisórias que trancavam a pauta do plenário da Câmara no início de novembro, mas também se desencadeou no PMDB um movimento em prol da saída da base aliada. A aprovação da reforma do Judiciário no Senado foi a única exceção à falta de produtividade no Congresso.

A boa notícia do mês, no entanto, fica por conta do governo, que vem tomando medidas concretas a fim de diminuir a insatisfação dos aliados. Além de descartar a PEC da reeleição, medida essencial para obter o apoio do PMDB no Senado, o presidente dá sinais muito claros de que cederá mais espaço aos aliados. Deverá oferecer mais um posto ministerial ao PMDB e ceder outro ao PP, partido aliado que não tem nenhum ministro de Estado. Na prática, Lula está trabalhando para deixar o governo menos PT e mais de coalizão.

O que se pode concluir é que o governo tem tido atitudes concretas para superar os entraves no Legislativo. Ainda que pouco tenha sido votado em novembro, as perspectivas sobre a relação com a base aliada não são ruins.



1.2. Pauta pode ser votada em dezembro

Tudo indica que o governo terá condições de terminar o ano votando sua agenda de reformas no Congresso. É claro que não haverá tempo para votar toda a agenda até o dia 15 de dezembro, data em que o Congresso tradicionalmente entra em recesso, e é bem possível que o trabalho legislativo seja prorrogado até o dia 31. É importante ressaltar que, com a decisão do presidente Lula de dar mais espaço para seus aliados na reforma ministerial – que também deve ocorrer na segunda ou terceira semana do mês –, as lideranças do governo devem reunir condições para aprovar, até o final do ano, a nova lei de Falências, as PPP (Parcerias Público Privada) e o Orçamento da União.

Um evento que certamente ganhará destaque diz respeito à convenção do PMDB, marcada para o dia 12, em que o partido terá que decidir se permanece ou não na base do governo. O governo vem atuando para adiar a convenção, mas não deve obter êxito. Realizada a convenção, é bem possível que o PMDB decida a favor da entrega dos cargos, porém, essa decisão não deve ser respeitada pelas bancadas no Congresso, nem pelos ministros do partido. Em outras palavras, a convenção do PMDB pode muito bem decidir a favor da tese da independência, mas na prática pode não alterar substancialmente a capacidade do governo de reunir apoio junto à bancada do partido na Câmara dos Deputados e Senado.

2. Nível de atividade e emprego

2.1. PIB do terceiro trimestre mostra forte expansão da absorção doméstica

O dado de atividade mais importante divulgado em novembro foi o PIB do terceiro trimestre de 2004, que mostrou crescimento de 6,1% em relação ao mesmo período de 2003 e 1,0% dessazonalizado em relação ao trimestre imediatamente anterior (4,2% anualizado). Esse resultado foi muito positivo, principalmente pelas características de sua composição, com destaque para o crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF).

Pela ótica da oferta, os números confirmaram a indústria como propulsora do crescimento, apresentando expansão de 7,0% na comparação ano contra ano, com destaque para a construção civil (11,6%) e para a indústria de transformação (6,6%). No crescimento do PIB de serviços, de 4,7%, o destaque ficou por conta de comércio (10,4%) e outros serviços (7,4%). Já a agropecuária cresceu 4,9%.

Em termos dessazonalizados, o crescimento de

1,0% advém quase que integralmente da indústria, com expansão de 2,8% (11,9% anualizado). O PIB de serviços também contribui positivamente, crescendo 0,7% (2,7% anualizado), enquanto a agropecuária contribui negativamente, recuando 3,6%.

Pela ótica da demanda, o resultado mostra forte expansão dos componentes da absorção doméstica, principalmente da FBCF, que cresceu 20,1% na comparação com o terceiro trimestre de 2003. O consumo das famílias também apresenta forte expansão, crescendo 5,7%. Já o consumo do governo mostra crescimento pífio, de apenas 0,3%. A absorção externa continua contribuindo positivamente para o crescimento, com uma taxa próxima a 0,7 ponto percentual, sendo que as exportações cresceram 18,2%, e as importações, 17,7%. No final das contas, o motor do crescimento são os componentes da absorção doméstica, com contribuição próxima a 5,4



pontos percentuais no crescimento do terceiro trimestre.

