



09 de novembro de 2004
107/2004-DG

COMUNICADO EXTERNO

Membros de Compensação, Corretoras Associadas e Operadores Especiais

Ref.: Conjuntura Econômica Mensal – Novembro/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

Novembro / 2004



Índice

Sumário Executivo	02
1. Situação política e reformas	03
1.1. Eleições são positivas para o PT, mas podem dificultar relação com a sua base aliada	03
1.2. Deve haver algum ruído político em novembro	04
2. Nível de atividade e emprego	04
2.1. Dados reforçam os sinais de desaceleração	04
3. Juros, câmbio e inflação	06
3.1. Alto preço do petróleo continua chamando a atenção	06
3.2. IPCA de outubro deve se aproximar de 0,40%	08
4. Finanças públicas	09
4.1. Arrecadação continua impulsionando resultado fiscal em setembro	09
5. Setor externo	10
5.1. Outubro revela melhoria dos influxos de capitais de longo prazo	10
6. Internacional	11
6.1. EUA: investimentos em tecnologia continuam sendo boa notícia	11
6.2. China sustenta crescimento robusto e inflação posa como potencial problema	12
7. Informe setorial	12
7.1. São mais claros os sinais de perda de dinâmica de demanda interna	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
JOSÉ MÁRCIO CAMARGO
ROBERTO PADOVANI

Macroeconomia e política

ALESSANDRA RIBEIRO
ANA PAULA ALMEIDA
CHRISTOPHER GARMAN
CLÁUDIA OSHIRO
GIAN BARBOSA
GUILHERME LOUREIRO
JUAN PEDRO JENSEN
JULIO CALLEGARI
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
FREDERICO E. VALLADARES
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

Administração e Vendas

VILMA RANGEL GARCIA
vilma@tendencias.com.br

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

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



SUMÁRIO EXECUTIVO

Em outubro o grande destaque foi o aperto mais forte na política monetária. Contrariamente à aposta majoritária predominante nos mercados, de uma alta de 25 pontos, o Banco Central elevou a Selic em 50 pontos, para o patamar de 16,75%.

Ainda que o Banco Central sustente sua posição com base no aquecimento da demanda em um contexto de redução da capacidade ociosa da economia, os indicadores antecedentes da atividade econômica exibem sinais mais ambíguos.

A produção industrial de agosto apresentou crescimento de 13,1% ante agosto de 2003 e de 1,1% dessazonalizado em relação a julho. Apesar de este crescimento ainda ser forte na margem, a abertura do índice é menos preocupante. Os setores que continuam dando dinâmica ao crescimento são os de bens de capital, e o de bens de consumo duráveis. Nas outras duas categorias de uso, a produção de bens intermediários, que está operando próximo do limite da capacidade, apresentou crescimento dessazonalizado de apenas 0,3%, não sendo, portanto, preocupante. Já o setor de bens de consumo semi e não duráveis, que depende do crescimento da renda, voltou a apresentar queda. Vale notar ainda que se espera que em setembro ocorra uma queda da produção industrial na comparação com agosto. No comércio, por sua vez, os últimos resultados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) fornecem fortes indicações de que a demanda está em desaceleração.

A taxa de variação do IPCA-15 de outubro (0,32%) mostrou uma relativa estabilidade em relação ao fechamento de setembro (0,33%) e a taxa de variação do IGP-M de outubro (0,39%) veio abaixo de nossa expectativa (0,45%), mostrando um recuo em relação ao resultado de setembro (0,69%), com destaque para a desaceleração dos produtos no atacado, de 0,91% para 0,44%, e a desaceleração dos preços

ao consumidor.

Nos mercados, outubro foi um mês em que os preços dos ativos domésticos registraram piora marginal. A bolsa de valores teve queda de cerca de 1,2%, o prêmio de risco registrou elevação de 3% e o câmbio seguiu praticamente estável em relação ao fechamento de setembro. No campo externo, a alta nos preços do petróleo foi o elemento que intensificou a cautela entre os agentes econômicos, dada a preocupação de que a alta nos preços da *commodity* deve ter impacto negativo sobre a atividade econômica mundial. Além disso, foi divulgado o PIB norte-americano referente ao terceiro trimestre, que ficou dentro das expectativas em 3,7% em relação ao trimestre anterior, impulsionado pelo resultado apresentado em consumo, investimentos privados e setor externo. Na China, a economia continua crescendo a um compasso robusto, enquanto a inflação permanece em patamares elevados, posando como potencial problema para o governo chinês, principalmente em um contexto de alta nos preços do petróleo.

No âmbito político, é importante levantar como o resultado da eleição municipal irá repercutir dentro do PT, uma vez que a eleição fornece ao PT o primeiro teste sobre os rumos ditados pelo governo Lula. Sob essa ótica, o resultado das eleições municipais provavelmente agirá para consolidar os rumos ditados pela atual cúpula, mesmo com as derrotas sofridas pelo PT em São Paulo e Porto Alegre. Vale ressaltar, no entanto, que o resultado positivo do PT nas eleições municipais pode dificultar a sua relação com os partidos da base aliada, o que pode aumentar as dificuldades do governo principalmente no Congresso.

A análise setorial deste mês aborda os sinais de perda de dinâmica da demanda interna, que vêm se tornando mais claros.

