



05 de julho de 2004
061/2004-DG

COMUNICADO EXTERNO

Membros de Compensação, Corretoras Associadas e Operadores Especiais

Ref.: **Conjuntura Econômica Mensal – Julho/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



da gasolina neste resultado ainda não está associada à recente majoração do preço da gasolina por parte da Petrobras, e apenas reflete a recente elevação do preço do álcool anidro.

Em relação aos núcleos, o resultado do IPCA-15 de junho mostrou que o núcleo por médias aparadas suavizado (0,61%) permaneceu praticamente estável em relação ao resultado de maio (0,59%), e o não-suavizado registrou pequena aceleração, passando de 0,43% para 0,49%. A aceleração deste último não configura uma piora no cenário de inflação, na medida em que neste resultado observa-se uma série de pressões altistas pontuais que esse tipo de núcleo não foi capaz de excluir. Já o núcleo por exclusão recuou de 0,70% para 0,61%, devido principalmente ao enfraquecimento da pressão exercida pela alta dos medicamentos.

A análise dos produtos industrializados do IPCA, segundo a abertura do Banco Central, revela uma aceleração em relação ao fechamento de maio, de 0,84% para 0,91%. Contudo, grande parte dessa aceleração pode ser atribuída à elevação dos combustíveis. Esta avaliação torna-se mais clara quando excluimos os combustíveis do cálculo deste núcleo, o que evidencia um movimento oposto ao observado anteriormente, ou seja, uma desaceleração de 0,91% para 0,86%, na mesma comparação. Além disso, devemos considerar na análise dos industrializados que parte do patamar elevado estabelecido nos últimos resultados também está associada à pressão sazonal exercida pelo grupo vestuário. Contudo, a evolução destes produtos deve ser acompanhada com cautela nos próximos resultados, dado o recente desempenho altista demonstrado pelos índices no atacado.

A taxa de variação do IGP-M de junho (1,38%) mostrou uma leve alta em relação ao resultado de maio (1,31%). Este resultado foi

marcado pela aceleração dos preços no atacado (de 1,52% para 1,73%) e ao consumidor (de 0,59% para 0,76%). Dentre os preços no atacado, tanto os agrícolas quanto os industriais mostraram aceleração. Os agrícolas foram puxados pela alta de 16,7% do café e pela continuidade da alta de *in natura* (4,45%), ambos em função de problemas climáticos. Além disso, o início da entressafra da carne bovina já começou a pressionar seus preços (2,16%). As condições ruins do pasto provocadas pelo clima também pressionaram o preço do leite, que subiu 5,93% neste resultado, com influência de 0,17 p.p na taxa do IPA geral. Parte destas pressões de alta foi amenizada pela queda de 15,34% no preço da soja - com influência negativa de 0,46 p.p. no IPA geral - e de 6,35% no preço do arroz - com influência negativa de 0,09 p.p. O IPA industrial (1,92%) foi fortemente influenciado pela alta de 4,92% no item de combustíveis e lubrificantes, provocada pelos recentes reajustes de alguns derivados por parte da Petrobras e pela recente elevação do preço do álcool combustível (14,3%). Em 15 de junho, a Petrobras anunciou a elevação na refinaria de 6,1% no preço da gasolina e 8,2% no preço do diesel e este resultado do IGP-M refletiu apenas cinco dias do reajuste. Somado a isso, no início de junho a estatal também reajustou o preço de outros dois derivados, querosene para motores (11,28%) e óleo combustível (11,79%). Em relação aos preços ao consumidor (0,76%), a principal pressão foi o grupo alimentação (1,43%), puxado pela alta de *in natura* e leite - refletindo movimentos sazonais. Ambos exerceram influência de 0,37 p.p. na formação da taxa do IPC. O INCC (0,56%), seguiu pressionado apenas por mão-de-obra (0,92%), refletindo, em grande medida, a elevação das commodities metálicas.



3.2. Projeção para o IPCA de julho de 0,80%

Para o IPCA fechado de junho, projetamos uma taxa de 0,60%, mostrando uma pequena elevação em relação ao resultado do IPCA-15 de junho (0,56%). Os destaques deste resultado serão: (a) a elevação do preço da gasolina em virtude da majoração do preço deste produto por parte da Petrobras e (b) uma pequena aceleração do grupo alimentação por conta, principalmente, da continuidade da pressão exercida pelo item leite e seus derivados e alguns alimentos *in natura*. Já a pressão exercida pela elevação do açúcar deve se enfraquecer e a pressão de baixa

dos cereais deve ser mantida. O grupo vestuário deve registrar pequena desaceleração, mas ainda em patamar elevado em virtude da sazonalidade do período. Para julho projetamos uma taxa de variação de 0,80%, e este resultado será marcado por uma forte pressão dos preços administrados, com destaque para: (a) reajuste de telefonia fixa, com impacto de 0,15 p.p. e (b) energia elétrica de São Paulo, com impacto de 0,13 p.p. Além disso, o reajuste da gasolina concedido pela Petrobras ainda deve exercer impacto próximo a 0,10 p.p. Os demais preços devem seguir comportados.

Quadro: últimos resultados dos principais índices de inflação

	2003	2004*	Mai/04	Junho/04	Julho/04
IPCA (IBGE)	9,2%	6,5%	0,51%	0,60%*	0,80%*
IPC (FIPE)	8,1%	6,0%	0,57%	0,85%*	0,40%*
IPC-M (FGV)	9,3%	6,5%	0,59%	0,76%	0,70%*
IGP-M (FGV)	8,6%	11,3%	1,31%	1,38%	1,00%*

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

4. Finanças públicas

4.1. Meta de superávit primário do primeiro semestre é cumprida com antecedência

O superávit primário do setor público atingiu R\$ 5,8 bilhões em maio, elevando o acumulado no ano para R\$ 38,3 bilhões. Isso significa que a meta de superávit para o acumulado do primeiro semestre, firmada junto ao FMI (R\$ 32,6 bilhões), já foi cumprida em maio.

