



04 de fevereiro de 2004
013/2004-DG

COMUNICADO EXTERNO

Membros de Compensação, Corretoras Associadas e Operadores Especiais

Ref.: **Conjuntura Econômica Mensal – Fevereiro/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,



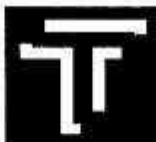
Edemir Pinto
Diretor Geral

Bolsa de Mercadorias & Futuros

Praça Antonio Prado, 48 - Telefone: 3119-2000 - CEP 01010-901 - São Paulo - SP
Caixa Postal, 4275 - São Paulo - Capital - CEP 01061-970

CONJUNTURA ECONÔMICA MENSAL

Fevereiro / 2004



Índice

Sumário Executivo	02
1. Situação política e reformas	03
1.1. Janeiro foi marcado pela reforma ministerial do governo Lula	03
1.2. Aprovação do PPP pode ser destaque em fevereiro	04
2. Nível de atividade e emprego	04
2.1. Trajetória de recuperação econômica deve continuar no início de 2004	04
3. Juros, câmbio e inflação	06
3.1. Decisão conservadora do Copom reverte otimismo do mercado	06
3.2. Educação e tarifas de telefone pressionam IPCs em fevereiro	08
4. Finanças públicas	08
4.1. Setor público fecha 2003 com superávit primário de 4,32% do PIB	08
4.2. Relação dívida/PIB fecha 2003 em 58,2%, mas perspectiva para 2003 é positiva	09
5. Setor externo	10
5.1. Superávit em conta corrente de 2002 é o maior desde 1992	10
6. Internacional	11
6.1. EUA: FOMC surpreende na primeira decisão de política monetária de 2004	11
6.1. Argentina: problemas aparecem nas questões estruturais	11
7. Informe setorial	12
7.1. Câmara incorpora alguns avanços ao novo modelo do setor elétrico	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

Análise econômica e política

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

Análise setorial

ADRIANO PITOLI
AMARYLLIS ROMANO
FABIANA FANTONI
SÉRGIO CONTI

Projetos

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

Estagiários

BRUNO OLIVA
CARLOS SHIRATORI
CLAUDIA OSHIRO
LILIAN FUJII

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

Janeiro começou apontando um início de ano muito promissor, dando continuidade à trajetória de melhora de preços ocorrida no final de 2003. O prêmio de risco brasileiro chegou a recuar para patamares abaixo de 400 pontos, enquanto a taxa de câmbio atingiu R\$ 2,78/US\$ e o Ibovespa, 24.300 pontos.

Na última semana do mês, no entanto, sinais do Fed de que o início da alta dos juros nos EUA pode estar se aproximando e incertezas do Banco Central com relação ao caráter temporário da inflação provocaram a correção da euforia dos mercados, levando os preços dos ativos a encerrarem o mês em níveis próximos às médias de dezembro. O prêmio de risco brasileiro voltou a se aproximar dos 500 pontos e a bolsa paulista recuou para os 22.000 pontos.

No mercado de juros, a decisão do Copom de manter as taxas de juros em 16,5% e as preocupações explicitadas pelo Banco Central com relação ao comportamento da inflação levaram os agentes a precificar que a estabilidade da Selic ainda deve durar algum tempo. Mais cauteloso, o mercado de juros deve operar ainda mais atento ao comportamento dos índices de preços e das expectativas de inflação.

No mercado de câmbio, o destaque é o início da atuação do Banco Central na compra de dólares, substituindo o Tesouro Nacional. O elevado apetite dos investidores internacionais pelos mercados emergentes sustentou um fluxo bastante positivo de dólares durante todo o mês, mas a presença do BC sustentou o real ao redor dos R\$ 2,90/US\$ no final do mês.

Passada a correção do excesso de euforia do início do ano, é pouco provável que os preços dos ativos brasileiros sustentem uma trajetória de queda. Com a manutenção do cenário doméstico favorável e do crescimento da economia mundial, os preços tendem a se acomodar ao redor dos novos patamares no curto prazo, mas com

espaço para retomar a trajetória positiva nos próximos meses.

A preocupação deve continuar por algum tempo, tendo em vista que ainda em fevereiro, os índices mostrarão inflação ao consumidor elevada. Por conta do período de matrículas escolares, o IPCA deve ser pressionado em janeiro pelo grupo educação, com impacto previsto de 0,36 ponto porcentual. Projetamos para o IPCA em fevereiro uma taxa de variação próxima a 0,85%.

