



09 de setembro de 2004  
083/2004-DG

## COMUNICADO EXTERNO

Membros de Compensação, Corretoras Associadas e Operadores Especiais

Ref.: **Conjuntura Econômica Mensal – Setembro/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

**Setembro / 2004**



## Índice

Sumário Executivo	02
<b>1. Situação política e reformas</b>	<b>03</b>
1.1. Esforço concentrado no Congresso e largadas das eleições marcam agosto	03
1.2. Pesquisas eleitorais devem dominar quadro político em setembro	04
<b>2. Nível de atividade e emprego</b>	<b>04</b>
2.1. Crescimento do PIB no 2º trimestre supera expectativas	04
<b>3. Juros, câmbio e inflação</b>	<b>06</b>
3.1. Agosto consolida recuperação dos preços dos ativos	06
3.2. Projeção para o IPCA de setembro de 0,55%	08
<b>4. Finanças públicas</b>	<b>09</b>
4.1. Meta de superávit do 3º trimestre será cumprida com folga	09
<b>5. Setor externo</b>	<b>10</b>
5.1. Perspectiva positiva compensa fluxo cambial negativo em julho	10
<b>6. Internacional</b>	<b>11</b>
6.1. EUA: revisão do PIB no 2º trimestre traz boas notícias, apesar de recuo no crescimento	11
6.2. Petróleo: expectativas são de recuo até o final do ano	12
<b>7. Informe setorial</b>	<b>12</b>
7.1. Siderurgia: Preços internos e externos deverão convergir em dezembro	12
<b>8. Dados básicos e projeções anuais</b>	<b>14</b>

### 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  
CLÁUDIA OSHIRO  
GUILHERME LOUREIRO  
JUAN PEDRO JENSEN  
JULIO CALLEGARI  
MARISTELLA ANSANELLI

### Análise setorial

ADRIANO PITOLI  
AMARYLLIS ROMANO  
FABIANA FANTONI  
SÉRGIO CONTI

### Projetos

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

### Estagiários

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

### Comunicação

ALCIDES FERREIRA  
aferreira@tendencias.com.br

### Coordenação editorial

CLARA SETOGUCHI  
clara@tendencias.com.br

### Edição e revisão

BENEDITO SVERBERI  
JOANA EÇA DE QUEIROZ

### Administração e Vendas

VILMA RANGEL GARCIA  
vilma@tendencias.com.br

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

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



## SUMÁRIO EXECUTIVO

Agosto foi um mês bastante positivo para os preços dos ativos domésticos, com nova melhora do prêmio de risco brasileiro e apreciação do real. O cenário internacional ficou mais favorável aos emergentes, graças à forte queda das taxas de juros futuras nos EUA, e o quadro de crescimento econômico doméstico consolidou-se com a divulgação do PIB do segundo trimestre, melhorando o humor dos investidores com relação ao Brasil e assim elevando as expectativas ao redor de novas captações de recursos externos.

Neste cenário, o prêmio de risco brasileiro recuou para os 520 pontos e o real voltou a oscilar ao redor de R\$ 2,95/US\$, com as expectativas positivas com o retorno das captações de recursos externos pelo setor privado sustentando a trajetória de apreciação do real, a despeito do fluxo cambial negativo ao longo do mês. No mercado acionário, o Ibovespa voltou ao patamar dos 23.000 pontos.

O mercado de juros, no entanto, não acompanhou a melhora do humor do cenário local, dado o aumento dos temores relacionados ao processo inflacionário e à trajetória das taxas básicas de juros. Desta forma, o mercado de juros viu os prêmios dos contratos futuros elevando-se ao longo do mês, especialmente após a divulgação da ata do Copom, que mostrou um Banco Central ainda mais cauteloso do que o esperado pelo mercado.

Ademais, os indicadores de atividade continuam reforçando o aquecimento da economia. Em agosto houve a divulgação do PIB do segundo trimestre de 2004, que apresentou taxa de crescimento de 5,7% em relação ao mesmo período do ano passado. Todos os setores apresentaram uma alta taxa de crescimento, mesmo o de serviços, que normalmente apresenta baixa volatilidade, embora o segmento "outros serviços" tenham apresentado um movimento

excepcional e possa relativizar a expansão do segundo trimestre. Outro importante dado de atividade é a taxa de desemprego, que segundo os dados do IBGE recuou de 11,7% em junho para 11,2% em julho, uma queda de 0,5 ponto porcentual. Em relação a julho de 2003, a queda foi ainda maior, de 1,6 ponto porcentual. Pela sazonalidade, já era de se esperar um novo recuo nesta divulgação, mas a boa notícia é que a queda ficou acima da sazonalidade do período, o que deriva principalmente de um aumento do número de ocupados.

A inflação contemporânea mostra sinais de arrefecimento, mas continua pressionada pelos choques de oferta. A taxa de variação do IPCA-15 de agosto (0,79%), mostrou um recuo de 0,12 ponto porcentual em relação ao fechamento de julho (0,91%). Esta desaceleração teve os seguintes destaques: (a) enfraquecimento do impacto dos reajustes de telefonia, (b) desaceleração do grupo transporte, com a redução do impacto da alta nos preços da gasolina e (c) desaceleração do grupo alimentação. Na prática, as pressões de oferta, particularmente advindas dos preços de commodities, continuam impactando os preços do atacado, o que limita o espaço para números muitos favoráveis de inflação no curto prazo.

Por outro lado, a taxa de câmbio continua apresentando comportamento favorável, graças à melhoria das expectativas, posto que embora o resultado em conta corrente continue sendo expressivo, por enquanto os ingressos de capital de longo prazo estão reduzidos. O fato, entretanto, é que o câmbio mais apreciado ajuda a atenuar as pressões inflacionárias.