O que permitiu o cumprimento antecipado da meta com o FMI foi o excelente resultado do governo central, que registrou superávit primário de R\$ 30,2 bilhões nos primeiros cinco meses do ano. De fato, o governo central superou a meta orçamentária para o período de janeiro a agosto

(R\$ 29 bilhões) com três meses de antecedência, graças ao bom desempenho da arrecadação.

Por outro lado, a situação das estatais federais é muito menos confortável. Essas empresas já descumpriram a meta do primeiro quadrimestre e dificilmente atingirão a meta do segundo.

Em maio, as estatais federais voltaram a registrar déficit (de R\$ 690 milhões), de forma que o resultado acumulado no ano é um déficit de R\$ 1,7 bilhão. Como a meta dessas empresas para o período de janeiro a agosto, contida no último decreto orçamentário (nº 5094), é um



superávit de R\$ 6,9 bilhões, as estatais federais precisarão gerar um superávit médio de R\$ 2,9 bilhões nos próximos três meses, o que está longe de ser trivial. Isso significa que o novo descumprimento da meta das estatais federais é provável, compensado pelo maior superávit do governo central.

Nesse sentido, pode-se afirmar que a meta de superávit conjunta para o governo central e estatais federais (R\$ 35,8 bilhões até agosto) deverá ser cumprida com tranquilidade, a despeito

dos piores resultados das estatais, dado que para tanto basta um superávit médio de R\$ 2,4 bilhões ao mês para o governo central e estatais federais.

Porém, no caso de os resultados das estatais permanecerem muito abaixo da meta, é provável que mesmo diante de um bom desempenho da arrecadação o governo central tenha que conter o ritmo de liberação das despesas discricionárias de forma a garantir uma compensação para o pior resultado das estatais (como aconteceu em 2003).

4.2. Déficit nominal deve encerrar o ano próximo a 3% do PIB

No que tange à dívida líquida do setor público, houve uma elevação (para 56,8% do PIB) por conta da desvalorização do câmbio entre final de abril (R\$ 2,94/US\$) e final de maio (R\$ 3,13/US\$).

A notícia positiva é que mesmo diante da desvalorização da taxa de câmbio, a relação dívida/PIB não se elevou de forma expressiva, mostrando que a estratégia de redução dos papéis vinculados já produz efeitos sobre a dinâmica da dívida do setor público. Portanto, permanece a perspectiva favorável para o fechamento do ano, que tende a ficar abaixo do nível de maio caso a taxa de câmbio mostre-se relativamente estável e não haja incorporação de grandes esqueletos.

O bom comportamento da dívida reflete ainda os bons resultados do déficit nominal, que deverá encerrar abaixo de 3% do PIB, tendo em vista a manutenção dos bons resultados primários e a hipótese de relativa estabilidade cambial até o final do ano.

Por conta da redução do estoque de papéis cambiais, o déficit nominal será favorável neste ano tanto no conceito harmonizado como no tradicional (figura).

Vale lembrar que após a desvalorização de 1999, o Banco Central passou a calcular o resultado nominal do setor público (NFSP nominal) de duas maneiras: (a) segundo o conceito tradicional, que incorpora o efeito integral da desvalorização cambial sobre todo o estoque da dívida interna e (b)

Figura: Necessidade de financiamento do setor público - nominal (conceito harmonizado e tradicional)



Fonte: Banco Central (projeção Tendências)

segundo o conceito harmonizado, que trata a dívida interna indexada à variação cambial do mesmo modo que a dívida externa, ou seja, o impacto da desvalorização é captado pelo conceito de caixa e a despesa é considerada apenas no momento em que a obrigação é efetivamente paga.

Desde o início de 2003, o Banco Central deixou de divulgar em sua nota para a imprensa do setor fiscal o conceito tradicional, tornando o resultado "harmonizado" o conceito oficial para cálculo do déficit nominal. O conceito tradicional só pode ser encontrado nas séries históricas, no site do Banco Central.

O déficit nominal harmonizado mostrou-se efetivamente muito menos volátil desde o período



da maxidesvalorização de 1999 (figura). Passada a crise de 2002 e diante da apreciação cambial recente, em 2003 o indicador tradicional do déficit nominal (acumulado 12 meses como porcentagem do PIB) apresentou um desempenho melhor do que o déficit harmonizado. No resultado de maio,

os indicadores voltaram a se aproximar, em um patamar próximo a 4% do PIB.

Em nosso cenário básico, que supõe relativa estabilidade cambial (com R\$ 3,08/US\$ em dezembro), ambos os conceitos devem seguir em queda gradual até o fechamento do ano.

5. Setor externo

5.1. Investimento de longo prazo encerra o primeiro semestre em baixa

1.1. Transações correntes

O saldo em conta corrente em maio (US\$ 1,5 bilhão) veio dentro das expectativas, elevando o superávit acumulado em 12 meses para 1,24%, resultado poucas vezes registrado nas últimas décadas.

Diante dos bons resultados acumulados, o Banco Central decidiu elevar sua projeção para o superávit comercial neste ano para US\$ 26 bilhões e o saldo em conta corrente para US\$ 2,5 bilhões. Tais projeções ainda são conservadoras e devem ser superadas: continuamos projetando superávit de US\$ 28 bilhões na balança comercial e US\$ 5,5 bilhões em conta corrente.

1.2. Conta capital e financeira

Em maio, a taxa de rolagem de vencimentos de médio e longo prazo que afetam o mercado cambial (excluindo-se, portanto, os pagamentos com impacto nas reservas do Banco Central) foi bastante reduzida, limitando-se a 57%.