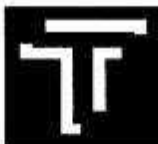
O Banco Central expôs de forma clara na última ata sua preocupação com a elevação das expectativas de inflação de mercado. Neste sentido, esta preocupação deve aumentar ainda mais, pois estas projeções ainda devem sofrer elevações, o que contribui para o cenário em que o BC mantém a Selic em 16,5% também em fevereiro.

O fato, contudo, é que os fundamentos externos e do lado fiscal são bastante positivos para a economia brasileira, o que deve impedir demasiado pessimismo com o cenário doméstico. A partir do superávit comercial recorde (US\$ 24,8 bilhões) as transações correntes foram positivas em 2003, e devem permanecer equilibradas em 2004, a despeito da recuperação da atividade doméstica. De fato, o cenário atual parece bastante promissor para as exportações brasileiras, principalmente se o movimento de recuperação de preços internacionais continuar.

Na área fiscal o superávit primário do setor público atingiu 4,32% do PIB em 2003 e permanecerá elevado nos próximos anos. Deste modo, a partir de 2004, em um cenário "normal", a relação dívida/PIB deve iniciar trajetória de queda.

Na análise setorial deste mês aborda-se o projeto do governo, e as mudanças promovidas pela Câmara dos Deputados, para o novo modelo do setor elétrico (MP 144). O projeto – como atualmente se encontra – não parece garantir as condições necessárias à atração de investimentos privados ao setor elétrico brasileiro.

Relatório elaborado com informações disponíveis até 31/01/2004



1. Situação política e reformas

1.1. Janeiro foi marcado pela reforma ministerial do governo Lula

O destaque de janeiro certamente foi a reforma ministerial promovida pelo governo Lula. Ao examinar a relevância da reforma, é importante levar em conta duas vertentes: sua repercussão na base de apoio do governo no Congresso e na sua eficiência administrativa.

No que diz respeito à base de sustentação política do governo no Congresso, a relevância da atual reforma ministerial não deve ser subestimada. Historicamente, existe uma correlação forte entre a lealdade de partidos políticos no Congresso a propostas do Executivo e o espaço que ocupam no gabinete ministerial. Conseqüentemente, os governos costumam montar equipes ministeriais atentos a sua capacidade de aglutinar ampla maioria no Congresso.

O governo Lula fugiu à regra de governos passados. A soma de partidos com postos ministeriais representa somente 52% das cadeiras na Câmara dos Deputados e 33% dos votos no Senado. Além disso, o governo cedeu relativamente pouco espaço a seus aliados. Dentre 34 postos com status ministerial, mais da metade ficou nas mãos de membros do PT, sendo que somente sete vagas foram preenchidas por membros dos partidos aliados. Talvez ainda mais importante, o fato de o governo ter montado um ministério essencialmente "petista", e não de coalizão, representava outro sério risco para o governo Lula: em um cenário em que a aprovação do governo recuasse, as repercussões com relação às bases de governabilidade no Congresso seriam muito mais sérias.

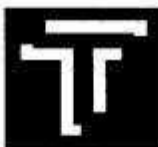
Com a entrega das pastas de Comunicação e Previdência para o PMDB e a incorporação do PP ao segundo escalão, o governo consolida a transição de um governo essencialmente petista para um governo de coalizão. Com isso, obtém dois ganhos importantes. O primeiro diz respeito

à consolidação de sua base de apoio no Congresso. Se em 2003 sua base beneficiou-se do período de "lua-de-mel" que caracteriza o início de todo mandato, com o PMDB no ministério o governo tem instrumentos para exigir lealdade do partido mesmo se os índices de aprovação do presidente Lula recuarem futuramente. O segundo ganho diz respeito à estabilidade da atual equipe econômica. Com o PMDB no ministério, o governo Lula transformase em um governo de centro-esquerda não só devido à sua agenda de reformas, mas também com relação à sua composição política. Na prática, isso contribui para consolidar as políticas implementadas em seu primeiro ano de mandato.

No que diz respeito a como a reforma repercutirá na eficiência administrativa do governo, os impactos são mais difíceis de prever. No mínimo, pode-se dizer que o governo mexeu em áreas que vêm demonstrando dificuldades, principalmente a área social.