Este mês, a análise setorial avalia a defasagem entre os preços domésticos e as cotações internacionais dos produtos metalúrgicos e sua perspectiva até o final de 2004.

**Relatório elaborado com informações disponíveis até 02/09/2004**



## 1. Situação política e reformas

### *1.1. Esforço concentrado no Congresso e largadas das eleições marcam agosto*

O mês de agosto foi marcado por dois eventos: a largada mais efetiva da campanha para as eleições municipais e as dificuldades que o governo enfrentou no chamado “esforço concentrado” no Congresso.

No que diz respeito à largada das campanhas para as eleições municipais, a grande notícia talvez seja a de que os candidatos do PT registraram uma melhora geral de sua posição nas pesquisas eleitorais. Nas grandes capitais, por exemplo, vale destacar que candidatos do PT subiram nas pesquisas em Porto Alegre, Belo Horizonte, Recife e São Paulo. A ascensão dos candidatos do PT deve-se em grande parte às dinâmicas estritamente locais. As candidaturas do partido contam com uma forte estrutura organizacional e uma vantagem financeira significativa em relação a seus concorrentes.

Existe, porém, uma segunda razão que explica o bom desempenho dos candidatos do PT ao longo do mês de agosto: com a economia trabalhando a seu favor, tanto a aprovação do governo Lula quanto as perspectivas eleitorais dos candidatos do partido tendem a ser beneficiadas. Vale lembrar que, no mês de agosto, a pesquisa CNT/Sensus registrou um crescimento da aprovação do governo Lula de 29% para 38% na comparação com julho.

O segundo destaque do mês foi o resultado final do esforço concentrado no Congresso, que acabou sendo mais decepcionante que o previsto. Na Câmara de Deputados, as lideranças do governo não conseguiram colocar em votação nenhum projeto de seu interesse. Enquanto a nova Lei de Falências não entrou em votação devido a uma discussão de mérito mais complexa que o esperado, o projeto de lei das agências reguladoras nem sequer saiu da Comissão Especial. No Senado, o resultado foi igualmente frustrante. A única matéria votada foi a MP que abre um crédito extraordinário para vítimas de

estiagem. Nem a mudança na Lei de Informática e nem os destaques para a Reforma do Judiciário foram colocados em votação.

Esse resultado decepcionante provavelmente é fruto da combinação de equívocos políticos cometidos pelo governo Lula com um ambiente eleitoral tenso em função da melhora das perspectivas para os candidatos do PT nas eleições.

Do lado dos equívocos do governo, as votações da semana passada foram prejudicadas em parte por dois projetos polêmicos: a proposta de criação do Conselho Federal de Jornalismo e a MP que eleva o status do presidente do BC para ministro. A primeira proposta foi fortemente criticada por setores da mídia, e no Congresso certamente permitiu um terreno fértil para acusações por parte dos partidos de oposição alegando que o governo Lula teria impulsos “autoritários”. A MP que eleva o status da presidência do BC foi igualmente desgastante, já que a semana foi marcada por sucessivas tentativas da oposição de instalar uma Comissão Especial com o objetivo de avaliar essa MP.

Não se deve, no entanto, superestimar a importância desses “equívocos” políticos do governo. O fato é que a cooperação entre as lideranças do governo e da oposição tende a diminuir com a aproximação de um período eleitoral, o que provavelmente foi exacerbado pela melhora significativa das perspectivas eleitorais de candidatos do PT nos últimos dois meses. É importante lembrar que, ao longo do primeiro semestre, partidos de oposição trabalhavam com um cenário econômico e político que acabou não se concretizando. A avaliação dentro do PSDB e do PFL era de que a economia iria demonstrar sinais apenas medíocres de recuperação e que a crise política iria se perpetuar, o que abriria caminho para os candidatos de oposição nas eleições de outubro.



O cenário, no entanto, tem demonstrado o oposto. Com o incremento da economia trazendo perspectivas favoráveis ao PT, tanto a aprovação do governo Lula quanto as perspectivas eleitorais dos candidatos do partido vêm melhorando de

forma significativa. Na prática, esse fato tem deixado as lideranças de oposição um pouco perdidas, o que as incentiva a utilizar a estratégia de tentar maximizar o desgaste do governo Lula no que diz respeito às medidas polêmicas já citadas.

## *1.2. Pesquisas eleitorais devem dominar quadro político em setembro*

No que diz respeito à última semana do esforço concentrado, no mês de setembro (que deve acontecer entre os dias 14 e 16), o cenário não se mostra muito promissor. Além das dificuldades políticas com a oposição, o governo também enfrenta o desafio de votar onze medidas provisórias em plenário até o dia 15 de setembro na Câmara de Deputados (incluindo a polêmica MP 207/04, que eleva para ministro o status do presidente do BC). No Senado, os partidos de oposição dificilmente permitirão avanços relevantes na votação da PPP (Parcerias Público-Privadas) - mas ainda é possível que haja votação dos destaques da Reforma do Judiciário. Em suma, a perspectiva mais provável para as votações de setembro é de, novamente, um resultado pouco expressivo.