Relatório elaborado com informações disponíveis até 03/11/2004



1. Situação política e reformas

1.1. Eleições são positivas para o PT, mas podem dificultar sua relação com a base aliada

Um dos resultados mais significativos dessa eleição municipal diz respeito à sua repercussão dentro do PT. Como a Tendências vem chamando a atenção, essas eleições representam um momento crítico ao partido, pois fornece ao PT o primeiro teste para saber se os rumos ditados pelo governo Lula estão gerando dividendos eleitorais para o partido como um todo. Mais especificamente, esse resultado servirá para indicar se o PT de fato está perdendo suas bases tradicionais de apoio e firmando raízes em regiões onde o partido nunca teve muita representatividade.

Sob essa ótica, o resultado das eleições municipais muito provavelmente vai agir para consolidar os rumos ditados pela atual cúpula, mesmo com as derrotas que o PT sofreu em São Paulo e Porto Alegre. O fato é que o partido garantiu um aumento significativo no número de prefeituras dentre os pequenos e médios municípios. Além disso, também manteve uma presença forte nas grandes cidades. Na categoria de 96 municípios com mais de 150 eleitores, por exemplo, o PT acabou conquistando 23 cidades. O PSDB conquistou 19 nessa categoria, mas obviamente levando as “jóias da coroa”, São Paulo e Curitiba.

No entanto, outubro evidenciou que uma das principais dificuldades para o governo Lula nos próximos meses diz respeito à sua relação com os partidos da base aliada. Uma das principais razões que justificam essa tese é o fato de que, por mais estranho que pareça, o bom desempenho do PT nas urnas vem gerando uma série de “mágoas” entre os partidos aliados.

Chama a atenção o comportamento do PMDB. Destaca-se que a ala de oposição dentro do partido saiu revigorada com resultado do primeiro turno e com as projeções para o segundo turno. São vários os pontos de atrito com o PT: São

Paulo, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Espírito Santo, Mato Grosso do Sul, Goiás, Pernambuco, Bahia, Ceará e Piauí. Dentro do partido, lideranças como Geddel Viera Lima (PMDB-BA) devem argumentar que o PMDB tem poucas convergências com o PT nos Estados, o que diminuiria as vantagens de se estar coligado com o governo Lula no plano federal.

Não foi por outra razão que as duas tentativas de fazer um “esforço concentrado” ao longo de outubro fracassaram. Tanto o PMDB quanto o PPS entraram em obstrução juntamente com os partidos de oposição, inviabilizando a capacidade de o presidente da Câmara dos Deputados, João Paulo Cunha (PT-SP), votar as mais de 20 medidas provisórias que já trancam a pauta. Além das “mágoas” eleitorais, a bancada do PMDB acabou entrando em obstrução devido a um temor de que o presidente da Câmara viesse a reintroduzir a PEC da reeleição.

Destaca-se que além das feridas eleitorais, as dificuldades do governo com o PMDB passam necessariamente pela PEC da reeleição. O fato é que o governo ainda precisa encontrar uma solução para esse problema essencialmente político, mesmo que sua aprovação fique cada vez mais improvável pela simples falta de tempo de aprovar uma PEC em dois turnos na Câmara dos Deputados e no Senado. Mesmo sem a aprovação da PEC, a questão central diz respeito à capacidade do governo de encontrar um nome para a presidência do Senado que contente tanto a José Sarney (PMDB-AP) quanto a Renan Calheiros (PMDB-AL).

Talvez não seja por acaso que o governo encontre mais dificuldades para “curar” as feridas eleitorais oriundas das eleições municipais em relação a governos anteriores. Dado que o PT sempre cultivou um voto de legenda enquanto partido de oposição, ministros de Estado do



governo Lula “vestiram a camisa” do PT nessas eleições muito mais do que ministros do PSDB em outras eleições locais no governo FHC. Logo, não é por acaso que as fissuras pós-eleitorais

sejam maiores no governo Lula em comparação ao governo FHC, que sempre optou por ficar de fora das disputas locais para não gerar atritos dentro de sua base.

1.2. Deve haver algum ruído político em novembro

As dificuldades do PT nesse segundo turno das eleições municipais somente reforçam um cenário que a Tendências já vem defendendo: novembro deve ser mesmo difícil para o governo Lula. Dentro do PT, certamente haverá uma discussão interna sobre o resultado eleitoral, e é possível que as alas de esquerda venham a ganhar alguma voz.

As dificuldades do governo, no entanto, se encontram principalmente no Congresso, e mais especificamente, entre sua base aliada. O fato é que o resultado da eleição gerou atritos dentro dos partidos da base, com destaque para o PMDB, como já ficou evidente em outubro. O maior aliado do governo no Senado deve passar por um processo de discussão interna nessas próximas semanas, e lideranças importantes da legenda já defendem um afastamento do governo Lula. Destaca-se que o governador Germano Rigotto (RS) saiu-se muito bem nas eleições contra o PT no Rio Grande do Sul e já defende uma postura de independência com relação ao governo Lula. De forma mais ampla, o fato é que o resultado da

eleição gerou maior atrito entre o PT e o PMDB em várias regiões.

O ponto a se reconhecer, portanto, é que o governo Lula muito provavelmente dedicará boa parte de seus esforços nas próximas semanas para recompor com sua base no Congresso. Vale esperar, por exemplo, que Lula venha a coordenar reuniões com lideranças dos partidos da base, na tentativa de atender às demandas de seus aliados. Tal esforço deve ser visto como um movimento necessário, pois com um acúmulo de medidas provisórias na Câmara dos Deputados, e o assunto da PEC da reeleição mal resolvido, este mês deve ser dedicado exclusivamente à votação de MPs. No Senado, o governo tem uma pequena janela de oportunidade na próxima semana para votar sua agenda de reformas, mas é importante lembrar que, com a votação das MPs na Câmara, a pauta no Senado fica automaticamente trancada.