Em termos dessazonalizados, o comportamento da FBCF neste trimestre - crescimento de 6,7% com relação ao trimestre anterior (29,8% anualizado) -, juntamente com o desempenho nos últimos trimestres, impressiona pelo ritmo de crescimento. No último ciclo de expansão (2000), a FBCF cresceu 12,2% do último trimestre de 1999 até o primeiro trimestre de 2001. Na atual expansão, a FBCF já cresceu 21,3% nos últimos cinco trimestres, alcançando o maior valor de toda a série histórica (Figura 1).

O consumo das famílias, que cresceu 1,4% em relação ao trimestre anterior (5,7% anualizado), mostra expansão acumulada de 6,0% nos últimos cinco trimestres e também está no maior valor de toda a série histórica. Fica abaixo do ciclo de expansão de 2000, quando crescemos 7,3% ao longo de oito trimestres de expansão (do terceiro trimestre de 1999 ao segundo trimestre de 2002), mas é preciso ponderar que a recessão de 2002/03 foi muito mais forte que a de 1997/98 e que o último ciclo de crescimento foi interrompido pela crise energética.

Para 2004, revisamos marginalmente a taxa de crescimento, de 4,9% para 5,0%. Essa

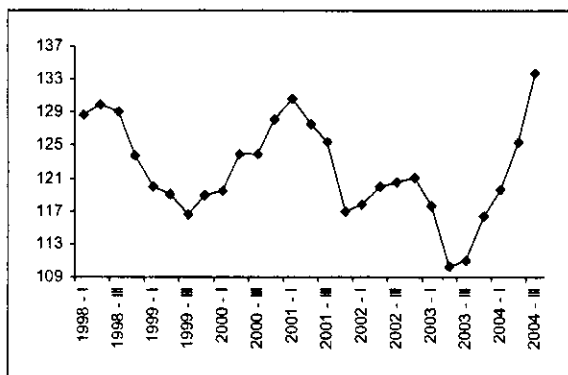
expansão, apesar de ser a maior dos últimos anos, prevê forte desaceleração no crescimento do último trimestre do ano, com uma taxa dessazonalizada próxima a zero. Em 2005, a taxa de crescimento será menor. Com as hipóteses da Tendências, projetamos crescimento de 3,5%. Entretanto, a absorção doméstica deve crescer mais em 2005 do que em 2004, dada a contribuição negativa da absorção externa no próximo ano.

Com relação aos dados de emprego, a taxa de desemprego de outubro, medida pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE, ficou em 10,5%, recuando 0,4 ponto percentual em relação à taxa de setembro, e 2,4 pontos percentuais em relação a outubro de 2003. Em termos dessazonalizados, utilizando os fatores sazonais da antiga PME, a queda na taxa de desemprego foi de 0,3 ponto percentual. Foi determinante para esse resultado a queda dessazonalizada dos desocupados (-3,3%), já que os ocupados ficaram praticamente estáveis (-0,1%).

O rendimento real também recuou em outubro, com queda de 1,2% em relação a setembro. Composto essa queda com a estabilidade dos ocupados (-0,1%), concluímos que a massa salarial recuou 1,3%. Já com relação a outubro de 2003, a massa cresceu 6,9%, pois houve um aumento de 2,6% no rendimento real, e de 4,2% na taxa dos ocupados.

Nos próximos meses, até dezembro, a taxa de desemprego deve continuar recuando. Para os dados de novembro, apenas o comportamento sazonal, calculado pela antiga PME, deve fazer com que a taxa de desemprego recue em torno de 0,5 ponto percentual, para algo ao redor de 10,0%. Uma queda além da sazonalidade, que é bastante provável, em função da trajetória de crescimento da economia, levaria o desemprego a registrar uma taxa de apenas um dígito. Em dezembro, isso certamente vai ocorrer, sendo grande a probabilidade de que a taxa fique em torno de 9,0%.

Figura 1: Série encadeada do índice trimestral da FBCF - dados dessazonalizados



Fonte: IBGE



3. Juros, câmbio e inflação

3.1. Câmbio

Em novembro, o mercado cambial foi o destaque, considerando o movimento contínuo de valorização da taxa de câmbio. A elevação da confiança dos investidores estrangeiros no potencial de crescimento da economia brasileira, juntamente com o crescimento da economia mundial, já vinham proporcionando um cenário bastante favorável aos ativos brasileiros no exterior. O movimento de depreciação do dólar contribuiu para a procura de ativos denominados em outras moedas, o que favoreceu a inédita captação em reais promovida pelo Banco

Votorantim no início do mês. Devemos esperar outras captações em reais no exterior nos mesmos moldes da operação realizada pelo Votorantim, tanto por parte do setor privado quanto pela própria República. A base dessa operação é a arbitragem entre juros domésticos e externos, e seu impacto sobre a taxa de câmbio seria semelhante ao impacto de uma captação em dólares. O ponto importante, porém, é o efeito positivo dessa captação nas expectativas dos agentes, o que se traduz em redução do prêmio de risco.