Maio foi o terceiro mês consecutivo a registrar um baixo nível de rolagem de vencimentos de médio e longo prazo (a média dos últimos três meses está em 53,8%), o que corrobora a redução da oferta de capitais para o Brasil nos últimos meses.

É a forte paralisação da captação de títulos (bônus, *notes* e *commercial papers*) que está afetando mais significativamente a taxa de

rolagem total do setor privado. De março a maio, a taxa de rolagem desses vencimentos de 31% e as informações preliminares de junho indicam uma taxa de rolagem de apenas 3%. Deve-se qualificar o resultado de junho, dado o elevado montante de amortização privada (US\$ 1,6 bilhão), equivalente a mais que o dobro do dado de maio. Não se pode negar, contudo, que o apetite dos investidores estrangeiros por papéis brasileiros reduziu-se significativamente e passa por seu pior momento desde a crise de 2002.

Também o fluxo de investimento direto estrangeiro, indicador importante da confiança dos investidores, continua fraco. O dado de maio (US\$ 207 milhões) ficou inclusive muito abaixo da próxima projeção do Banco Central, influenciado por uma operação específica. No acumulado nos últimos 12 meses, contudo, o resultado continua estável em torno de US\$ 10 bilhões (figura 3), o que indica que o número de investimento direto é baixo, mas não é excepcionalmente negativo, devendo se recuperar no segundo semestre em contexto de ratificação do crescimento econômico interno.

Enquanto o influxo de capitais de longo prazo manteve-se fraco em maio, o ingresso de capitais de curto prazo voltou a ser positivo, mais uma vez impulsionado pelo aumento de financiamento ao comércio.

Em maio, houve ingresso de crédito comercial de fornecedores de US\$ 1,4 bilhão e no ano essa rubrica acumula ingresso líquido de US\$ 4,2



bilhões. É esse crédito, juntamente com os financiamentos de curto prazo, que reflete a contratação de câmbio por parte dos exportadores bastante elevada nos últimos meses, sustentando os saldos positivos no fluxo cambial. A desvalorização da taxa de câmbio desde o final de abril estimulou a antecipação da

venda de divisas por parte dos exportadores, o que explica em certa medida a diferença entre o resultado da balança comercial física e aquele exibido pelo câmbio contratado. Esse movimento está correlacionado com a ampliação do crédito comercial e financiamentos de curto prazo exibida pelo Balanço de Pagamentos.

6. Internacional

6.1. Fed indica estratégia de elevação gradual dos juros

Nos Estados Unidos, as divulgações econômicas no último mês evidenciaram que, de fato, o quadro da economia é bastante positivo, dado que a atividade segue robusta, o emprego recupera-se de forma mais sustentável e a inflação encontra-se sob controle. Os temores em relação a um possível repique inflacionário amenizaram-se diante da divulgação dos índices de preços aos consumidores e aos produtores de maio, pois estes mostraram que as pressões são pontuais, sem impactos generalizados sobre os demais preços.

O tão esperado índice de preços ao consumidor de maio, que tanto preocupou os mercados, mostrou-se em linha com o esperado. O índice registrou alta de 0,6%, contra 0,2% em abril, e o núcleo, que exclui energia e alimentação, registrou alta de 0,2%, contra 0,3% em abril. As maiores pressões no índice de maio foram decorrentes basicamente de energia e alimentação. É fato que os preços mais altos das commodities nos mercados internacionais, principalmente de petróleo, começam a ter impactos mais significativos nos preços do país, mas estes têm sido concentrados, sem reflexos mais significativos sobre os demais preços.

O resultado do índice de preços aos produtores de maio, por sua vez, mostrou-se um pouco acima do esperado, refletindo basicamente as pressões advindas de petróleo e alimentação. O índice

cheio registrou alta de 0,8% contra 0,7% em abril, e o núcleo, que exclui energia e alimentação, registrou alta de 0,3% contra 0,2% em abril. Em relação ao mesmo período do ano passado, o índice sustenta alta de 4,9% e o núcleo, elevação de 1,7%. O resultado do PPI evidenciou que as pressões de alta são pontuais, sem impactos expressivos sobre os demais preços, que seguem sob controle.

De forma geral, uma vez superados os riscos da deflação, os preços parecem ter voltado a operar em níveis de maior normalidade, não sinalizando risco inflacionário no curto prazo.

No campo da atividade econômica, o destacou ficou para a indústria, que continua trazendo boas notícias. A produção industrial de maio surpreendeu positivamente, com crescimento de 1,1% no dado dessazonalizado e de 6,3% em relação ao mesmo período do ano passado. Na abertura dos dados, percebe-se que a produção de bens de consumo continua registrando crescimento importante, mas outro item que chamou atenção foi o de produção de equipamentos, principalmente de tecnologia. Os dados recentes da indústria têm confirmado que o crescimento da economia americana, que inicialmente tinha como base o consumo, começa a se apoiar mais nos investimentos privados, sobretudo os focados em tecnologia.

Por fim, a outra boa notícia foi trazida pelo



Livro Bege, que confirmou um quadro bastante positivo da economia americana. A atividade segue robusta, com destaque para a indústria, que mostra crescimento generalizado e significativo, e também para o setor de serviços, que mostra expansão importante nos mais diversos setores. Sobre o mercado de trabalho, ou mais especificamente sobre a recuperação dos empregos, a pesquisa deste mês apresenta um tom bem mais otimista em relação aos relatórios anteriores, destacando que, de fato, as contratações têm sido mais robustas e generalizadas.

De forma geral, tanto o Livro Bege como os indicadores recentes têm corroborado o quadro de que a economia americana apresenta forte crescimento econômico, com reflexos já significativos sobre o mercado de trabalho e,

sobretudo, sem evidências de pressões inflacionárias. Neste contexto, a elevação da taxa dos Fed funds em 25 pontos pelo FOMC no último mês foi totalmente justificável.