Em suma, tanto dentro do PT quanto no Congresso, o resultado da eleição somente reforça nosso cenário de que novembro deve ser caracterizado por um certo ruído político.

2. Nível de atividade e emprego

2.1. Dados reforçam os sinais de desaceleração

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

A produção industrial de agosto apresentou crescimento de 13,1% ante agosto de 2003 e de

1,1% dessazonalizado em relação a julho. Apesar deste crescimento ainda forte na margem, que poderia trazer o temor de uma política monetária ainda mais dura pelo BC, a abertura do índice não é preocupante. Os setores que continuam dando dinâmica ao crescimento são os de bens de



capital, com crescimento dessazonalizado de 2,3%, e o de bens de consumo duráveis, com expansão de 2,2%. O crescimento do setor de bens de capital é necessário para que se amplie a capacidade produtiva no futuro. Já o setor de bens de consumo duráveis tem ainda vários segmentos com capacidade ociosa, como o automotivo, que tem importante peso neste resultado (em termos dessazonalizados a produção de automóveis cresceu 5,0% em agosto).

Nas outras duas categorias de uso, a produção de bens intermediários, que está operando próximo do limite da capacidade de produção, apresentou crescimento dessazonalizado de apenas 0,3%, não sendo, portanto, preocupante. Já o setor de bens de consumo semi e não duráveis, que depende do crescimento da renda, voltou a apresentar queda, de 0,3%, estando 1,2% abaixo da produção de junho. O comportamento de queda deste grupo reforça a análise de que somente os setores ligados a crédito ou ao mercado externo estão tendo um bom desempenho. Os setores ligados à renda ainda mostram uma trajetória indefinida.

Para a produção de setembro os primeiros indicadores antecedentes mostram estabilidade na margem. A produção de veículos (Anvafea) registra uma pequena queda no dado dessazonalizado, de 0,5%, assim como o fluxo pedagógico de veículos pesados (ABCR), que teve queda de 0,3% e a expedição de papel ondulado, que recua 1,0%. Em relação a setembro de 2003, todos os indicadores mostram crescimento, de 25,3% para a produção de veículos, de 7,7% para o fluxo e de 8,8% para a expedição de papel. Com esses dados, os modelos da *Tendências* projetam crescimento próximo a 6,3% para a indústria em relação a setembro de 2003. Em termos dessazonalizados, isto representa estabilidade em relação a agosto.

No comércio, os últimos resultados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) fornecem fortes indicações de que a demanda está em desaceleração. Em agosto, pelo segundo mês

consecutivo, houve um recuo de 0,3% nas vendas, em termos dessazonalizados, após o comércio já ter registrado uma expansão discreta em junho, quando houve variação de 0,4% na comparação com o mês anterior. Com isso, o desempenho das vendas no período entre junho e agosto ficou praticamente parado (-0,1%), marcando um forte contraste com os três meses anteriores, quando o crescimento acumulado foi de 4,2% ou 18% anualizado.

Outro ponto a se destacar é que as indicações de desaceleração são observadas de modo relativamente generalizado. Ainda assim, achamos que há espaço para um discreto crescimento nas vendas no quarto trimestre deste ano, quando esperamos uma variação de 9,5% na comparação com o mesmo período do ano anterior.

Os dados de emprego, segundo a Pesquisa Mensal de Emprego do IBGE, mostram queda na taxa, que atingiu 10,9% em setembro contra 11,4% em agosto. Na comparação com o mesmo período do ano passado, a taxa apresentou recuo de 2 pontos percentuais. Considerando os fatores sazonais da antiga série da PME - já que a nova série é muito curta para permitir o cálculo de novo padrão sazonal -, pode-se sugerir que a queda da taxa de desemprego também é observada nos dados dessazonalizados, já que, em relação a agosto, a taxa de desemprego recuou 0,2 ponto percentual. Em agosto, a taxa de desemprego dessazonalizada (em relação a julho) havia interrompido a trajetória de queda, ficando estável.

Em setembro, considerando o ajuste sazonal, o número de ocupados apresentou aumento de 0,8% e o número de desocupados, um recuo de 0,9%, ambos em relação ao mês anterior. Na comparação com o mesmo período do ano passado, o crescimento do número de ocupados foi de 3,6%. A queda da taxa de desemprego, mesmo com o aumento da PEA, é explicada, portanto, pelo forte aumento da ocupação e pela queda dos desocupados.

Com relação ao rendimento, setembro voltou a apresentar resultado positivo, após o número



negativo de agosto. Na comparação mensal, o aumento foi de 1,4% dessazonalizado, enquanto em relação a setembro do ano passado, o crescimento foi de 3,2%.

Compondo o índice de massa real, a partir do número de ocupados e do rendimento médio, a massa real de rendimento volta a crescer e alcança o nível mais alto desde dezembro de 2002. O crescimento em relação a agosto foi de 2,48%, sendo que este nível já está 7% acima do fechamento de 2003. Na comparação com

setembro do ano passado, a massa salarial acumula alta de 6,9%.

De modo geral, os indicadores de emprego confirmam que o cenário favorável da atividade econômica continua se refletindo na melhoria gradual do mercado de trabalho. Com relação à massa real, a manutenção de alta deverá continuar sustentando o consumo privado nos próximos meses, já que o aumento da massa salarial tende a manter reduzida a inadimplência e facilitar a continuidade da expansão do crédito.