3.2. Juros

No mercado de juros, o destaque do mês foi a decisão do Banco Central (BC) de elevar a taxa Selic em mais 50 pontos. O tom da ata da última reunião do Copom foi mais positivo em relação ao da ata da reunião de outubro, o que gerou um recuo dos prêmios dos contratos futuros ao longo da estrutura, a termo de juros, visto que o mercado esperava uma postura mais pessimista por parte do BC. O Banco Central reconheceu

alguns fatores presentes na economia que poderão atuar no sentido de redução das expectativas de inflação, como a acomodação do nível de atividade, a apreciação cambial e o recuo do preço do petróleo. O ritmo do processo de ajuste dos juros depende dos riscos de desvio das expectativas de inflação em relação às metas. Nossa previsão para a próxima reunião continua sendo de uma elevação de 25 pontos na Selic.

3.3. Inflação

A taxa de variação do IPCA-15 de novembro (0,63%) ficou acima de nossa expectativa, mostrando uma alta de 0,19 ponto percentual em relação ao fechamento de outubro (0,44%). A principal diferença entre o resultado efetivo e a nossa projeção foi o desempenho dos preços administrados e uma queda um pouco menos acentuada do grupo alimentação. Já o núcleo por exclusão (0,58%) ficou dentro de nossa expectativa (0,58%). A alta dos combustíveis (álcool e gasolina) foi responsável por 0,23 ponto

percentual, o reajuste de telefonia por 0,09 p.p. e a alta das passagens aéreas por 0,03 p.p. O grupo vestuário permaneceu pressionado (1,08%). Outro destaque foi a alta de 1,45% nos preços do cigarro, provocada pelo reajuste de algumas marcas e pelo término da aplicação de um preço promocional. Em habitação (0,45%), a redução de cerca de 20% do "seguro apagão" colocou a taxa do item energia elétrica no campo negativo (-0,09%).

Com esse resultado, a maior pressão do



período ficou por conta dos administrados, que tiveram alta de 1,22% ante 0,80% no fechamento de outubro. Já os preços livres tiveram alta de 0,37% ante 0,29%, na mesma comparação.

A taxa de variação do IGP-M referente a novembro (0,82%) ficou dentro das nossas expectativas (0,80%). O índice acelerou de 0,39% em outubro para 0,82% em novembro, refletindo as altas nas taxas de variação do IPA, do IPC e do INCC.

O IPA passou de 0,44% em outubro para 0,99% em novembro, sendo que o IPA agrícola teve menor queda, de -1,98% para -1,50%, devido, principalmente, ao comportamento dos preços dos produtos *in natura*, dos itens voltados para exportação e das raízes e tubérculos. O IPA Industrial, por sua vez, mostrou aceleração de 1,31% no mês passado para 1,87% neste mês. Esse resultado foi influenciado principalmente pelas altas nos preços dos combustíveis e lubrificantes (5,18% em novembro, contra 0,76% em outubro). Neste item, destacam-se óleos combustíveis, álcool etílico hidratado, óleo diesel e querosene para motores.

O IPC acelerou de 0,05% em outubro para 0,30% em novembro, devido à aceleração dos grupos alimentação, habitação e transportes. O grupo habitação foi pressionado pelo impacto dos

reajustes das tarifas telefônicas, enquanto a aceleração do grupo transporte foi fruto da alta nos preços dos combustíveis – álcool e gasolina.

Já, o INCC passou de 0,82% para 1,01%, devido às acelerações nos itens materiais e serviços e mão-de-obra.

As menores quedas da alimentação e a elevação do grupo transportes já eram esperadas, pois vários itens alimentícios já vinham apresentando este comportamento, e a alta em transportes foi impactada positivamente pelo reajuste do preço do petróleo.