Patrus Ananias (PT-MG) foi designado para o posto de "superministro" da área social, assumindo as responsabilidades de José Graziano e Benedita da Silva, ministros que não apresentavam um desempenho eficaz em suas respectivas áreas. Em contrapartida, Ananias já se revelou um administrador eficiente quando prefeito de Belo Horizonte. A indicação de Tarso Genro (PT-RS) para substituir Cristovam Buarque na pasta de Educação tem a mesma característica, isto é, sai um ministro pouco eficiente e entra um ministro com um histórico de experiência administrativa.

O fato de ambos, Ananias e Genro, terem um perfil administrativo eficaz, mas sem grandes convicções com relação a como encaminhar políticas sociais específicas deve ser visto como uma vantagem, pois aumenta a possibilidade de que ambos possam encaminhar correções de



rumos em suas respectivas pastas. Politicamente, a área social também saiu ganhando. Os três ministros substituídos não tinham um peso muito grande dentro do núcleo duro do PT, e as indicações de Ananias e Genro acabam deslocando integrantes de maior peso político no partido para a área social.

Talvez o mesmo possa ser dito com relação à indicação de Aldo Rebelo (PCdoB-SP) para a pasta de Articulação Política. Ao longo de 2003, ficou evidente que o modelo adotado pelo governo de concentrar tremendas responsabilidades na Casa Civil mostrou-se pouco eficiente. Ao longo da tramitação das reformas da previdência e tributária, por exemplo, ficou evidente que o governo sofreu com a falta de sintonia em relação a suas lideranças no Congresso. O fato de José Dirceu estar sobrecarregado com várias atribuições certamente contribuiu para essa dificuldade.

Por fim, a substituição de Roberto Amaral na pasta de Ciência e Tecnologia por Eduardo Campos

(PSB-PE) deve ser considerada positiva, como também a saída de Miro Teixeira (PDT-RJ) da pasta de Comunicações para a entrada de Eunício de Oliveira (PMDB-PE). A principal incógnita encontra-se na ida de Amir Lando (PMDB) para a pasta de Previdência. Devido a sua atuação passada, é possível que Lando venha a ser uma fonte de ruído no sentido de defender teses politicamente populares, mas que comprometam as finanças do sistema previdenciário.

Fora a reforma ministerial, a pauta de convocação extraordinária do Congresso demonstrou que de fato não existia condições para grandes votações em plenário. O destaque foi a votação das MPs 144 e 145 do setor de energia. Apesar de os partidos de oposição se oporem a essas medidas provisórias, o governo quis garantir sua votação rapidamente para colocar mais pressão dentro do Supremo Tribunal Federal (STF), que deve julgar sua constitucionalidade em fevereiro.

1.2. Aprovação do PPP pode ser destaque em fevereiro

Com a convocação extraordinária do Congresso chegando nas suas duas últimas semanas, o governo certamente fará um esforço para aprovar alguns projetos de lei. Dois deles destacam-se com chances de ir para plenário na Câmara dos Deputados, e de serem aprovados: o projeto da PPP (Parceria Público-Privada), e o

da Lei de Biossegurança. Ambos já estão avançando em suas respectivas comissões especiais, e o governo vem dando prioridade a eles. No Senado o destaque ficará para o projeto de Lei de Falências, mas sua votação deve ocorrer somente em meados do primeiro semestre.

2. Nível de atividade e emprego

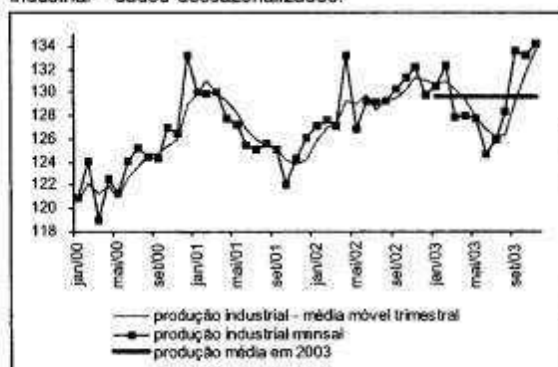
2.1. Trajetória de recuperação econômica deve continuar no início de 2004

A produção industrial apresentou crescimento dessazonalizado de 0,8% em novembro em comparação com outubro, segundo o IBGE, e registra o maior nível da série. Os dados dos últimos dois meses (outubro e novembro)

confirmam que a produção mudou de patamar em setembro, quando a indústria cresceu 4,1%. Deste modo, a média móvel trimestral continuou apresentando crescimento, de 1,5% neste resultado (figura).