No âmbito estritamente eleitoral, fica evidente que setembro será um mês-chave no que diz respeito ao desenrolar das campanhas. Deve-se

reconhecer, no entanto, que muitas das disputas para as grandes capitais serão decididas mesmo no segundo turno. A única exceção parece ser a do candidato do PT em Belo Horizonte, Fernando Pimentel, que na última semana, demonstrou sinais de estar se distanciando, em primeiro lugar, nas pesquisas, porém, a perspectiva geral é de uma concorrência bastante apertada em várias capitais do País. O fato é que, ainda que tenha havido um crescimento nítido das candidaturas do PT nas grandes capitais, não está claro qual será o resultado das eleições nessas cidades. Existem, por exemplo, três importantes capitais nas quais as eleições municipais deverão ser decididas no segundo turno, e cujos resultados permanecem bastante incertos: São Paulo, Recife e Curitiba. Vale destacar que as cidades de São Paulo e Recife representam “reeleições-chaves” para o PT e que Curitiba apresenta-se como o “grande prêmio” possível em uma cidade em que partido não governa.

## **2. Nível de atividade e emprego**

### *2.1. Crescimento do PIB no 2º trimestre supera expectativas*

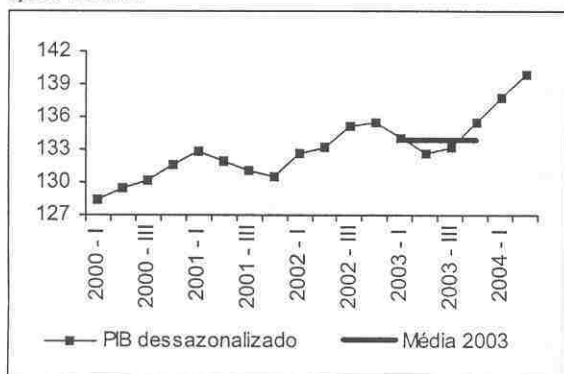
O dado de atividade mais importante do último mês foi a divulgação do PIB do segundo trimestre de 2004, que apresentou taxa de crescimento de 5,7% em relação ao mesmo período do ano passado. Todos os setores apresentaram uma alta taxa de crescimento, mesmo o de serviços, que normalmente apresenta baixa volatilidade. Neste resultado, o setor agropecuário cresceu 5,0%, o industrial, 6,5% e o de serviços, 4,4%.

O crescimento do PIB industrial foi elevado principalmente pela participação da indústria de transformação (8,5%), além da grande contribuição da melhora da construção civil (6,7%). No setor de serviços, a dinâmica positiva dada pelo comércio (9,9%) e pelo transporte (6,5%) já era esperada. A surpresa foi o crescimento do subitem “outros serviços” (7,5%), que tem peso de 18% no grupo serviços e de 10% no PIB, e havia registrado queda

(-1,8%) no primeiro trimestre.

Em termos dessazonalizados, o crescimento foi de 1,5% (figura 1), sendo dividido em queda de 0,3% para a agropecuária, e aumento de 0,2% para a indústria e de 2,5% para serviços. Entretanto, esta taxa de crescimento de serviços deve ser relativizada, pois ela está sendo afetada pelo estranho comportamento do subitem "outros serviços". O crescimento dessazonalizado representa uma taxa anualizada de 6,1%. No quarto trimestre de 2003 e no primeiro trimestre deste ano crescemos 7,2% em termos anualizados.

Figura 1: Série encadeada do índice trimestral do PIB com ajuste sazonal

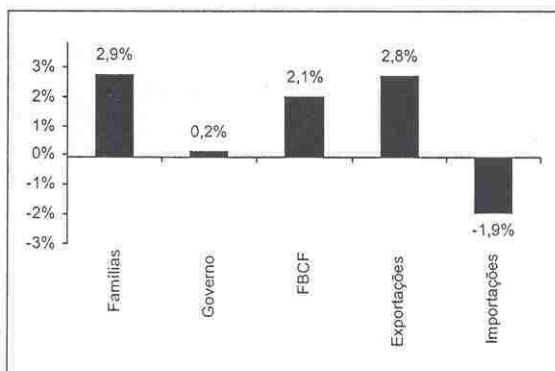


Fonte: IBGE

Pela ótica da demanda, o resultado do PIB mostra alteração nos setores que estão dando dinâmica ao crescimento do índice. No segundo trimestre, o crescimento de 5,7% pode ser decomposto em contribuição de 0,9 ponto percentual da absorção externa e de 4,8 pontos percentuais da absorção doméstica, a maior desde o primeiro trimestre de 2001.

Do lado da absorção externa, as exportações cresceram 16,5%, com influência positiva de 2,8 pontos percentuais, e as importações aumentaram 14,1%, com contribuição negativa de 1,9 ponto percentual. Já a absorção interna teve como destaque o crescimento da FBCF (Formação Bruta de Capital Fixo), de 11,7%, e do consumo das famílias, de 5,0%. A contribuição destes setores no crescimento foi de 2,1 e 2,9 pontos percentuais, respectivamente (figura 2).

Figura 2: Contribuição, pela ótica da demanda, no crescimento anual do 2º trimestre



Fonte: IBGE (elaboração Tendências)

Esta mudança dos determinantes do PIB pelo lado da demanda passará a ser padrão nas próximas divulgações do índice. Tanto no segundo semestre de 2004 quanto durante todo o ano de 2005 serão a FBCF e o consumo das famílias que irão liderar o crescimento do PIB.

Com relação às próximas divulgações, os primeiros indicadores de julho de atividade mostram continuidade do crescimento. Na comparação com julho de 2003, a produção de veículos (Anfavea) aumentou 25,9%, a expedição de papel ondulado (ABPO), 26,2% e o fluxo pedagiado de veículos pesados (ABCR), 6,2%. Em termos dessazonalizados, em relação a junho, estas taxas representam altas de 8,0% para a produção de veículos e de 5,5% para a expedição de papel, e estabilidade (-0,4%) para o fluxo pedagiado. Com estas informações, os modelos de projeção da Tendências apontam novo crescimento para a produção industrial em julho. Em comparação ao mesmo mês de 2003, projetamos crescimento de 10,0%, e, em relação a junho, em termos dessazonalizados, de 1,3%.