Revisamos nossa projeção para o fechamento do IPCA de novembro, de 0,60% para 0,65%, taxa que representaria uma elevação de 0,21 ponto porcentual em relação a setembro (0,44%), ficando praticamente estável em relação ao IPCA-15 de novembro (0,63%). Esse resultado será marcado pela alta dos preços administrados, com destaque para os combustíveis (álcool e gasolina) e para a tarifa de telefone fixo. Somados, esses itens deverão exercer uma influência positiva de 0,26 p.p. na taxa do indicador. O grupo alimentação deve permanecer comportado, com a continuidade da queda dos produtos *in natura*, arroz e derivados da soja. O grupo vestuário deve mostrar desaceleração.

Quadro: últimos resultados dos principais índices de inflação

	2003	2004*	Outubro/04	Novembro/04	Dezembro/04
IPCA (IBGE)	9,2%	7,3%	0,44%	0,65%*	0,60%*
IPC (FIPE)	8,1%	6,6%	0,62%	0,56%	0,70%*
IPC-M (FGV)	9,3%	6,5%	0,05%	0,30%	0,50%*
IGP-M (FGV)	8,6%	12,4%	0,39%	0,82%	0,75%*

Fonte: Fipec, FGV e IBGE.

(*) projeções Tendências.



4. Finanças públicas

4.1. Resultados de outubro surpreendem pelo desempenho das estatais

O resultado primário do setor público referente a outubro superou a expectativa, ficando superavitário em R\$ 8,2 bilhões. O Governo Central – pelo ângulo “abaixo da linha” do setor público – registrou um superávit de R\$ 5,5 bilhões, os Estados e municípios, de R\$ 1,3 bilhão, e as empresas estatais, de R\$ 1,4 bilhão. Com isso, nos últimos doze meses, o superávit já atinge 4,8% (R\$ 80,0 bilhões), superando com facilidade a meta firmada junto ao FMI.

Vale destacar que a disparidade entre o resultado obtido em outubro e as projeções ocorreu, principalmente, em função das empresas estatais que vêm apresentando no ano um comportamento bastante imprevisível. Em razão dessa alta imprevisibilidade, nada impede que o resultado acumulado por essas empresas se reduza até o final do ano. Por outro lado, Estados e municípios devem continuar apresentando um resultado positivo, e também devem ficar próximos à meta orçamentária de 1,1% até o final do ano. Sendo assim, na prática, pode-se afirmar que é o Governo Central que vem apresentando no ano um resultado muito positivo, superando com folga a antiga meta orçamentária de 2,45%.

Com relação às receitas do Governo Central em outubro, o principal fator que contribuiu para o resultado foi a arrecadação, que ainda continua alavancada pela retomada do crescimento econômico e pelas mudanças na base de cálculo e elevação da alíquota da Cofins. Além disso, a arrecadação de outubro reflete, em grande medida, efeitos sazonais trimestrais, principalmente do Imposto de Renda sobre Pessoa Jurídica (que cresceu em termos reais, pelo IPCA, 38,39% em relação a setembro passado) e da CSLL (que teve crescimento real de 54,9% também em relação a setembro). Finalmente, ainda que com impacto menor, a ocorrência de um menor número de semanas em outubro em, comparação a setembro, reduziu a arrecadação dos tributos cuja base de

arrecadação é o número de semanas no mês, como é o caso do Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) sobre rendimentos do trabalho, da CPMF e do IOF.

Do lado das despesas, o destaque fica para custeio e capital, especificamente gastos com OCC, que têm aumentado em razão da meta ainda estar abaixo da programação orçamentária para o exercício de 2004. Com relação ao resultado da Previdência Social, a receita tem aumentado 10,6% até outubro, em termos reais deflacionado pelo IPCA, na comparação com o mesmo período em 2003, em função dos maiores índices de ocupação, do rendimento mensal dos assalariados com carteira assinada – que servem de base para o cálculo da receita –, e do aumento na base de contribuição em 2004. Não obstante, o resultado é novamente deficitário em outubro: R\$ 2,5 bilhões. Ainda que o Ministério da Previdência Social não abra as despesas, o Tesouro Nacional afirma que o aumento das mesmas ocorre em função da elevação do valor médio e da quantidade paga de benefícios, e, ainda, em decorrência de sentenças judiciais favoráveis a pagamentos de aposentados. É importante salientar que um cenário de crescimento menor tende a reduzir a receita, visto que diminui o número de empregos formais, o que poderia aumentar ainda mais o déficit previdenciário nos anos posteriores.