O FOMC além de ter confirmado a aposta majoritária do mercado, elevando em 25 pontos a taxa dos Fed funds, reforçou que deve perseguir uma estratégia de elevação gradual dos juros.

Ao ter destacado que a) os riscos ao cenário de crescimento econômico e estabilidade de preços estão equilibrados e b) que a inflação deve seguir relativamente baixa, ressaltando que a pressão atual sobre os preços deve-se a fatores transitórios, o comitê justificou que tem espaço para perseguir uma estratégia de elevação comedida dos juros. Assim, por sua vez, também afastou a hipótese de que o Fed poderia estar *behind the curve*.

7. Informe setorial

7.1. Siderurgia: defasagem entre preços no País e no exterior subiu em julho

A defasagem existente entre os preços domésticos e as cotações internacionais dos produtos metalúrgicos alcançou um nível recorde em junho – ao redor de 33%. Esta defasagem 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 a partir das cotações internacionais dos principais artigos metalúrgicos, ponderadas pelos mesmos pesos utilizados no IGP-M e corrigidas pela taxa de câmbio.

Os preços internacionais e domésticos dos produtos metalúrgicos apresentaram um significativo descolamento a partir de janeiro deste ano, em virtude do forte aumento das cotações internacionais dos produtos siderúrgicos e de minerais não-ferrosos – como cobre e

alumínio – e da dificuldade enfrentada pelas empresas em repassar estas elevações adicionais em uma economia cujo nível de atividade ainda se encontra em recuperação. Desta forma, entre janeiro e março, acumulou-se uma defasagem de preços da ordem de 31%. Entre janeiro e abril, as companhias do setor conseguiram repassar aumentos significativos – o IPA metalurgia acumulou uma alta de 13% no período –, fazendo com que a defasagem se estreitasse para um nível mínimo de 27% no final de abril.

De abril a junho, entretanto, a diferença entre preços domésticos e externos dos produtos metalúrgicos aprofundou-se, alcançando o nível recorde de 33%. As principais causas deste aprofundamento foram: (a) a forte depreciação cambial observada no segundo trimestre (próxima de 8%); (b) acréscimos marginais nas cotações internacionais de alguns produtos siderúrgicos no



período – notadamente, galvanizados, bobinas a quente, bobina a frio e barras de aço – e (c) uma desaceleração no nível de repasses de preços no mercado doméstico, de 5,8% nos últimos sessenta dias.

Os produtos metalúrgicos deverão continuar a

sofrer reajustes nos próximos meses até que a atual defasagem existente entre as cotações internacionais e os preços domésticos se estreite. A velocidade do repasse das elevações nos preços dependerá, fundamentalmente, do ritmo da recuperação da economia brasileira.



8. Dados básicos e projeções anuais

Atualizada em 02/07/2004.

	2001	2002	2003	2004	2005
PIB					
PIB nominal (US\$ bilhões)	510,4	456,2	493,2	566,1	593,2
População (mil)	172.386	174.633	176.876	179.114	181.341
PIB per capita (US\$)	2.961	2.612	2.788	3.103	3.271
PIB VA pm - crescimento real	1,3%	1,9%	-0,2%	4,0%	3,3%
Agropecuária	5,8%	5,5%	5,0%	5,4%	4,9%
Indústria	-0,5%	2,6%	-1,0%	3,1%	2,8%
Serviços	1,8%	1,6%	-0,1%	2,6%	2,8%
Investimento (% do PIB)	19,5%	18,3%	18,0%	19,2%	19,6%
Preços					
IPCA (IBGE)	7,7%	12,5%	9,3%	6,8%	5,3%
IPC-Fipe	7,2%	9,9%	8,2%	6,4%	5,3%
IGP-M (FGV)	10,4%	25,3%	8,7%	11,7%	6,8%
IPA-M (FGV)	11,9%	33,6%	7,6%	15,1%	7,3%
IPC-M (FGV)	7,7%	11,9%	9,3%	6,8%	5,3%
Emprego e Salários					
Taxa de desemprego (30 dias - IBGE)*	6,8%	7,9%	12,3%	11,8%	11,8%
Setor Público					
Déficit nominal (% do PIB)	5,2%	10,3%	3,7%	2,7%	1,4%
Resultado Primário (% do PIB)	3,7%	3,9%	4,3%	4,3%	4,3%
Juros nominais (% do PIB)	8,9%	14,2%	8,0%	7,0%	5,7%
Dívida Liq. do Setor Público (% do PIB)	53,3%	55,5%	58,1%	56,1%	53,0%
Câmbio e Juros					
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,3204	3,5333	2,8892	3,097	3,237
Taxa de câmbio	18,7%	52,3%	-18,2%	6,6%	4,9%
Juros nominais (média anual)	17,3%	19,1%	23,3%	15,8%	14,5%
Juros reais em dólar	-1,1%	-21,8%	50,8%	8,6%	9,2%
Juros reais (deflator: IPCA)	9,0%	5,8%	12,8%	8,5%	8,8%
Balanço de Pagamentos					
Exportações (US\$ bilhões)	58,2	60,1	73,1	89,0	94,7
Importações (US\$ bilhões)	55,6	47,0	48,3	60,8	69,4
Balança Comercial (US\$ bi)	2,7	13,1	24,8	28,1	25,3
Conta Corrente (US\$ bi)	-23,2	-7,7	4,1	-6,0	-3,7
Conta Corrente (% PIB)	-4,6%	-1,7%	0,8%	-1,1%	-0,6%
Conta Capital e Financeira (US\$ bi)	27,9	8,9	5,5	-9,3	-8,7
Reservas Internacionais (liquidez internac. US\$ bi)	35,9	37,8	49,3	46,0	41,0