3. Juros, câmbio e inflação

3.1. Alto preço do petróleo continua chamando a atenção

Em outubro os preços dos ativos domésticos registraram piora marginal. A bolsa de valores teve queda de cerca de 1,2%, o prêmio de risco registrou elevação de 3% e o câmbio seguiu praticamente estável em relação ao fechamento de setembro. No campo externo, a alta nos preços do petróleo foi o elemento que intensificou a cautela entre os agentes econômicos, dada a preocupação de que a alta nos preços da commodity deve ter impacto negativo sobre a atividade econômica mundial. Neste contexto, considerando a hipótese de que os efeitos do choque do petróleo tendem a ocorrer mais via crescimento que inflação, as taxas de juros internacionais permaneceram baixas. Mas ainda assim, os países emergentes, dentre eles o Brasil, mostraram uma piora marginal nos preços dos títulos de dívida externa, reflexo de uma maior aversão a risco por parte dos agentes financeiros. No campo doméstico, o destaque ficou para o aperto monetário mais forte na política monetária. Contrariamente à aposta majoritária predominante nos mercados, de uma alta de 25 pontos em outubro, o Banco Central elevou a Selic em 50 pontos para o patamar de 16,75%. A preocupação com os efeitos sobre a

inflação doméstica do (a) aquecimento da demanda em um contexto de redução da capacidade ociosa da economia e (b) do choque de oferta derivado da alta nos preços do petróleo, a autoridade monetária elevou mais fortemente a taxa de juros em outubro em relação ao mês anterior. As sinalizações para o próximo mês continuam na mesma direção, ou seja, de um novo aumento de 50 pontos em novembro.

3.1.1. Juros

O Banco Central, através da ata do Copom de outubro reforçou a perspectiva de continuidade de aumento da taxa básica de juros da economia, agora, provavelmente em um ritmo de 0,5 p.p. por reunião. Tal conclusão pode ser vista como implicação dos destaques da ata, quais sejam:

1) Mesmo reconhecendo “alguma tendência espontânea de arrefecimento” do ritmo de expansão da economia, o Banco Central acredita que os dados disponíveis não sugerem que tal arrefecimento “seja intenso o bastante para preservar a compatibilidade entre a trajetória das metas de inflação e a velocidade de preenchimento da capacidade ociosa da



economia". Como dificilmente aparecerão indicadores generalizados de grande desaceleração da economia no curto prazo, a proliferação de indicadores ambíguos deverá continuar estimulando a cautela do BC.

2) Mais uma vez, a autoridade monetária reafirmou seu compromisso com o processo de elevação de juros, ressaltando que a última alta dos juros (em 0,5 ponto porcentual) é mais condizente com o "movimento total" de alta previsto inicialmente. Nesse sentido, tornou-se difícil imaginar uma alta menor que 0,5 ponto porcentual na próxima reunião do Copom.

3) O Banco Central considera preocupante a continuidade da deterioração marginal das expectativas "mesmo após a mudança efetiva da postura de política monetária". Como, ao mesmo tempo, o BC continua projetando inflação próxima a 6,4% em 2005 (no relatório de inflação), quando se utilizam as hipóteses médias do mercado, é difícil imaginar que as expectativas recuem no curto prazo (atualmente, estas estão em 5,9%)

3.1.2. Inflação

A taxa de variação do IPCA-15 de outubro (0,32%) ficou dentro de nossa expectativa (0,35%), mostrando uma relativa estabilidade em relação ao fechamento de setembro (0,33%). Apesar da estabilidade da taxa do índice cheio, o desempenho entre os grupos foi distinto.

Houve aumento do ritmo de queda do grupo alimentação (de -0,19% para -0,26%), com destaque para os produtos *in natura*, que saíram de uma influência negativa de 0,06 ponto porcentual para 0,08 ponto porcentual. O grupo habitação mostrou aceleração, de 0,30% para 0,51%, com destaque para a alta da energia elétrica de Goiânia. Contudo, a taxa dos preços administrados mostrou recuo de 0,59% para 0,50%, com destaque para: (a) o enfraquecimento do impacto dos reajustes de telefonia e (b) a taxa de água e esgoto de São Paulo. Outro destaque foi a manutenção da

queda nos preços da gasolina (0,67%).

Já a taxa de variação do conjunto dos preços livres mostrou pequena alta, de 0,22% para 0,25%. A análise desagregada por categoria de uso destes preços aponta como principal fonte de pressão o grupo serviços. A abertura deste grupo revela uma forte aceleração dos preços do item empregado doméstico (de 0,41% para 0,80%). Vale destacar que a coleta deste item é feita a partir da Pesquisa Mensal de Emprego do próprio IBGE e, mesmo sendo uma média móvel, a taxa deste item vem se mostrando bastante volátil. Este item também teve influência de 0,05 ponto porcentual na elevação, de 0,38% no fechamento de setembro para 0,50%, do núcleo por exclusão. O núcleo por média aparada com suavização do IPCA mostrou alta no resultado do IPCA-15, passando de 0,56% no fechamento de setembro para 0,58% neste resultado. O núcleo sem suavização saiu de 0,38% para 0,44%, na mesma comparação. Com isso, os núcleos em outubro não devem manter o baixo patamar atingido em setembro.

Contudo, deve-se destacar que, dado o choque de oferta materializado pela forte elevação das commodities siderúrgicas no mercado internacional e pelo ritmo de repasse lento ditado pelas empresas do setor, é razoável esperar que o patamar do núcleo por exclusão até o final do ano, seja algo próximo a 0,45%.