Outro importante dado de atividade é a taxa de desemprego, que segundo os dados do IBGE recuou de 11,7% em junho para 11,2% em julho, uma queda de 0,5 ponto percentual. Em relação a julho de 2003, a diminuição foi ainda maior, de 1,6 ponto percentual. Pela sazonalidade, já era de se esperar um novo



recuo nesta divulgação, mas a boa notícia é que a queda ficou acima da sazonalidade do período, o que deriva principalmente de um aumento do número de ocupados. Durante todo

o segundo semestre, a taxa deve continuar caindo por dois motivos: (a) a queda sazonal do segundo semestre e (b) o atual estágio de crescimento da economia.

## 3. Juros, câmbio e inflação

### 3.1. Agosto consolida recuperação dos preços dos ativos

Agosto foi um mês bastante positivo para os preços dos ativos domésticos, com nova melhora do prêmio de risco brasileiro e apreciação do real. O cenário internacional ficou mais favorável aos emergentes - graças à forte queda das taxas de juros futuras nos EUA - e o quadro de crescimento econômico doméstico consolidou-se com a divulgação do PIB do segundo trimestre, melhorando o humor dos investidores com relação ao Brasil e elevando as expectativas ao redor de novas captações de recursos externos.

Neste cenário, o prêmio de risco brasileiro recuou para 520 pontos e o real voltou a oscilar ao redor de R\$ 2,95/US\$, com as expectativas positivas com o retorno das captações de recursos externos pelo setor privado sustentando a trajetória de apreciação da moeda brasileira, a despeito do fluxo cambial negativo ao longo do mês. No mercado acionário, o Ibovespa voltou ao patamar dos 23.000 pontos.

O mercado de juros, no entanto, não acompanhou a melhora do humor, em função do cenário local, dado o aumento dos temores relacionados ao processo inflacionário e à trajetória das taxas básicas de juros. Desta forma, o mercado de juros viu os prêmios dos contratos futuros elevando-se ao longo do mês, especialmente após a divulgação da ata do Copom, que mostrou um Banco Central ainda mais cauteloso do que o esperado pelo mercado.

Para os próximos meses, o cenário internacional

tende a permanecer favorável, especialmente se confirmadas as expectativas de um recuo nos preços do petróleo, e no ambiente doméstico as boas notícias relacionadas ao crescimento econômico devem reforçar o otimismo. Neste contexto, o prêmio de risco brasileiro deve sustentar os novos patamares (ao redor dos 550 pontos), enquanto o mercado acionário e de juros ainda têm espaço para melhora, dado que incorporam expectativas de uma elevação da taxa Selic nos próximos meses - cenário que consideramos pouco provável. Somente a trajetória da taxa de câmbio deve ser menos favorável, já que os elevados vencimentos da dívida externa privada nos próximos meses tendem a elevar as pressões sobre a moeda brasileira.

#### 3.1.1. Juros

O Banco Central aumentou o conservadorismo na ata do Copom de agosto, em relação à ata de julho. No campo inflacionário, o BC chamou a atenção para o fato de os núcleos continuarem incompatíveis com o cumprimento das metas de inflação, e de as expectativas de inflação sustentarem trajetória de deterioração, com elevação da média e do desvio padrão nas expectativas de 2005. A recuperação econômica continua num ritmo elevado e a incerteza em relação ao hiato do produto prevalece. No cenário internacional, o BC tirou o foco da preocupação da elevação dos juros nos EUA para a escalada dos preços do petróleo.



Mas o grande destaque da ata foi o aumento do risco de elevação dos juros nos próximos meses. Este aumento de risco deriva de dois fatores. O primeiro são os efeitos secundários da manutenção do petróleo em um patamar elevado, o que, segundo a visão do BC, seria dado pelo preço do barril de petróleo cru acima de US\$ 35. Se o preço no mercado externo estabilizar-se acima deste patamar, implicitamente chega-se à conclusão de que o BC deveria agir.

O segundo fator é a deterioração das expectativas de 2005. Segundo o BC, já vem ocorrendo uma piora na média e no desvio padrão das expectativas de inflação para 2005. Na verdade, os dados do Gerin mostram que a piora na média entre as duas reuniões é de apenas 0,08 ponto porcentual (de 5,57% para 5,65%) e a piora no desvio padrão não ocorreu. Entre as duas reuniões, o desvio padrão recuou 0,15 ponto porcentual, passando de 0,69% para 0,54%.

De forma geral, o BC traçou um quadro muito mais pessimista do que a realidade indica. O que preocupa, no entanto, é que a instituição está amarrando suas mãos. Caso os fatos citados sejam confirmados, não haverá outra saída que não a elevação dos juros. De qualquer forma, um fator a limitar a probabilidade de aumento dos juros é a apreciação cambial. Com um câmbio mais baixo, o impacto do aumento do petróleo é menor, pois o que importa é o preço do petróleo em reais. Além disso, o efeito desta apreciação nas expectativas de inflação vai no sentido de convergência às metas. Por este aspecto, e dado o peso atribuído à inflação, é provável que a postura do Banco Central seja a de permitir movimentos de apreciação cambial nos próximos meses.

### 3.1.2. Inflação

A taxa de variação do IPCA-15 de agosto (0,79%), mostrou um recuo de 0,12 ponto porcentual em relação ao fechamento de julho (0,91%). Esta desaceleração teve os seguintes destaques: (a) enfraquecimento do impacto dos

reajustes de telefonia, (b) desaceleração do grupo transporte, com a redução do impacto da alta nos preços da gasolina e (c) desaceleração do grupo alimentação.