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

TENDÊNCIAS CONSULTORIA INTEGRADA

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

CONJUNTURA ECONÔMICA MENSAL

Julho / 2004



Índice

Sumário Executivo	02
1. Situação política e reformas	03
1.1. Governo aprova salário mínimo de R\$ 260, mas com desgaste político	03
1.2. Julho promete ser um mês menos conflituoso	04
2. Nível de atividade e emprego	05
2.1. Reaquecimento econômico já reflete na taxa de desemprego	05
3. Juros, câmbio e inflação	06
3.1. Volatilidade dos preços dos ativos se reduz substancialmente em junho	06
3.2. Projeção para o IPCA de julho de 0,80%	09
4. Finanças públicas	09
4.1. Meta de superávit primário do primeiro semestre é cumprida com antecedência	09
4.2. Déficit nominal deve encerrar o ano próximo a 3% do PIB	10
5. Setor externo	11
5.1. Investimento de longo prazo encerra o primeiro semestre em baixa	11
6. Internacional	12
6.1. Fed indica estratégia de elevação gradual dos juros	12
7. Informe setorial	13
7.1. Siderurgia: defasagem entre preços no País e no exterior subiu em julho	13
8. Dados básicos e projeções anuais	15

Sócios

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

Análise econômica e política

ALESSANDRA RIBEIRO
ANA PAULA ALMEIDA
CHRISTOPHER GARMAN
JUAN PEDRO JENSEN
JULIO CALLEGARI
MARISTELLA ANSANELLI

Análise setorial

ADRIANO PITOLI
AMARYLLIS ROMANO
FABIANA FANTONI
SÉRGIO CONTI

Projetos

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

Estagiários

BRUNO OLIVA
CLAUDIA OSHIRO
LILIAN FUJII
LUCIANA UJISSATO
ELTON BICUDO

Comunicação

ALCIDES FERREIRA
aferreira@tendencias.com.br

Coordenação editorial

LUCIANA DIAS DE MORAES
luciana@tendencias.com.br

Edição e revisão

BENEDITO SVERBERI
CLARA SETOGUCHI

Administração e Vendas

VILMA RANGEL GARCIA
vilma@tendencias.com.br

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

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 recuo dos preços do petróleo nos mercados internacionais e os bons resultados da economia norte-americana melhoraram o humor dos investidores ao longo de junho, mas as expectativas ao redor da sinalização do Fed na reunião de política monetária do último dia do mês sustentaram apostas cautelosas. No caso brasileiro, a melhora dos preços dos ativos também foi marginal, dada a manutenção de ruídos no campo político doméstico.

O prêmio de risco recuou para níveis ao redor de 650 pontos, enquanto a bolsa paulista voltou a superar os 20.000 pontos, ou 6.500 pontos em dólares. No mercado de câmbio, mesmo com a volta da oferta de hedge cambial do Banco Central, a taxa de câmbio não registrou melhora significativa, sustentando-se acima de R\$ 3,10/US\$.

No mercado de juros, a manutenção da Selic em 16,00% ficou totalmente dentro do esperado. Na ata do Copom, o Banco Central optou por um tom ameno, mas não escondeu suas preocupações com a elevação das expectativas de inflação do mercado, o que sugere um cenário de manutenção da Selic em 16% ainda por alguns meses. Com efeito, a inflação de curto prazo continua registrando números relativamente pressionados. Para o IPCA fechado de junho, projetamos uma taxa de 0,60%, mostrando uma pequena elevação em relação ao resultado do IPCA-15 de junho (0,56%). Os destaques deste resultado serão: (a) a elevação do preço da gasolina em virtude da majoração do preço deste produto por parte da Petrobras e (b) uma pequena aceleração do grupo alimentação por conta, principalmente, da continuidade da pressão exercida pelo item leite e seus derivados e alguns alimentos in natura.

Os indicadores de atividade econômica também corroboram uma atitude cautelosa por parte da autoridade monetária, já que os dados divulgados em junho mostram que a trajetória de

recuperação econômica, que está em curso desde o terceiro trimestre de 2003, continua ocorrendo, refletindo-se, inclusive, em queda do desemprego. O principal indicador divulgado foi a produção industrial de abril, que mostrou crescimento de 6,7% em relação a abril de 2003 e de 0,1% em relação a março na série dessazonalizada. Este crescimento indica que a retomada da economia continua, dado que o patamar alcançado em março já era bastante elevado. No que tange ao desemprego, as pesquisas do IBGE e do Seade/Dieese mostraram queda da taxa em maio e o movimento dos próximos meses deve continuar favorável.

Com os bons dados de renda real, emprego e crescimento divulgados recentemente, em algum momento isso tende a favorecer o governo. Ademais, junho promete ser um mês menos conflituoso no Congresso Nacional, gerando menores desgastes ao governo. Com o recesso parlamentar em vigor, as atenções voltam-se para o início das campanhas para as eleições municipais. Historicamente, a aprovação do governo tende a subir nesse período, pois com a atenção focada em disputas locais, o governo federal consegue passar alguns meses com poucas notícias negativas.

O governo central também está se beneficiando do crescimento da arrecadação para ampliar despesas e ainda assim consolidar os bons resultados fiscais. De fato, o superávit primário do setor público atingiu R\$ 5,8 bilhões em maio, elevando o acumulado no ano para R\$ 38,3 bilhões. Isso significa que a meta de superávit para o acumulado do primeiro semestre firmada junto ao FMI (R\$ 32,6 bilhões) já foi cumprida em maio. Também no que tange ao endividamento, as notícias de julho foram favoráveis, já que mesmo diante da desvalorização recente do câmbio, a relação dívida/PIB não se elevou de forma expressiva (56,8% do PIB em maio), mostrando que a estratégia de redução dos papéis vinculados



já produz efeitos sobre a dinâmica da dívida do setor público.