A taxa de variação do IGP-M de outubro (0,39%) veio abaixo de nossa expectativa (0,45%), mostrando um recuo em relação ao resultado de setembro (0,69%). A análise dos subíndices que compõem o IGP revela os seguintes movimentos: (a) desaceleração dos produtos no atacado, de 0,91% para 0,44%, (b) desaceleração dos preços ao consumidor, de 0,15% para 0,05%, e (c) aceleração do INCC, de 0,67% para 0,95%. O grande destaque deste resultado foi a queda dos alimentos, tanto no atacado (-1,98%) quanto ao consumidor (-0,88%). Contudo, os produtos industriais mantiveram-se bastante pressionados neste resultado (1,31%).



No IPA agrícola, as principais quedas foram de ovos, soja e bovinos, que exerceram expressiva influência negativa (de 0,31 ponto porcentual) na taxa do IGP-M. Já nos industriais (1,31%), a relativa estabilidade em relação ao resultado de setembro (1,38%) só foi sustentada pela desaceleração dos combustíveis e pelo aumento do ritmo de queda dos produtos alimentares (os demais preços mostraram aceleração).

Com isso, o núcleo do IPA industrial na série encadeada (10, M e DI) que exclui combustíveis e alimentos saiu de 1,19% para 1,73%. E o que também exclui algumas commodities (resinas e metálicas) saiu de 0,67% para 0,88% (figura). O

grupo metalurgia acelerou o ritmo de repasse de seus preços, de 3,14% para 4,72%, e o item matérias plásticas, apesar da desaceleração, de 8,15% para 4,54%, manteve o patamar em sua taxa. Esta aceleração dos núcleos do IPA industrial já era esperada na medida em que a defasagem entre os preços internos e externos ainda está elevada. Com este resultado, nossos exercícios econométricos apontam redução da defasagem de preços de produtos metalúrgicos de 12% para 8% e estabilidade, no caso das resinas, de 15%. Acreditamos, portanto, que as commodities industriais ainda exercerão pressão de alta nos próximos resultados.

3.2. IPCA de outubro deve se aproximar de 0,40%

Para o IPCA fechado de outubro, mantemos uma projeção de 0,40%, representando uma elevação de 0,07 ponto porcentual em relação a setembro (0,33%). Esta elevação de outubro deverá contar com uma relativa estabilidade dos preços de alimentos, que em setembro registraram queda de 0,19%. Em transporte, os preços do subgrupo aquisição de veículos ainda deverão seguir pressionados em função da forte pressão de custos sofrida por este setor, dada a alta das commodities siderúrgicas. Além disso, o reajuste dos preços da gasolina

de 15 de outubro deverá ter influência de 0,05 ponto porcentual na taxa do indicador. Respondendo à sazonalidade do período, o grupo vestuário deverá seguir pressionado, porém já dando sinais de desaceleração. Nossas projeções também indicam que o núcleo por exclusão deve ficar em 0,49% ante 0,40% em setembro. Já os núcleos que utilizam o método de médias aparadas sem suavização e com suavização deverão ficar, na mesma comparação, em 0,48% ante 0,38% e 0,55% ante 0,56%, respectivamente.

Quadro: últimos resultados dos principais índices de inflação

	2003	2004*	Setembro/04	Outubro/04	Novembro/04
IPCA (IBGE)	9,2%	7,0%	0,33%	0,40%*	0,60%*
IPC (FIPE)	8,1%	6,5%	0,21%	0,62%	0,45%*
IPC-M (FGV)	9,3%	6,5%	0,15%	0,05%	0,45%*
IGP-M (FGV)	8,6%	12,5%	1,69%	0,39%	0,70%*

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



4. Finanças públicas

4.1. Arrecadação continua impulsionando resultado fiscal em setembro

Em setembro, o resultado fiscal do Governo Central ficou dentro das expectativas, registrando um superávit primário de R\$ 4,7 bilhões. Com isso, o superávit acumulado nos primeiros nove meses do ano já atinge R\$ 46,2 bilhões. Nos últimos 12 meses, o superávit primário do Governo Central chegou a 2,87% do PIB.

Dentre os fatores que mais contribuíram para esse resultado está novamente a retomada do crescimento econômico, que impulsionou a arrecadação, sobretudo, dos tributos de incidência sobre o valor adicionado, como é o caso da Cofins (que também continua afetada por mudanças na base de cálculo e elevação da alíquota). Além disso, a ocorrência de cinco semanas em setembro de 2004, contra quatro semanas no mesmo mês do ano anterior, aumentou consideravelmente a arrecadação dos impostos 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 foi “custeio e capital”, especificamente gastos com OCC, que devem apresentar saldos maiores até o final do ano, em razão de ainda estar muito abaixo da meta estabelecida para o fim do ano.