No caso de alimentação, a desaceleração (de 0,67% para 0,58%) foi causada por: (a) aceleração da queda dos cereais, de -1,09% para -2,64%, e (b) queda de 0,90% no grupo carnes. Além disso, tivemos a desaceleração do item leite e derivados, que passou de uma influência positiva de 0,07 p.p. para 0,03 p.p. Por outro lado, houve alta de alguns produtos *in natura* (frutas, tubérculos e legumes), com impacto de 0,04 p.p. O grupo habitação (1,26%) foi fortemente pressionado pela alta do reajuste de energia elétrica (3,58%) - com destaque para o de São Paulo que, por um erro de coleta, não havia sido totalmente incorporado pelo IPCA-15 de julho. Outro destaque de queda foi o grupo artigos de residência, que passou de uma alta de 0,43% para uma queda de 0,04%.

Em relação aos núcleos, o suavizado mostrou pequena queda, de 0,55% para 0,51%, e o não suavizado, uma leve alta, de 0,59% para 0,63%. O núcleo por exclusão ficou estável em 0,46%. Neste resultado, chamou atenção principalmente o desempenho do conjunto dos preços dos produtos duráveis, que registrou forte desaceleração em sua taxa de variação, de 0,42% para 0,15%. Essa queda foi puxada não só pela continuidade da desaceleração dos automóveis, mas também pelo recuo nos preços de alguns eletroeletrônicos, com destaque para a linha marrom, que teve queda de 0,77% (televisores, aparelhos de som etc). Por outro lado, os eletrodomésticos - concentrados na linha branca - acentuaram a alta de seus preços, ficando em 0,97% ante 0,79%. Este desempenho evidencia não só o efeito heterogêneo da elevação dos preços internacionais dos produtos siderúrgicos entre os duráveis, mas também a ausência de sinais de inércia inflacionária.

No que diz respeito aos preços industriais no atacado, a análise desde o início do ano revela um evento-chave: a forte elevação nos preços



externos das commodities metálicas. Qualquer análise dos índices de inflação que não leve em consideração este evento tem grande chance de não chegar a uma boa avaliação - principalmente em relação à dinâmica dos preços até o final do ano. Isso porque exercícios econométricos mostram que o repasse para os preços internos está ocorrendo aos poucos e os efeitos deste choque ainda deverão ser sentidos pelos índices, mas não significam uma piora no cenário de inflação para os próximos meses.

Esta defasagem é calculada a partir da comparação entre o índice de metalurgia do IGP-M e um índice de preços construído para as commodities metalúrgicas. Em junho, esta chegou a 33%, e atualmente encontra-se em 19%. Esta queda teve com principais causas: (a) a apreciação cambial observada no período (próxima de 4%); (b) uma aceleração no nível de repasses de preços no mercado doméstico (de 10,4% no período) e (c) uma desaceleração dos aumentos dos preços internacionais para 2,5% nos últimos 60 dias. Com isso, os produtos metalúrgicos deverão continuar sofrendo reajustes de preços nos próximos meses, até que a atual defasagem entre as cotações internacionais e os preços domésticos torne-se mais estreita. Se

considerarmos um cenário para os próximos meses com aumentos lineares de 4% ao mês no IPA metalúrgico, combinados a uma curva de câmbio que convirja para R\$ 3,08/US\$ em dezembro, a defasagem entre os preços internacionais e internos acabaria no final deste ano.

O resultado do IGP-M de agosto (1,22%), apesar de ter ficado muito acima de nossa expectativa (0,85%) e da mediana do mercado (0,87%), não mostrou uma piora para o cenário de inflação, na medida em que a maior pressão observada deveu-se à intensificação dos repasses do setor de metalurgia (7,05%) para equalizar os preços internos e externos destes produtos. Com isso, entende-se que a pressão do IGP-M em agosto ainda é reflexo do choque de oferta do início do ano. Contudo, a postura assumida pelo Banco Central nas últimas atas pode levar a uma interpretação mais pessimista deste resultado, fazendo, inclusive, com que a autoridade monetária tenha uma postura mais austera na condução da política monetária. Deve-se considerar, entretanto, que os choques de oferta atuais mostraram-se plenamente acomodáveis à banda da meta, e a simples manutenção da Selic em 16% ao longo dos próximos meses já significa um aumento dos juros reais.

### 3.2. *Projeção para o IPCA de setembro de 0,55%*

Para o fechamento de agosto revisamos nossa projeção de 0,55% para 0,60%, o que representa uma queda de 0,31 ponto percentual em relação ao fechamento de julho (0,91%). Este resultado terá como principal destaque o enfraquecimento do impacto dos reajustes de energia elétrica e telefonia, que, somados, deverão sair de uma influência de 0,35 ponto percentual para 0,05 ponto percentual. O grupo alimentação deverá mostrar pequena desaceleração na comparação com julho, ficando em um patamar próximo a 0,50%. Dentro deste grupo, os movimentos deverão ser: (a) o enfraquecimento da pressão altista exercida pelo grupo leite e do açúcar, (b) continuidade da queda

dos cereais, (c) um bom comportamento do grupo carnes e (d) elevação dos alimentos *in natura*. Outro destaque serão os combustíveis, que devem mostrar forte pressão em virtude da recente alta nos preços do álcool. Os demais preços devem seguir comportados. Para setembro projetamos uma taxa de 0,55%, mostrando uma queda de 0,05 ponto percentual em relação ao resultado de agosto. Apesar do recuo da inflação em setembro, o alto patamar deverá ser sustentado pelo reajuste na tarifa de telefone, com impacto de 0,09 ponto percentual. Um outro fator importante ainda deverá ser o desempenho do grupo alimentação, que deve mostrar pressão, ficando próximo a 0,50%.