Figura: Índice mensal e média móvel trimestral da produção industrial - dados dessazonalizados.



Fonte: IBGE (elaboração: Tendências)

Com o resultado de novembro e as primeiras impressões de dezembro (o INA da FIESP acusou aumento expressivo (4,4%) no dado dessazonalizado, ajudado por material de transporte), projeta-se que em 2003 a indústria possa ter crescido 0,5%. Apesar do baixo crescimento em 2003, as perspectivas para 2004 são muito boas. Como a indústria teve comportamento em "V" ao longo de 2003, caindo no primeiro semestre e recuperando-se no segundo, o *carry-over* para 2004 (crescimento médio caso a indústria mantenha o patamar atual) até novembro já é de 3,3%.

A retomada, de fato, delinea-se: além do desempenho da indústria, o Natal vendeu bem e estoques baixos sustentam a demanda de reposição (apenas 9% dos empresários industriais sondados pela FGV denunciaram excesso de estoques, e situação semelhante deve ocorrer no varejo). O crediário alonga, há demanda represada de bens duráveis e o investimento em máquinas e equipamentos reage bem, em que pese a letargia do setor de construção. Os bens semi e não-duráveis são penalizados pela renda retraída, mas uma lenta recomposição do mercado de trabalho melhorará seu desempenho. A agricultura, capitalizada e com excelentes perspectivas de renda, prepara-se para outra safra recorde. A manutenção da meta primária em 4,25% do

PIB embute uma expansão fiscal, explicada pelo multiplicador do orçamento equilibrado. Nos últimos meses, a demanda externa voltou a contribuir positivamente para a atividade na margem.

O ritmo da recuperação na produção é significativo quando contrastado com outras retomadas. A comparação é útil para colocar a recuperação da indústria numa perspectiva temporal. A observação do comportamento dos indicadores de produção industrial desde julho de 2003 em comparação a surtos de crescimento dos últimos dez anos indica um movimento de recuperação bastante forte e acima de experiências passadas.

A despeito de todas as incertezas sobre o ritmo real do consumo e da demanda agregados, muito mais difíceis de monitorar, é possível extrair algumas conclusões a partir da observação de sondagens e das séries da indústria ajustadas sazonalmente:

1) O ritmo da produção na média trimestral descreve uma recuperação importante no último semestre, a partir de um patamar deprimido;

2) O ano virou com baixos estoques na indústria (vide sondagem da indústria de transformação da FGV). Os indícios de um quadro semelhante no comércio são precários, mas convincentes: não houve reclamações após o Natal.

Depreende-se uma trajetória visível de recuperação da economia que há de continuar (e deve ser acompanhada de importações) a não ser que haja queda na demanda agregada - dado que o aumento na demanda agregada foi parcialmente atendido pelo ajuste de estoques ao longo do semestre passado.

O ponto a reconhecer é que a retomada é plenamente visível, inclusive, existe espaço para um crescimento da produção mesmo em um cenário em que a demanda final não cresça. Ou, numa visão dinâmica, para uma aceleração da produção, mantido o ritmo da demanda final.



3. Juros, câmbio e inflação

3.1. Decisão conservadora do Copom reverte otimismo do mercado

Janeiro começou apontando um início de ano muito promissor, dando continuidade à trajetória de melhora de preços ocorrida no final de 2003. O prêmio de risco brasileiro chegou a recuar para patamares abaixo de 400 pontos, enquanto a taxa de câmbio atingiu R\$ 2,78/US\$ e o Ibovespa, 24.300 pontos.

Na última semana do mês, no entanto, sinais do Fed de que o início da alta dos juros nos EUA pode estar se aproximando e incertezas do Banco Central com relação ao caráter temporário da inflação provocaram a correção da euforia dos mercados, levando os preços dos ativos a encerrarem o mês em níveis próximos às médias de dezembro. O prêmio de risco brasileiro voltou a se aproximar dos 500 pontos e a bolsa paulista recuou para os 22.000 pontos.