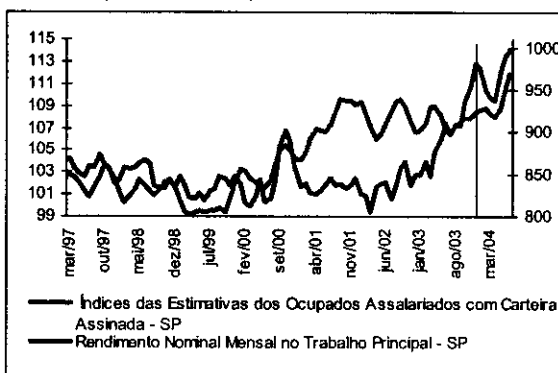
Com relação ao resultado da Previdência Social, embora a receita esteja aumentando consideravelmente (18,6% nos primeiros nove meses de 2004 em comparação ao mesmo período em 2003) - em função, além dos maiores índices de ocupação e do rendimento mensal dos assalariados com carteira assinada, que servem de base para o cálculo da receita, também do aumento na base de contribuição em 2004, que subiu 33% para quase todas as categorias -, o resultado é novamente deficitário em setembro, em R\$ 2,5 bilhões. Ainda que o Ministério da Previdência Social não divulgue a abertura das

despesas, o aumento nos benefícios provavelmente está ocorrendo em função do maior número de beneficiários, fato que vem ocorrendo já há algum tempo, e do elevado gasto do governo com sentenças judiciais com os aposentados.

Através das contas de superávit primário, pelo ângulo “abaixo da linha” do setor público, o Governo Central registrou um superávit de R\$ 4,1 bilhões, que somado à participação dos governos regionais (R\$ 1,9 bilhão) e à participação nula das estatais, fez com que o setor público registrasse um superávit primário de R\$ 6,0 bilhões em setembro, o que, no acumulado em 12 meses, atingiu 4,8% do PIB. Esse resultado corrobora a tendência de que é o desempenho bastante positivo do Governo Central no ano que sustenta o superávit nesses patamares. Vale ressaltar ainda que, em setembro, se confirmou que o surpreendente resultado atingido pelas estatais realmente foi atípico, e que refletiu o acúmulo de caixa por parte dessas empresas.

A dívida líquida do setor público como porcentagem do PIB atingiu R\$ 940,5 bilhões em

Figura: Índices das estimativas de ocupação e do rendimento mensal dos assalariados com carteira assinada na cidade de São Paulo (média trimestral)



Fonte: Seade (elaboração Tendências)



setembro (53,7% do PIB) e apresentou um pequeno recuo com relação ao mês anterior (54%). Além do superávit primário acumulado no ano, outro fator que tem contribuído para este resultado é o bom desempenho da economia em 2004.

Uma ressalva que vale ser feita, entretanto, sobretudo sobre a DPMFi (Dívida Pública Mobiliária Federal Interna), é que, além do impacto primário do aumento de 0,5% na Selic (que deve aumentar a dívida em R\$ 3 bilhões caso a mesma se mantenha no patamar atual por 12 meses), seus efeitos secundários - resultado

da mudança de “preços relativos” entre a remuneração de cada título público, que altera a remuneração exigida pelos investidores para os outros títulos emitidos pelo governo -, ainda que difícil de se mensurar ao certo, também devem contribuir para aumentar ainda mais a dívida.

Para concluir, pode-se dizer que o resultado como um todo é positivo e que a meta de superávit primário de 4,5% do PIB para 2004 deverá ser atingida com relativa facilidade, isto é, não deve sacrificar tanto os investimentos públicos para este ano.

5. Setor externo

5.1. Outubro revela melhoria dos influxos de capitais de longo prazo

Mais uma vez, na divulgação dos resultados do balanço de pagamentos de setembro, não foi o resultado do saldo em conta corrente que mais chamou atenção, mas sim a abertura dos números da conta capital e financeira. O superávit em conta corrente de setembro (US\$ 1,7 bilhão, que corresponde a 1,8% do PIB nos últimos 12 meses) não surpreendeu e ainda deve continuar em elevação em outubro na comparação com o ano passado. Embora seja difícil que o superávit em conta corrente atinja em outubro os US\$ 900 milhões projetados pelo Banco Central, é certo que o número será bastante superior aos US\$ 59 milhões registrados em outubro do ano passado - projetamos um número próximo a US\$ 400 milhões. Vale dizer que o superávit acumulado em 12 meses ainda será maior na divulgação oficial do dado de outubro.

Do lado da conta capital e financeira, o número do investimento estrangeiro direto (IED) foi baixo em setembro (US\$ 646 milhões), mas as informações preliminares do Banco Central sugerem uma melhoria significativa para o dado de outubro, que poderia se aproximar de US\$ 1,6 bilhão. Mesmo com o número favorável de

outubro, é possível (mas não trivial) que o número de IED atinja os US\$ 17 bilhões este ano. Para que esse número se concretize será necessária a confirmação da operação da compra da participação dos minoritários da Ambev este ano, o que é provável que ocorra. Note-se, contudo, que também será oferecido ao minoritário a opção de troca das ações, o que na prática significa que o investimento direto tenderá efetivamente a ser expressivo neste final do ano, mas, dependendo de quanto da operação for simples troca de ações e de quanto for efetivo ingresso de dólares no País, esse investimento direto não necessariamente significará expressivo ingresso líquido de recursos no Brasil. Finalmente, vale lembrar que, na prática, o investimento direto fora conversões - e a operação contábil da troca de participações entre a Ambev e a Interbrew - continua estável em torno do patamar de US\$ 6 (figura 1), o que serve para relativizar o número elevado de IED em 2004.

Ainda com relação aos capitais de longo prazo, a taxa de rolagem dos vencimentos de médio e longo prazo voltou a ser bastante baixa em setembro (33%), mas, assim como no caso do



IED, a perspectiva é bem mais favorável para outubro. A taxa reduzida de setembro, embora já esperada, em função das informações do fluxo contratado, foi relativamente frustrante, tendo em vista os diversos anúncios de captações divulgados durante o mês passado. Com efeito, o ingresso de recursos de médio e longo prazo por parte do setor privado limitou-se a US\$ 574 milhões, de acordo com as informações do balanço de pagamentos, enquanto os valores anunciados de captações na imprensa, se somados, foram muito superiores.