A retomada do crescimento econômico impulsionou fortemente o resultado da arrecadação federal, o que tornou 2004 um ano muito favorável para as contas públicas – com a possibilidade de elevar a meta de superávit primário sem comprometer os investimentos. Portanto, um cenário de crescimento menor em 2005 (3,5%), ainda que com uma meta orçamentária de 4,25%, deverá exigir uma redução expressiva no ritmo de expansão das despesas discricionárias, sobretudo em investimentos públicos.



5. Setor externo

5.1. Balanço de pagamentos de outubro aponta melhora dos fluxos de capitais

O resultado do saldo em transações correntes divulgado em novembro, referente a outubro, foi positivo em US\$ 1 bilhão sendo que o saldo da balança comercial foi de US\$ 3,0 bilhões. A redução do saldo em transações correntes em relação aos meses anteriores decorre principalmente de fatores sazonais, como o incremento das despesas do setor público com pagamentos de juros (US\$ 943 milhões).

O valor do saldo das transações correntes referente a outubro representa recorde histórico, sendo que, nos últimos 12 meses, os saldos acumulados da balança comercial e das transações correntes atingiram respectivamente US\$ 32,6 bilhões e US\$ 10,8 bilhões (1,95% do PIB).

Em linha com o ocorrido nos meses anteriores, o que chama atenção na divulgação do balanço de pagamentos de outubro são os resultados da conta capital. No mês de outubro, os investimentos estrangeiros diretos elevaram-se para US\$ 1,3 bilhão (US\$ 17 bilhões nos últimos 12 meses), o que confirma as expectativas de melhoria já antecipadas para esse indicador. Vale ressaltar que o patamar de investimentos diretos, excluindo-se as conversões e a operação de troca de participações dos minoritários da AmBev, apresentou alta moderada, permanecendo ainda na casa dos US\$ 6 bilhões no acumulado dos últimos 12 meses.

Além disso, houve incremento da taxa de rolagem dos pagamentos de dívidas de médio

e longo prazo do setor privado, que atingiu 65% em outubro. Esse valor representa o nível mais elevado para esse indicador desde fevereiro de 2004, e é um dos fatores responsáveis pelo fluxo cambial positivo observado no mês (US\$ 672 milhões), após quatro meses consecutivos de fluxos negativos.

Em novembro, o saldo da balança comercial brasileira atingiu US\$ 2,077 bilhões. As exportações somaram US\$ 8,159 bilhões, enquanto as importações atingiram a marca de US\$ 6,082 bilhões. É importante notar que novembro registrou o maior resultado da série acumulada de saldo comercial em doze meses (US\$ 33,0 bilhões).

Os dados de médias diárias revelam que está em curso a desaceleração das exportações. O patamar atual da série dessazonalizada de exportações diárias é equivalente ao de junho deste ano, pois ele vem se recuperando de um moderado declínio ocorrido nos meses subseqüentes. Com relação às importações, persiste a trajetória de crescimento da média diária de importações observada desde meados de 2003.

Com relação ao saldo em transações correntes de novembro, a ser divulgado no próximo dia 20, a expectativa é de um resultado de cerca de US\$ 200 milhões. Esse desempenho é decorrente da conjugação de um saldo menor da balança comercial (US\$ 2,1 bilhões) e de aumento nos pagamentos de juros, ambos relacionados ao efeito de fatores sazonais.



6. Internacional

6.1. Bancos centrais devem sustentar ritmo de compra de treasuries americanos

Temos observado que ao longo dos últimos meses, e mais especificamente nas últimas semanas de novembro, o mercado de moedas vem centralizando as atenções dos agentes e alimentando a cautela, dado que a depreciação do dólar segue em curso frente às principais moedas, inclusive em relação ao euro.

No final do mês, alguns fatos, como as sinalizações do Banco Central da Rússia e um relatório sugerindo mudanças na estratégia do Banco Popular da China em relação às reservas internacionais, contribuíram para que a preocupação com uma depreciação mais acelerada e significativa do dólar se acirrasse.