Quadro: últimos resultados dos principais índices de inflação

	2003	2004*	Julho/04	Agosto/04	Setembro/04
IPCA (IBGE)	9,2%	7,0%	0,71%	0,60%*	0,55%*
IPC (FIPE)	8,1%	6,0%	0,92%	0,99%	0,40%*
IPC-M (FGV)	9,3%	6,5%	0,67%	0,80%	0,50%*
IGP-M (FGV)	8,6%	11,3%	1,31%	1,22%	0,95%*

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

## 4. Finanças públicas

### 4.1. Meta de superávit do 3º trimestre será cumprida com folga

O resultado do superávit primário do setor público referente a julho ficou pouco acima das expectativas, atingindo R\$ 6,6 bilhões. Com isso, o superávit acumulado nos primeiros sete meses do ano (R\$ 52,8 bilhões) já está relativamente próximo da meta firmada junto ao FMI (R\$ 56,9 bilhões) para o acumulado até setembro, o que significa que a meta deverá ser cumprida com relativa facilidade.

O perfil por meio do qual esses superávits estão sendo atingidos continua o mesmo, ou seja, o governo vem registrando uma elevação expressiva das receitas (com o conhecido destaque para a Cofins) e, concomitantemente, aumentando despesas.

O sucesso no cumprimento da meta junto ao FMI resultou do desempenho bastante positivo do governo central, uma vez que o superávit acumulado no ano por empresas estatais (R\$ 39 milhões) ainda está muito abaixo da meta orçamentária do ano (R\$ 11,9 bilhões).

Tal situação não preocupa, entretanto, em virtude do excelente desempenho do governo central. O resultado efetivo para governo central e estatais, para o período de janeiro a julho, foi de R\$ 39,7 bilhões e, portanto, já supera a meta orçamentária de R\$ 35,8 bilhões até o final de

agosto.

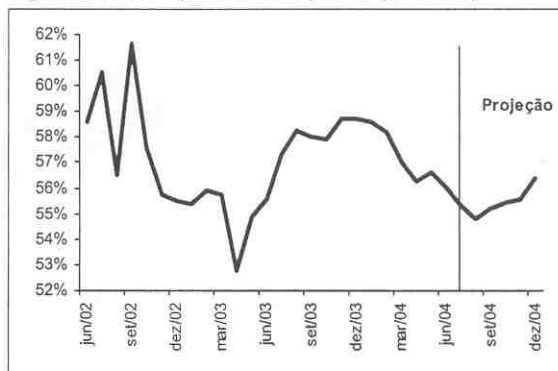
Note-se que, embora esteja registrando superávits primários expressivos e acima da meta orçamentária, o Tesouro vem liberando recursos crescentes para as despesas discricionárias (particularmente de emendas de parlamentares), o que pode ser percebido nos dados de despesas com custeio e investimento. Para o próximo ano, porém, é possível que esta tendência se reduza. Com a incorporação dos aumentos de despesas da previdência para o próximo ano - R\$ 3,5 bilhões pagar dívidas dos aposentados entre 1994 e 1997, R\$ 2 bilhões para corrigir seus benefícios e R\$ 800 milhões para correções de aumentos em salário mínimo -, o Ministério do Planejamento também projeta melhor desempenho das receitas, principalmente via recuperação de crédito de empresas devedoras. Apesar das boas perspectivas para o crescimento da economia brasileira para este e o próximo ano, porém, é possível que o governo esteja superestimando o volume de recuperação de créditos (R\$ 6,7 bilhões) para 2005. Assim, caso haja uma frustração na projeção de receitas, o governo poderá ter que recorrer à diminuição de despesas discricionárias menos relevantes (como investimentos do setor público).

Com o bom resultado do superávit primário, a



dívida líquida do setor público também vem apresentando um comportamento favorável. A relação dívida/PIB reduziu-se, como já esperado, de 56% do PIB em junho para 55,3% em julho. A melhora é decorrente de uma apreciação cambial no período (de R\$ 3,11/US\$ em junho para R\$ 3,02/US\$ em julho). A previsão é que a razão mantenha-se abaixo de 55%, seguindo o mesmo padrão de queda. Uma desvalorização cambial até o fim do ano reverteria a tendência de queda, mas, ainda assim, espera-se que a razão permaneça na casa dos 56%, mesmo que a taxa de câmbio retorne ao patamar de R\$ 3,10/US\$ (figura 2).

Figura 2: Dívida líquida do setor público (% do PIB)



Fonte: Banco Central e Decreto 5094 (elaboração Tendências)

## 5. Setor externo

### 5.1. Perspectiva positiva compensa fluxo cambial negativo em julho

#### 5.1.1. Transações correntes

O superávit em conta corrente de julho foi bastante positivo (US\$ 1,8 bilhão), mas não surpreendeu. Com esse resultado, o superávit acumulado em 12 meses atingiu US\$ 9,1 bilhões, o que equivale a 1,69% do PIB. Em agosto, o superávit acumulado em 12 meses continuará subindo, devendo aproximar-se de 1,77% do PIB e superar os níveis mais altos da série histórica. Para 2004 como um todo, projetamos um número de 1,6% do PIB.

#### 5.1.2. Conta capital e financeira

Na conta capital e financeira, o número de julho trouxe uma informação positiva, relacionada ao investimento direto, e outra negativa, associada à rolagem dos vencimentos da dívida privada externa.