Na análise setorial deste mês, destaca-se o comportamento dos preços dos produtos

siderúrgicos no mercado local e internacional, sugerindo que a defasagem existente nos preços internos e externos deve continuar estimulando reajuste no Brasil.

Relatório elaborado com informações disponíveis até 30/06/2004

1. Situação política e reformas

1.1. Governo aprova salário mínimo de R\$ 260, mas com desgaste político

A votação do salário mínimo certamente foi o destaque de junho e acabou demonstrando a precariedade da base de sustentação do governo no Senado. Embora o governo tenha conseguido aprovar o valor do mínimo de R\$ 260 na Câmara dos Deputados com uma margem de cem votos, no Senado o governo Lula sofreu sua maior derrota, na medida em que a oposição conseguiu aumentar o valor do mínimo proposto pelo governo para R\$ 275.

Ao examinar a derrota do governo no Senado na votação do mínimo, e as tentativas de lideranças governistas de conquistar votos entre senadores resistentes à tese de R\$ 260, fica evidente que o grau de má vontade com a administração Lula foi grande demais para superar no Senado. Desde o início do mandato, a articulação política do governo no Senado tem sofrido com um problema crônico. O fato é que o governo tem subrepresentado seus aliados no Executivo na distribuição de cargos, não tem atendido às demandas dos senadores, e tem até menosprezado os “afagos” que muitas vezes são essenciais para manter a lealdade entre senadores de sua base. Antes da votação do mínimo, achávamos que apesar dessas frustrações na base, o governo poderia recompor uma maioria em plenário com uma articulação eficaz e promessas de

atendimento de pleitos específicos. No entanto, a má vontade entre os senadores junto à administração Lula foi grande demais para ser superada em uma ou duas semanas.

Parte da razão desse fracasso vem do perfil da figura de um senador, que tem características muito distintas das de um deputado. Senadores são lideranças mais experientes e de maior peso eleitoral, muitos dos quais são ex-governadores de Estado. Na prática, isso significa que negociações de última hora, que vão desde promessas de liberação de emendas à indicação de cargos, foram insuficientes ante uma mágoa acumulada por esse “desprestígio” (para usar a palavra de senadores) alegado por eles. A divisão entre Renan Calheiros (PMDB-AL) e José Sarney (PMDB-AP) certamente contribuiu para a derrota do governo tem raízes mais profundas.

As duas vitórias do governo na Câmara dos Deputados também podem ser creditadas ao perfil dos deputados. Em contraste com senadores, deputados são mais sensíveis a promessas de liberação de emendas e cargos. O fato é que os deputados, muitas vezes, estão construindo suas reputações, e, portanto, os benefícios distribuídos pelo Executivo são mais valiosos para suas carreiras políticas. Na prática, isso significa que as táticas utilizadas



pelo Executivo nesses últimos dias, que não surtiram efeito no Senado, são mais eficazes na Câmara.

Além da derrota do governo do mínimo no Senado, tanto a pesquisa da CNT/Sensus quanto da CNI/Ibope registraram uma aprovação do governo Lula em 29% (soma de avaliações "ótimo" e "bom"). A interpretação preponderante na média foi de que os dados de ambas as pesquisas revelam que a aprovação do governo Lula demonstra uma trajetória contínua de queda. Na verdade, o chamado "fundo do poço" na aprovação do governo provavelmente ocorreu ao longo de abril e maio, com sua aprovação estabilizando-se ao longo de junho. A queda no índice de aprovação do governo registrada na CNT/Sensus provavelmente foi fruto de a pesquisa de maio ter sido realizada em uma semana atipicamente boa para o governo. A pesquisa foi a campo entre 7 e 9 de maio, logo após o programa

partidário de 30 minutos do PT e em uma semana de inserções diárias de 30 segundos chamando atenção para o fato de a economia estar crescendo.

Na prática, isso significa que a aprovação de "equilíbrio", ou a média de aprovação do governo ao longo de abril e maio foi inferior a 34%. No início de abril, por exemplo, a Ibope divulgou uma pesquisa registrando um índice de aprovação de 28%, um pouco abaixo do resultado da CNT/Sensus de junho. Reunindo essas análises, podemos concluir que a aprovação do governo chegou a um patamar entre 27% e 30% ao longo de abril e maio, e que em junho esse patamar estabilizou-se. Olhando para o futuro, é bem possível que a trajetória seja de lenta recuperação. Caso os dados econômicos continuem favoráveis e a economia mantenha um ritmo de crescimento de 4%, a aprovação do governo naturalmente tende a melhorar.

1.2. Julho promete ser um mês menos conflituoso

As dificuldades políticas do governo em junho afetaram o encaminhamento das reformas de ordem microeconômica que estão tramitando no Congresso. Destaca-se que muito pouco foi votado ao longo de junho, deixando uma agenda muito intensa para votação na primeira semana de julho. No Senado, existe a perspectiva de concluir a votação da nova Lei de Falências, e na Câmara, as lideranças do governo visam aprovar em plenário os projetos de lei das agências reguladoras, de incorporação imobiliária, e também de inovação tecnológica. Depois de todas essas votações, o Congresso terá que votar a LDO (Lei de

Diretrizes Orçamentárias).

No entanto, julho promete ser um mês menos conflituoso para o governo Lula. Com o recesso parlamentar em vigor, as atenções voltam-se para o início das campanhas para as eleições municipais. Historicamente, a aprovação do governo sempre tende a subir nesse período, pois com a atenção focada em disputas locais, o governo federal consegue passar alguns meses com poucas notícias negativas. Além do mais, o ciclo econômico trabalha a favor do governo. Com os bons dados de renda real, emprego e crescimento divulgados recentemente, em algum momento isso tende a favorecer o governo.



2. Nível de atividade e emprego

2.1. Reaquecimento econômico já reflete na taxa de desemprego

Os principais indicadores de atividade divulgados em junho mostram que a trajetória de recuperação econômica, que está em curso desde o terceiro trimestre de 2003, continua ocorrendo, refletindo-se inclusive em queda do desemprego.