Em parte, a internalização dos recursos pode

ter sido postergada, e está afetando o excelente resultado preliminar do fluxo cambial de outubro, que até o dia 19 deste mês estava superavitário em US\$ 1,5 bilhão. O bom resultado das contratações de exportações (impulsionando o saldo comercial) e o resultado do segmento financeiro (déficit de apenas US\$ 269 milhões até dia 19) explicam a “sobra” de divisas do setor privado não financeiro até agora em outubro. Com efeito, é provável, diante das informações preliminares, que a taxa de rolagem volte a superar os 50% em outubro, após muitos meses com resultados abaixo desse percentual.

6. Internacional

6.1. EUA: investimentos em tecnologia continuam sendo boa notícia

Em outubro foi divulgado o PIB norte-americano referente ao terceiro trimestre. O crescimento ficou um pouco abaixo do esperado, ficando em 3,7% em relação ao trimestre anterior, em termos anualizados, contra estimativas de 4,3%. Apesar de ter vindo abaixo das estimativas, o dado registrou uma leve aceleração em relação ao segundo trimestre.

Pela ótica da demanda, os principais destaques deste resultado foram os movimentos observados em consumo, investimentos privados e setor externo. De forma geral, enquanto o consumo mostrou uma recuperação relevante no terceiro trimestre, os investimentos privados apresentaram-se mais modestos, embora seja válido destacar que, na decomposição dos investimentos privados, os investimentos em tecnologia continuaram sustentando trajetória robusta. Por fim, houve também uma contribuição do setor externo para o maior crescimento do PIB no terceiro trimestre, dado que as importações registraram relevante desaceleração no período.

Analisando os números, observamos um fôlego adicional do consumo em relação ao segundo trimestre. O consumo cresceu a uma taxa de

4,6% em relação ao trimestre anterior, em termos anualizados, contra 1,6% no segundo trimestre.

Os investimentos privados registraram uma desaceleração importante, passando de 19,0% para 5,2% no terceiro trimestre. A despeito de os investimentos privados totais terem apresentado uma desaceleração, os investimentos em tecnologia continuaram trazendo boas notícias, crescendo a uma taxa próxima a 15% em relação ao 2º trimestre.

Por fim, o setor externo também contribuiu para um crescimento mais expressivo no terceiro trimestre, dado que sua contribuição negativa ao PIB reduziu-se de -1,06% para -0,62%, em função especialmente da redução no ritmo de crescimento das importações.

De forma geral, o resultado do PIB pode ser considerado positivo, reforçando o cenário de um crescimento da economia americana entre 4% e 4,5% neste ano. Do ponto de vista de cenário futuro de crescimento da economia americana, os investimentos em TI continuam sendo uma boa notícia, dados os efeitos sobre o crescimento da produtividade futura, que constitui um elemento-chave para crescimento e estabilidade de preços.



6.2. China sustenta crescimento robusto e inflação posa como potencial problema

Em outubro, além da evolução dos preços do petróleo e as expectativas em relação aos dados da economia americana, algumas divulgações econômicas e a elevação dos juros na China estiveram na berlinda dos agentes. A preocupação de que os dados pudessem evidenciar uma desaceleração mais significativa da economia, apontando um provável cenário de *hard landing*, foi tema de debate entre os agentes. Os números, no entanto, não apontaram nesta direção.

Dentre os principais números divulgados na China ao longo do mês, os destaques foram o PIB referente ao terceiro trimestre e o índice de preços ao consumidor de setembro. De forma geral, podemos observar que a economia continua crescendo a um compasso robusto, enquanto a inflação se mantém em patamares elevados, posando como potencial problema para o governo chinês, principalmente em um contexto de alta nos preços do petróleo.

Analisando os números, o PIB registrou crescimento acima do esperado, de 9,1% em relação ao terceiro trimestre do ano passado, contra estimativas de 8,9%. No entanto, o resultado ficou levemente abaixo do crescimento registrado no segundo trimestre (9,6%). No campo inflacionário, o índice de preços ao consumidor registrou alta de 5,2% em setembro em relação ao mesmo período do ano passado, contra 5,3% observado em agosto na mesma comparação.

A performance do PIB no terceiro trimestre

evidencia que as medidas quantitativas adotadas pelo governo chinês, principalmente no que diz respeito a crédito e direcionamento de investimentos, vêm surtindo efeitos tênues na atividade. Se, por um lado, o crescimento ainda robusto da economia chinesa ameniza os temores em relação a um provável cenário de *hard landing*, por outro lado, preocupa principalmente no que diz respeito à inflação.

Foi neste contexto, que na última semana de outubro, o Banco Popular da China elevou os juros em 0,27 ponto porcentual, para uma taxa para 5,58%. Foi a primeira vez em nove anos que o governo chinês elevou a taxa de juros, preocupado com a trajetória da inflação e o aquecimento da atividade. Na verdade, era de se esperar que, além das medidas via quantidade, como o controle de empréstimos e investimentos, fossem adotadas também medidas via preços, como a elevação dos juros. É importante considerar, no entanto, que, num contexto de câmbio fixo, a política monetária torna-se endógena, o que faz com seja difícil a avaliação dos efeitos da alteração nos juros sobre a atividade. Além disso, o próprio fato de ser a primeira elevação em nove anos (ou seja, de não existir uma história recente) também torna difícil esta avaliação. Mas o fato é que, num contexto de atividade extremamente aquecida e existência de choque de oferta, o governo chinês deve levar adiante a política de medidas de controles quantitativos e também de elevação dos juros.