De fato, o ingresso de US\$ 1,6 bilhão de investimento estrangeiro direto (IED) surpreendeu positivamente, particularmente pelo fato de que o número foi muito pouco influenciado

pela conversão de dívida em investimento direto (apenas US\$ 0,2 bilhão). O desempenho do IED contou com um ingresso pontual na área de eletricidade/gás e, de acordo com as informações do Banco Central, o número de agosto voltará a ser mais modesto (da ordem de US\$ 700 milhões). De qualquer forma, a combinação do resultado de julho e da perspectiva de ingresso de IED associada à negociação envolvendo a AmBev leva a crer que realmente o IED em 2004 tenderá a superar os US\$ 10 bilhões, ao contrário das projeções mais pessimistas que surgiram recentemente. Vale informar que continuamos projetando R\$ 10,5 bilhões para este ano.

Por outro lado, a taxa de rolagem dos vencimentos privados em julho foi de apenas 26%, uma das mais baixas do período após 1999, o que mostra que na virada do semestre os ingressos de capitais ainda estavam bastante deprimidos. A rolagem de apenas 16% dos vencimentos de empréstimos diretos foi um dos destaques negativos no resultado do ingresso de capitais de médio e longo prazo.

Também houve investimentos brasileiros no



exterior (os quais vêm se refletindo inclusive em números mais negativos na conta CC-5), que devem voltar a ocorrer em agosto. Finalmente na ausência de oportunidades de arbitragens e de incentivos à antecipação de fluxos comerciais, os capitais de curto prazo estão bem comportados.

Com as baixas rolagens de vencimentos de médio e longo prazo e saídas de recursos pela CC-5, o fluxo cambial, que foi negativo em julho, continuou negativo no acumulado das primeiras semanas de agosto, de acordo com informações

preliminares do Banco Central. A taxa de câmbio segue, contudo, apreciando, com a posição vendida dos bancos tornando-se negativa como contrapartida do fluxo cambial negativo do segmento não financeiro. Essas vendas de divisas por parte dos bancos, com concomitante apreciação do câmbio, apontam para boas perspectivas de ingresso de capital no futuro recente. Vale dizer que os números negativos da conta financeira devem começar a ser vistos como parte do passado.

## 6. Internacional

### *6.1. EUA: revisão do PIB no 2º trimestre traz boas notícias, apesar de recuo no crescimento*

No último mês, o destaque ficou para a revisão do crescimento da economia norte-americana no segundo trimestre. Em linha com as expectativas, o crescimento foi revisado para baixo no período. Em relação ao primeiro trimestre do ano, o crescimento passou de 3,0% para 2,8%, ficando ligeiramente melhor que as estimativas (que apontavam para um recuo ainda maior, para 2,7%).

O destaque é que, apesar do recuo na taxa de crescimento, a revisão foi positiva, na medida em que evidenciou maior fôlego do consumo e do investimento privado em relação aos primeiros números apresentados. O principal motivo para a revisão para baixo, portanto, não foram os componentes de demanda doméstica - que, pelo contrário, apresentaram melhora -, mas sim a elevação da contribuição negativa do setor externo.

Ainda de acordo com os números, o crescimento do consumo em relação ao primeiro trimestre foi de cerca de 1,6%, contra 1% inicialmente apresentado. A surpresa ficou por conta da revisão nos números de investimento privado. Os investimentos cresceram 17,3%, frente 12,8% mostrado na primeira revisão, sendo que os investimentos fixos aumentaram de

11,1% para 13,0% e os investimentos em tecnologia de 10,0% para 13,6%.

Por outro lado, os dados do setor externo surpreenderam negativamente. As exportações tiveram o crescimento revisado de 13,2% no primeiro relatório para 6,1%, enquanto as importações cresceram 14,1%, contra o número inicial de 9,3%. Assim, a contribuição negativa do setor externo para o crescimento do PIB aumentou consideravelmente.

O componente governo ficou praticamente estável na revisão, registrando um crescimento de 2,4% (contra 2,3% antes registrado). Assim, com o último número, a economia norte-americana cresce à taxa de 4,7% em relação ao mesmo período do ano passado.

De forma geral, ficou evidente que os investimentos privados vêm assumindo papel cada vez mais relevante no crescimento do país, em contraposição ao menor fôlego do consumo. Esta, de fato, constitui-se em uma boa notícia, do ponto de vista da capacidade produtiva e da produtividade do trabalho no futuro.

Em relação ao setor externo - que vem contribuindo de maneira negativa para o crescimento, principalmente neste último



trimestre - ainda não há sinais de uma possível reversão do quadro tanto no curto quanto no médio prazo, especialmente considerando o nível de crescimento da economia e um ambiente externo ainda não muito saudável em termos de crescimento auto-sustentado. Neste contexto, elevam-se as chances de uma desvalorização da moeda norte-americana.

Por fim, em termos de política monetária, a

despeito da robustez dos investimentos, a economia do país deve seguir sustentando um crescimento controlado e sem pressões adicionais sobre preços. Desta forma, pode-se afirmar que os dados recentes só reforçam as expectativas de uma elevação gradual dos juros ao longo deste e do próximo ano, considerando também o fato de que a alta nos preços do petróleo deve se arrefecer até o final do ano.

## *6.2. Petróleo: mercado reage a estoques nos EUA e preços começam a cair*

Os preços do petróleo recuaram dos picos de US\$ 45,0/barril alcançados em meados de agosto, sustentando-se ao redor de US\$ 41,0/barril. Segundo informações da Agência de Energia dos Estados Unidos (EIA), as reservas de petróleo e derivados encontram-se em patamar bastante confortável, indicando que não existem riscos de desabastecimento no curto prazo e que as refinarias estão em condições de garantir a

demanda atual por gasolina, bem como de formar estoques de destilados para o inverno no hemisfério Norte. Deste modo, mantemos nossa expectativa de redução gradual das cotações neste segundo semestre e, portanto, nossa projeção para o final do ano para o petróleo do tipo Brent datado permanece em cerca de US\$ 35,0/barril, o que representa uma elevação de 17,3% frente ao patamar médio do ano passado.