Esses rumores sobre a estratégia dos bancos centrais em relação a suas reservas, de fato, devem ser acompanhados com cautela, embora ainda não haja nada efetivo, apenas uma intenção clara do Banco Central russo. Mas o ponto é que os impactos sobre os mercados podem ser significativos no curto prazo, se os bancos centrais, principalmente os asiáticos, sinalizarem na direção de aumentar o montante de outras moedas – como o euro – na composição de suas reservas internacionais. Na verdade, os impactos sobre os mercados não decorreriam somente da menor compra de treasuries, mas também do efeito nas expectativas dos agentes, o que tenderia a potencializar o movimento efetivo de depreciação da moeda norte-americana.

Sabemos que os bancos centrais exercem papel fundamental no financiamento dos déficits norte-americanos, através da compra maciça de treasuries. A acumulação significativa de reservas por estes países ligada, em grande parte, aos fortes superávits comerciais, tem servido ao financiamento das contas americanas e contido, assim, maior depreciação do dólar.

A política cambial nos países asiáticos, com destaque para China, Coréia do Sul e Japão, tem

constituído importante suporte para os elevados superávits comerciais, na medida em que suas moedas vêm sendo mantidas artificialmente em patamares depreciados.

Essa dinâmica da economia mundial – calcada num profundo desequilíbrio em transações correntes, com os Estados Unidos deficitário e o resto do mundo superavitário – tem se mostrado não sustentável, e o ajuste desses desequilíbrios, via maior depreciação da moeda americana, tem ganhado força. O ajuste, no entanto, não se dá tranquilamente, uma vez que tem efeitos adversos, especialmente para regiões como a zona do euro. Considerando que os países asiáticos controlam o câmbio para evitar uma maior apreciação de suas moedas, o peso da depreciação da moeda americana tem recaído sobre regiões com câmbio flexível, principalmente sobre a zona do euro.

Esse ajuste pode se tornar mais desfavorável, principalmente no curto prazo, se os bancos centrais decidirem reduzir o ritmo de compra de treasuries, na medida em que desejem diversificar suas reservas. Como os bancos centrais asiáticos são os maiores compradores de treasuries, uma diminuição no ritmo de compra pode levar a uma maior depreciação do dólar, além do fato de que a menor procura por treasuries norte-americanos deve levar a uma queda de preços e conseqüentemente a uma alta nas taxas de juros. Nesse contexto, com depreciação mais significativa do dólar, apreciação das demais moedas e alta das taxas de juros futuras nos EUA, embora seja difícil calcular o efeito líquido, o resultado mais provável é que a economia mundial tenda a crescer menos.

Por isso, consideramos pouco provável que haja uma decisão dos bancos centrais, principalmente dos asiáticos, de alterar a composição de suas reservas, pois qualquer atitude nessa direção tende



a desencadear um movimento maciço de depreciação do dólar, e trazer efeitos negativos sobre suas reservas internacionais.

Mesmo assim, a expectativa é de que o dólar se desvalorize ainda mais, dado o próprio montante do déficit em transações correntes. É fato que a própria alta na taxa de juros futura, em contraposição à queda na taxa de juros das demais regiões, pode ser um incentivo para que os capitais retornem aos Estados Unidos à procura de maior rentabilidade, freando, portanto,

a depreciação da moeda norte-americana.

Em resumo, não descartamos alguma turbulência advinda do mercado de moedas no curto prazo, mas não acreditamos que deva existir um movimento desordenando de depreciação do dólar ao longo dos próximos meses, considerando, a) que os bancos centrais não devem reduzir ritmo de compra de ativos em dólares e b) que a própria ampliação do diferencial de juros entre EUA e resto do mundo tende a incentivar o retorno dos capitais ao EUA.

7. Informe setorial

7.1. Siderurgia: Defasagem de preços deverá acabar neste mês

Em novembro, a diferença entre os preços siderúrgicos domésticos e os praticados no mercado internacional continuou a se reduzir e fechou o mês em 2,8% – 4,8 pontos percentuais abaixo da defasagem verificada em outubro.

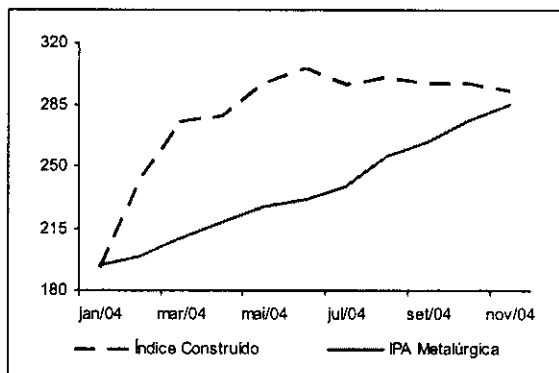
Essa diferença é calculada a partir da comparação entre o índice de metalurgia do IGP-M – composto por produtos siderúrgicos e minerais não-ferrosos – e um índice de preços construído para as commodities metalúrgicas – elaborado a partir das cotações internacionais dos principais produtos metalúrgicos –, ponderada pelos mesmos pesos utilizados no IGP-M e corrigidas pela taxa de câmbio.