7. Informe setorial

7.1. São mais claros os sinais de perda de dinâmica da demanda interna

Recentes pesquisas têm reforçado as indicações de perda de ímpeto da demanda doméstica, dentre as quais merecem destaque o levantamento das vendas nos supermercados em

setembro, divulgado pela Abras; a Pesquisa Mensal de Comércio do IBGE relativa a agosto; e o levantamento das vendas de automóveis referente à primeira quinzena de outubro,



publicado pela Fenabreve.

As vendas de automóveis e comerciais leves referente a outubro, que totalizaram 132,2 mil unidades segundo a Fenabreve, repetiram o resultado do mês anterior, em termos dessazonalizados, corroborando nossa expectativa de acomodação da demanda interna do segmento.

Outra evidência desta tendência é percebida quando se observa que houve um recuo de 2,7% nas vendas na comparação entre a média de agosto a outubro e a dos três meses anteriores, o que pode ser explicado também pelo acúmulo de aumentos de preços ocorridos no período.

Para o quarto trimestre deste ano, revisamos nossa projeção de vendas para o segmento, de -2% para -3,5%, em relação ao mesmo período de 2003.

No tocante ao resultado da Pesquisa Mensal do Comércio relativo a agosto, divulgado pelo IBGE, houve, pelo segundo mês consecutivo, uma queda de 0,3%, efetuados os ajustes sazonais. Com isso, o desempenho das vendas no período

entre junho e agosto ficou praticamente parado (-0,1%), marcando um forte contraste com os três meses anteriores, quando o crescimento acumulado foi de 4,2% ou 18% anualizado.

Por fim, o resultado do índice de vendas de supermercados em setembro, divulgado pela Abras, registrou uma queda de 2% em relação ao mês anterior, em termos dessazonalizados. Foi considerada para este resultado uma série de vendas físicas estimada pela Tendências a partir dos dados históricos de faturamento publicados pela associação, substituindo o IPCA como deflator por um índice de preços do próprio setor. Com esse resultado, as vendas de setembro retomaram patamares próximos aos verificados em maio deste ano.

Diante do maior aperto monetário promovido pelo Banco Central, com o aumento de 0,5 ponto porcentual na taxa Selic, o mais provável é que as vendas do comércio acomodem-se em níveis próximos aos atuais, reforçando os recentes sinais de desaceleração da demanda interna.



8. Dados básicos e projeções anuais

Atualizada em 01/11/2004.

	2001	2002	2003	2004	2005
PIB					
PIB nominal (US\$ bilhões)	510,4	456,2	506,0	574,5	630,0
População (mil)	172.386	174.633	176.876	179.114	181.341
PIB per capita (US\$)	2.961	2.612	2.861	3.208	3.474
PIB VA pm - crescimento real	1,3%	1,9%	-0,2%	4,7%	4,0%
Agropecuária	5,8%	5,5%	5,0%	4,5%	6,0%
Indústria	-0,5%	2,6%	-1,0%	5,2%	4,6%
Serviços	1,8%	1,6%	-0,1%	3,3%	2,4%
Investimento (% do PIB)	19,5%	18,3%	17,6%	19,2%	19,7%
Preços					
IPCA (IBGE)	7,7%	12,5%	9,3%	7,0%	5,3%
IPC-Fipe	7,2%	9,9%	8,2%	6,0%	5,3%
IGP-M (FGV)	10,4%	25,3%	8,7%	12,3%	6,1%
IPA-M (FGV)	11,9%	33,6%	7,6%	14,8%	6,4%
IPC-M (FGV)	7,7%	11,9%	9,3%	6,2%	5,4%
Emprego e Salários					
Taxa de desemprego (30 dias - IBGE)	6,8%	7,9%	9,2%	11,3%	10,5%
Setor Público					
Déficit nominal (% do PIB)	5,2%	10,3%	3,7%	2,9%	3,5%
Resultado Primário (% do PIB)	3,7%	3,9%	4,3%	4,5%	4,3%
Juros nominais (% do PIB)	8,9%	14,2%	8,0%	7,4%	7,8%
Dívida Líq. do Setor Público (% do PIB)	53,3%	55,5%	58,1%	54,9%	54,8%
Câmbio e Juros					
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,3204	3,5333	2,8892	3,00	3,10
Taxa de câmbio	18,7%	52,3%	-18,2%	3,8%	3,3%
Juros nominais (média anual)	17,3%	19,1%	23,3%	16,2%	16,4%
Juros reais em dólar	-1,1%	-21,8%	50,8%	12,0%	12,7%
Juros reais (deflator: IPCA)	9,0%	5,8%	12,8%	8,6%	10,6%
Balanco de Pagamentos					
Exportações (US\$ bilhões)	58,2	60,1	73,1	94,8	97,0
Importações (US\$ bilhões)	55,6	47,0	48,3	62,2	72,3
Balança Comercial (US\$ bi)	2,7	13,1	24,8	32,6	24,8
Conta Corrente (US\$ bi)	-23,2	-7,7	4,1	10,4	2,2
Conta Corrente (% PIB)	-4,6%	-1,7%	0,8%	1,8%	0,3%
Conta Capital e Financeira (US\$ bi)	27,9	8,9	5,5	-13,4	-7,2
Reservas Internacionais (liquidez internac. US\$ bi)	35,9	37,8	49,3	46,3	41,3

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>