No mercado de juros, a decisão do Copom de manter as taxas de juros em 16,5% e as preocupações explicitadas pelo Banco Central com relação ao comportamento da inflação levaram os agentes a precificar que a estabilidade da Selic ainda deve durar algum tempo. Mais cauteloso, o mercado de juros deve operar ainda mais atento ao comportamento dos índices de preços e das expectativas de inflação.

No mercado de câmbio, o destaque foi o início da atuação do Banco Central na compra de dólares, substituindo o Tesouro Nacional. O elevado apetite dos investidores internacionais pelos mercados emergentes sustentou um fluxo bastante positivo de dólares durante todo o mês, mas a presença do BC sustentou o real ao redor dos R\$ 2,90/US\$ no final do mês.

Passada a correção do excesso de euforia do início do ano, é pouco provável que os preços dos ativos brasileiros sustentem uma

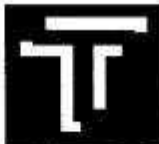
trajetória de queda. Com a manutenção do cenário doméstico favorável e do crescimento da economia mundial, os preços tendem a se acomodar ao redor dos novos patamares no curto prazo, mas com espaço para retomar a trajetória positiva nos próximos meses.

1.1. Juros

O Banco Central surpreendeu todo o mercado com a decisão de manutenção da Selic em 16,5% em janeiro, reforçando ainda mais o cenário de cautela na ata da reunião. A taxa do contrato futuro de juros de um ano, que havia recuado a 15,15% antes da decisão do Copom, encerrou o mês próximo a 15,75%.

A ata da reunião mostrou que o Banco Central está diante de um problema novo na condução da política monetária. Pela primeira vez desde a introdução do câmbio flutuante, em 1999, a restrição para a queda da taxa de juros passou a ser a evolução da demanda interna e seus efeitos sobre a taxa de inflação e não a evolução da taxa de câmbio. Por ser uma situação totalmente nova, o BC reconheceu a dificuldade de prever se os aumentos de preços verificados em dezembro e programados para janeiro são persistentes ou transitórios.

A inflação de dezembro veio acima do esperado, com forte elevação dos núcleos, e houve uma piora nas expectativas de mercado para o primeiro trimestre. Se este for um fenômeno temporário, a inflação voltará à trajetória das metas no médio prazo. Ainda assim, a margem de manobra para alcançar a meta em 2004 sofrerá redução. O maior risco é se este fenômeno for permanente, gerando um movimento de elevação generalizada de preços. Ainda segundo a ata, os indícios sobre



a possibilidade de um movimento permanente dizem respeito ao comportamento dos núcleos, o aumento dos produtos industriais no IPA e a mudança de preços relativos em favor dos setores com maior demanda, inclusive com recomposição de margens.

Por último, o Banco Central expôs de forma clara nesta ata sua preocupação com a elevação das expectativas de inflação de mercado para o primeiro trimestre e, particularmente, com a elevação das expectativas das instituições TOP-5. Neste sentido, esta preocupação deve aumentar ainda mais, pois estas projeções ainda devem sofrer elevações, o que contribui para o cenário em que o BC mantém a Selic em 16,5% também em fevereiro.

Ainda assim, apesar da maior inflação no início do ano, a *Tendências* acredita que este movimento é temporário e que já a partir de março a inflação voltará a um patamar condizente com a trajetória das metas de inflação.

1.2. Inflação

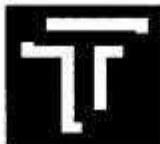
O resultado do IPCA-15 de janeiro passou de 0,52% no fechamento de dezembro, para 0,68%. Esta elevação está associada a pressões de caráter temporário ou sazonal, principalmente de alimentação, cigarros, educação e algumas tarifas. No resultado do grupo alimentação (0,68%), houve forte pressão de alimentos "in natura" - legumes, frutas e tubérculos - e alguns cereais (arroz e feijão). Por outro lado, o leite e seus derivados continuam em queda. Os reajustes de cigarros, que ocorreram entre o final de novembro e começo de janeiro, ainda exerceram forte influência sobre o indicador (impacto de 0,05 p.p.), mas iniciaram uma trajetória de desaceleração.