A queda verificada em novembro é explicada por três fatores: (1) um aumento de 3,2% nos preços domésticos (índice de metalurgia do IGP-M); (2) uma valorização de 2,1% do real em relação ao dólar no período e (3) uma pequena elevação de 0,7% nas cotações internacionais dos produtos metalúrgicos na moeda norte-americana.

A Tendências mantém a previsão de que a defasagem irá desaparecer até dezembro deste

ano e que, em 2005, os preços domésticos deverão acompanhar de perto as cotações internacionais deste grupo de produtos. Projetamos um aumento de 10% e 20%, respectivamente, nos preços dos aços planos e longos no ano que vem. As cotações dos metais não-ferrosos, por sua vez, deverão apresentar reduções de 10%, em média, no mesmo período.

Figura: Defasagem entre preços domésticos e internacionais de produtos metalúrgicos



Fonte: Metal Bulletin e FGV; Elaboração: Tendências



8. Dados básicos e projeções anuais

Atualizada em 07/12/2004.

	2001	2002	2003	2004	2005
PIB					
PIB nominal (US\$ bilhões)	510,4	456,2	493,2	584,6	646,9
População (mil)	172.386	174.633	176.876	179.114	181.341
PIB per capita (US\$)	2.961	2.612	2.788	3.264	3.567
PIB VA pm - crescimento real	1,3%	1,9%	0,5%	5,0%	3,5%
Agropecuária	5,8%	5,5%	4,5%	4,5%	6,0%
Indústria	-0,5%	2,6%	0,1%	6,0%	3,6%
Serviços	1,8%	1,6%	0,6%	3,7%	2,5%
Investimento (% do PIB)	19,5%	18,3%	17,8%	19,3%	19,8%
Preços					
IPCA (IBGE)	7,7%	12,5%	9,3%	7,3%	5,3%
IPC-Fipe	7,2%	9,9%	8,2%	6,6%	5,3%
IGP-M (FGV)	10,4%	25,3%	8,7%	12,3%	6,2%
IPA-M (FGV)	11,9%	33,6%	7,6%	14,9%	6,5%
IPC-M (FGV)	7,7%	11,9%	9,3%	6,1%	5,5%
Emprego e Salários					
Taxa de desemprego (30 dias - IBGE)	6,8%	7,9%	12,3%	14,3%	10,8%
Setor Público					
Déficit nominal (% do PIB)	5,2%	10,3%	3,7%	2,8%	6,9%
Resultado Primário (% do PIB)	3,7%	3,9%	4,3%	4,6%	4,3%
Juros nominais (% do PIB)	8,9%	14,2%	8,0%	7,4%	8,2%
Dívida Líq. do Setor Público (% do PIB)	53,3%	56,1%	57,3%	51,8%	51,9%
Câmbio e Juros					
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,3204	3,5333	2,8892	2,75	3,00
Taxa de câmbio	18,7%	52,3%	-18,2%	4,8%	9,1%
Juros nominais (média anual)	17,3%	19,1%	23,3%	16,2%	16,4%
Juros reais em dólar	-1,1%	-21,8%	50,8%	22,1%	6,7%
Juros reais (deflator: IPCA)	9,0%	5,8%	12,8%	8,4%	10,5%
Balanço de Pagamentos					
Exportações (US\$ bilhões)	58,2	60,1	73,1	95,8	97,0
Importações (US\$ bilhões)	55,6	47,0	48,3	62,9	72,0
Balança Comercial (US\$ bi)	2,7	13,1	24,8	32,9	25,0
Conta Corrente (US\$ bi)	-23,2	-7,7	4,1	1,3	2,5
Conta Corrente (% PIB)	-4,6%	-1,7%	0,8%	1,9%	0,4%
Conta Capital e Financeira (US\$ bi)	27,9	8,9	5,5	12,7	-7,5
Reservas Internacionais (liquidez internac. US\$ bi)	35,9	37,8	49,3	47,9	42,9