## **7. Informe setorial**

### *7.1. Siderurgia: Preços internos e externos deverão convergir em dezembro*

A defasagem existente entre os preços domésticos e as cotações internacionais dos produtos metalúrgicos recuou de 32% em julho para cerca de 23% em agosto.

Esta 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. Este indicador é elaborado com base nas cotações internacionais dos principais artigos metalúrgicos, ponderadas pelos mesmos pesos utilizados no IGP-M e corrigidas pela taxa de câmbio.

Os preços externos e domésticos dos produtos metalúrgicos apresentaram um significativo descolamento após janeiro deste ano, em virtude do forte aumento das cotações internacionais de produtos siderúrgicos e de minerais não-ferrosos - como o cobre e alumínio - e da dificuldade enfrentada pelas empresas em repassar estas elevações adicionais de preço em uma economia cujo nível de atividade ainda se encontrava em recuperação. O pico dessa defasagem foi em junho, quando chegou a 40%. A partir de então, tal diferença apresentou duas quedas, caindo para 32% em julho e 23% em agosto.

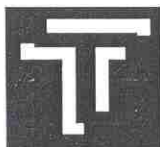


Entre janeiro e junho, as empresas do setor conseguiram repassar aumentos de preços significativos - o IPA metalurgia acumulou um acréscimo de 19,3% no período -, mas, mesmo assim, não conseguiram acompanhar as cotações internacionais, que subiram 60% no semestre. De julho a agosto, entretanto, caiu a diferença entre preços domésticos e externos dos produtos metalúrgicos, sendo as principais causas deste movimento: (a) a apreciação cambial observada no período (próxima de 4%); (b) uma aceleração no nível de repasses de preços no mercado doméstico (de 10,4% no período) e (c) uma desaceleração das altas das cotações

internacionais para 2,5% nos últimos 60 dias.

Os produtos metalúrgicos deverão continuar a sofrer reajustes nos próximos meses até que se estreite a atual defasagem entre as cotações internacionais e os preços domésticos. A velocidade do repasse de preços dependerá, fundamentalmente, do ritmo da recuperação da economia brasileira.

Se considerarmos um cenário para os próximos meses com aumentos lineares de 4% ao mês no IPA metalúrgico, combinado com uma curva de câmbio que convirja para R\$ 3,08/US\$ em dezembro, o descolamento entre os preços externos e internos acabaria no final deste ano.



## 8. Dados básicos e projeções anuais

Atualizada em 03/09/2004.

	2001	2002	2003	2004	2005
<b>PIB</b>					
PIB nominal (US\$ bilhões)	510,4	456,2	493,2	569,8	613,9
População (mil)	172.386	174.633	176.876	179.114	181.341
PIB per capita (US\$)	2.961	2.612	2.788	3.181	3.385
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%	5,5%	4,5%
Serviços	1,8%	1,6%	-0,1%	3,2%	2,4%
Investimento (% do PIB)	19,5%	18,3%	18,0%	19,1%	19,7%
<b>Preços</b>					
IPCA (IBGE)	7,7%	12,5%	9,3%	7,0%	5,3%
IPC-Fipe	7,2%	9,9%	8,2%	6,5%	5,3%
IGP-M (FGV)	10,4%	25,3%	8,7%	12,3%	5,8%
IPA-M (FGV)	11,9%	33,6%	7,6%	15,0%	6,1%
IPC-M (FGV)	7,7%	11,9%	9,3%	7,3%	5,1%
<b>Emprego e Salários</b>					
Taxa de desemprego (30 dias - IBGE)	6,8%	7,9%	12,3%	11,3%	10,5%
<b>Setor Público</b>					
Déficit nominal (% do PIB)	5,2%	10,3%	3,7%	2,9%	3,5%
Resultado Primário (% do PIB)	3,7%	3,9%	4,3%	4,3%	4,3%
Juros nominais (% do PIB)	8,9%	14,2%	8,0%	7,2%	7,8%
Dívida Liq. do Setor Público (% do PIB)	53,3%	55,5%	58,1%	56,4%	56,0%
<b>Câmbio e Juros</b>					
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,3204	3,5333	2,8892	3,08	3,20
Taxa de câmbio	18,7%	52,3%	-18,2%	6,6%	3,9%
Juros nominais (média anual)	17,3%	19,1%	23,3%	15,9%	15,4%
Juros reais em dólar	-1,1%	-21,8%	50,8%	8,7%	11,0%
Juros reais (deflator: IPCA)	9,0%	5,8%	12,8%	8,3%	9,6%
<b>Balanço de Pagamentos</b>					
Exportações (US\$ bilhões)	58,2	60,1	73,1	92,0	96,3
Importações (US\$ bilhões)	55,6	47,0	48,3	61,6	71,8
Balança Comercial (US\$ bi)	2,7	13,1	24,8	30,3	24,5
Conta Corrente (US\$ bi)	-23,2	-7,7	4,1	8,2	1,9
Conta Corrente (% PIB)	-4,6%	-1,7%	0,8%	1,4%	0,3%
Conta Capital e Financeira (US\$ bi)	27,9	8,9	5,5	-11,3	-6,9
Reservas Internacionais (liquidez internac. US\$ bi)	35,9	37,8	49,3	46,2	41,2

TENDÊNCIAS CONSULTORIA INTEGRADA

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