A produção industrial de abril mostrou crescimento de 6,7% em relação a abril de 2003 e de 0,1% em relação a março na série dessazonalizada. Este crescimento indica que a retomada da economia continua, dado que o patamar alcançado em março já era bastante elevado (a produção cresceu 2,0% em relação a abril, na série dessazonalizada). Este crescimento está ocorrendo mesmo com a interrupção da queda dos juros em janeiro e fevereiro deste ano. O resultado também mostra que a média móvel trimestral também entrou em trajetória de crescimento (figura 1).

Com relação a abril de 2003, o crescimento é sustentado pelos setores mais afetados por crédito, dada a queda de 10,5 pontos percentuais da Selic desde junho do ano passado. A categoria bens de consumo duráveis está em um patamar 22,7% maior e a de bens de capital, 22,0% maior.

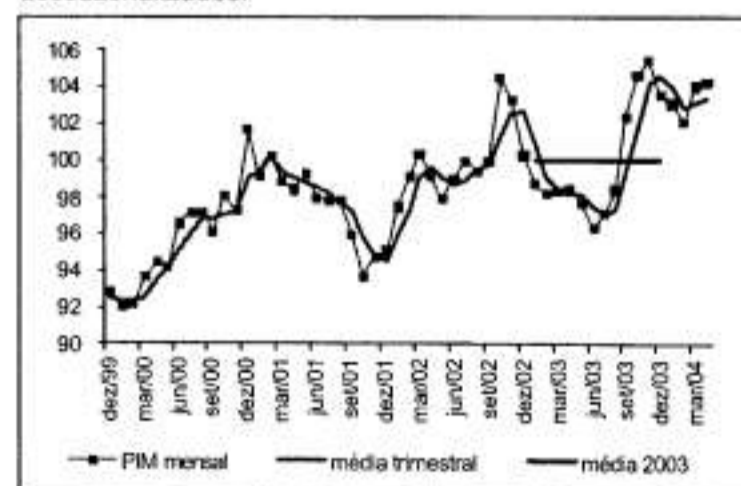
O crescimento das exportações também ajudou muito na dinâmica positiva destes dois grupos. Já os setores que dependem da renda, que continua deprimida, estão com crescimento muito baixo. A categoria de bens de consumo semi e não-duráveis cresceu apenas 1,7% no período. A última categoria, de bens intermediários, está com crescimento de 5,8%, próximo à média.

Os primeiros indicadores antecedentes de maio mostram que o crescimento continuou ocorrendo. A produção de veículos (Anfavea) cresceu 7,3% com relação a maio de 2003, o fluxo de veículos pesados (ABCR) cresceu 4,3% e a expedição de papel ondulado (ABPO) cresceu 15,7%. Em termos dessazonalizados, em relação a abril, estes indicadores mostram: (a) estabilidade para a produção de veículos, (b) crescimento de 1,7% para o fluxo de veículos pesados e (c) crescimento de 3,5% para a expedição de papel ondulado. Utilizando os modelos de projeção da Tendências, projetamos um crescimento de 7,8% para a indústria em relação ao mesmo período de 2003. Em termos dessazonalizados, este crescimento representaria uma nova alta, de 1,6% em relação a abril.

Já o desemprego finalmente começou a recuar. O desemprego medido pelo IBGE, em crescimento desde janeiro, recuou de 13,1% em abril para 12,2% em maio. A taxa de maio também recuou em relação a maio de 2003, quando estava em 12,8%. Este é o primeiro recuo na comparação anual nos últimos treze meses.

A abertura da taxa em ocupados e desocupados mostra que o recuo do desemprego ocorreu tanto pelo aumento do número de ocupados (+0,8% em relação a abril e +2,9% em relação a maio de 2003) quanto pela queda do número de desocupados (-6,7% em relação a abril e -2,9% em relação a maio de 2003). Esta

Figura 1: Índice mensal da produção industrial - dados dessazonalizados.



Fonte: IBGE.



análise é diferente daquelas dos últimos meses, quando a taxa de desemprego aumentava devido a um crescimento porcentual dos desocupados acima do crescimento porcentual dos ocupados.

A série antiga da PME não acusava melhora sazonal do desemprego em maio (não é possível calcular a sazonalidade na nova série, dado o curto período disponível). Utilizando então o mesmo padrão sazonal, a queda da taxa de abril para maio pode ser considerada muito positiva. Nos próximos meses deveremos verificar taxas de desemprego ainda mais baixas, dada a queda sazonal que deve começar a ocorrer a partir da divulgação dos dados de junho.

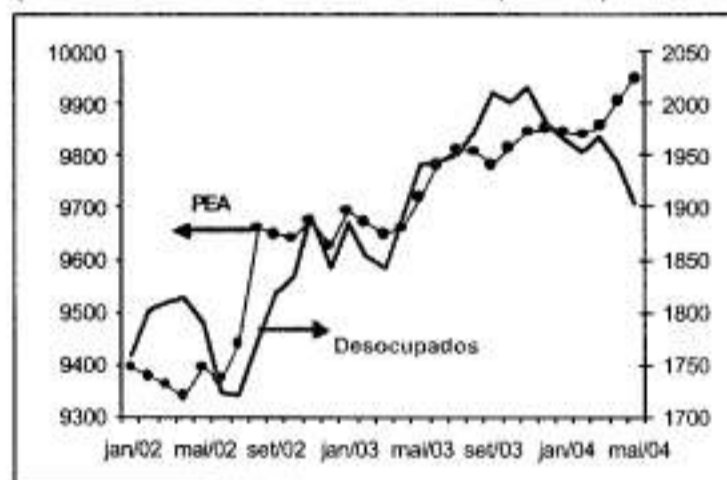
O desemprego calculado pelo Seade/Dieese, para a região metropolitana de São Paulo, também apresentou resultados favoráveis, com a taxa recuando de 20,7% em abril para 19,7% em maio. A queda na taxa de desemprego decorreu tanto da redução do número de desempregados (84 mil pessoas) quanto da elevação do número de ocupados (154 mil pessoas).

A forte elevação do número de ocupados foi o dado de maior destaque em maio. Mesmo descontando o efeito sazonal, registrou-se um aumento de 1,1% na ocupação. Deve-se ressaltar que a redução da taxa de desemprego vem ocorrendo com a continuidade do aumento da População Economicamente Ativa (PEA).

Assim, não seria correto interpretar a redução da taxa de desemprego como reflexo apenas da "desistência" na procura pelo emprego. Assim, nota-se que, calculando o dado dessazonalizado, a PEA continua em forte elevação, enquanto o número de desocupados segue em redução (figura 2).

Note-se que, sazonalmente, deve-se esperar um crescimento maior do pessoal ocupado do que da população economicamente ativa (PEA) nos próximos meses, de forma que a tendência é de maior queda da taxa de desemprego. Por exemplo, seguindo o padrão sazonal dos últimos anos, a taxa de desemprego Seade/Dieese já deverá estar abaixo de 19% em julho.

Figura 2: População economicamente ativa e desocupados (dados dessazonalizados - milhares de pessoas)



Fonte: Seade/Dieese (elaboração Tendências).

3. Juros, câmbio e inflação

3.1. Volatilidade dos preços dos ativos se reduz substancialmente em junho

O recuo dos preços do petróleo nos mercados internacionais e os bons resultados da economia norte-americana melhoraram o humor dos investidores ao longo de junho, mas as expectativas ao redor da sinalização do Fed na reunião de política monetária do último dia do mês sustentaram apostas cautelosas. No caso brasileiro, a melhora dos preços dos ativos

também foi marginal, dada a manutenção de ruídos no campo político doméstico.

O prêmio de risco recuou para níveis ao redor de 650 pontos, enquanto a bolsa paulista voltou a superar os 20.000 pontos, ou 6.500 pontos em dólares. No mercado de câmbio, mesmo com a volta da oferta de hedge cambial do Banco Central, a taxa de câmbio não



registrou melhora significativa, sustentando-se acima dos R\$ 3,10/US\$.

A prévia do fluxo cambial de junho mostrou um resultado bastante negativo, confirmando a percepção de uma retração dos exportadores no movimento de adiantamento de fechamento de contratos de câmbio, o que provocou uma desova dos dólares que vinham na posição comprada dos bancos.

Neste ritmo, a posição comprada dos bancos em dólares pode se esgotar rapidamente, especialmente se a conta financeira continuar muito negativa. Desta forma, as perspectivas para a taxa de câmbio no curto prazo não são muito positivas, especialmente em julho, que ainda tem um volume de vencimentos de dívida externa privada elevado, o que deve sustentar um fluxo negativo de recursos no mercado de câmbio.

No mercado de juros, a manutenção da Selic em 16,00% ficou totalmente dentro do esperado. Na ata do Copom, o Banco Central optou por um tom ameno, mas não escondeu suas preocupações com a elevação das expectativas de inflação do mercado, o que sugere um cenário de manutenção da Selic em 16% ainda por alguns meses.

1.1. Juros

A ata da reunião do Copom mostrou poucas alterações no cenário do Banco Central e uma preocupação adicional com o comportamento das expectativas de inflação, principalmente de médio prazo.

O cenário do BC teve poucas alterações. A inflação ao consumidor de abril, apesar de mais alta que a de maio, ficou próxima às expectativas. A atividade econômica continua se recuperando de forma inequívoca. As turbulências externas, principal fonte de incerteza no último mês, diminuíram, mas a volatilidade ainda é elevada e a incerteza permanece.

Dada a piora do cenário de curto prazo, principalmente pela desvalorização cambial e

pressão dos preços no atacado, é natural a piora das expectativas de inflação ao consumidor. Entretanto, esta piora deveria estar restrita ao curto prazo, não afetando as expectativas de médio prazo. Ao afetar estas últimas, os agentes de mercado estão supondo uma das duas hipóteses a seguir: (a) que os choques atuais não são transitórios; ou (b) que o BC não irá combater os efeitos de segunda ordem desses choques.

Nesse sentido, é legítima a preocupação do BC com relação às expectativas de médio prazo, pois valendo a primeira hipótese, o cenário principal do BC está errado, e valendo a segunda, os agentes não acreditam que o BC irá combater os efeitos secundários dos atuais choques (ou, no mínimo, crêem que ele não será bem-sucedido nesta tentativa).

Por outro lado, o BC irá dar mais importância às projeções de 2005 a cada reunião, e as projeções do Banco Central estão abaixo do centro da meta de 4,5% para 2005.

Sendo assim, temos dois vetores em sentidos opostos. Se por um lado o sistema de metas parece estar perdendo credibilidade e isto demandaria um aperto da política monetária, por outro, as projeções de 2005 do BC, abaixo da meta, sugeririam queda dos juros. Talvez, no final das contas, o que tudo isto sinalize é que a Selic não deve mudar nas próximas reuniões.

1.2. Inflação

A taxa de variação do IPCA-15 de junho (0,56%) veio dentro de nossa expectativa (0,55%), mostrando uma pequena elevação em relação ao resultado do IPCA fechado de maio (0,51%). Esta aceleração teve como destaque: (a) a continuidade da trajetória de alta do grupo alimentação e (b) a alta nos preços de alguns combustíveis (álcool e gasolina). Parte desta pressão foi amenizada pelo enfraquecimento da pressão altista exercida pelos reajustes de medicamentos e energia elétrica. Vale lembrar que a elevação