Na análise dos preços administrados, ocorreu forte concentração de reajustes de

energia elétrica e ônibus (urbano e intermunicipal), que, somados, tiveram impacto de 0,04 p.p. no indicador. Com isso, houve elevação na taxa de variação dos preços administrados, que passou de 0,51% no resultado do IPCA-15 para 0,58% no resultado de janeiro. Destaca-se também o reajuste de automóveis e combustíveis (impacto de 0,02 e 0,03 p.p., respectivamente). O grupo educação iniciou sua trajetória de alta (0,64%) por conta do período de matrículas escolares, mas só deve atingir o pico de seu reajuste em fevereiro. Os preços livres fecharam em 0,72%, ante 0,44% em dezembro.

O resultado do IGP-M de janeiro (0,88%) mostrou alta de 0,27 ponto porcentual em relação ao resultado de dezembro. Esta elevação foi puxada principalmente pelo aumento na taxa de variação do IPA industrial, 1,13% ante 0,76% em dezembro, o IPA geral ficou em 0,98%. O IPC também apresentou alta por conta da forte concentração de reajustes sazonais. O INCC manteve-se em um patamar.

Na análise do IPA aberto, segundo a categoria de uso de seus componentes (bens de produção e bens de consumo duráveis e não-duráveis), observa-se duas pressões de alta significativas: (a) alimentação (2,32%), dentro de não-duráveis, e (b) matérias-primas semi-elaboradas (3,28%), dentro de bens de produção. A primeira está relacionada principalmente à alta sazonal dos alimentos "in natura" e alguns cereais (feijão e arroz). Já a elevação dos produtos semi-elaborados refere-se à alta das commodities no mercado internacional, em especial as metálicas. Este argumento fica mais claro quando olhamos a evolução da curva de preços dos produtos semi-elaborados em relação a um índice de commodities construído pela *Tendências* - ponderado pela pauta de exportação brasileira. Outro destaque foi a elevação do preço de resinas (2,48%) por conta da alta do petróleo.



3.2. Educação e tarifas de telefone pressionam IPCs em fevereiro

Em fevereiro a inflação deverá subir por conta de educação e reajustes de tarifas de telefone. Devido ao período de matrículas escolares, o IPCA deve ser pressionado em janeiro pelo grupo educação, com impacto previsto de 0,36 ponto percentual no indicador. Projetamos para o IPCA em fevereiro uma taxa de variação próxima a 0,85%. Já os reajustes previstos de telefonia devem ter impacto de 0,06 ponto percentual no indicador. Em março esperamos que o IPCA volte para um patamar de 0,40%.

Quadro: últimos resultados dos principais índices de inflação

	2003	2004*	Jan/04	Fev/04
IPCA (IBGE)	9,3%	6,0%	0,85%*	0,85%*
IPC (FIPE)	8,18%	6,0%	0,75%*	0,40%*
IPC-M (FGV)	9,33%	6,0%	0,84%	0,50%*
IGP-M (FGV)	8,69%	6,7%	0,88%	0,80%*

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

4. Finanças públicas

4.1. Setor público fecha 2003 c/ superávit primário de 4,32% do PIB

O resultado primário do setor público atingiu R\$ 66,2 bilhões em 2003, equivalente a 4,32% do PIB, cumprindo a meta de superávit primário acertada com o FMI com folga de R\$ 1,2 bilhão. O superávit primário de 2003 foi recorde para o fechamento de ano desde o início do ajuste fiscal verificado a partir de 1999, ainda que o resultado acumulado em 12 meses tenha se aproximado de 5% do PIB no início de 2003 (figura) devido à paralisação na liberação de recursos no governo federal.

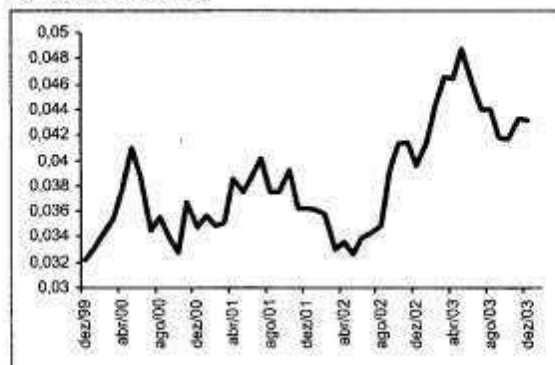
O que garantiu o cumprimento da meta fiscal com folga foi o resultado do governo central, que registrou um superávit de 2,53% do PIB ante uma meta orçamentária de 2,45% do PIB. Tal superávit do governo central, como apontado pelas contas acima da linha do Tesouro Nacional, foi sustentado, de forma inédita, pelo ajuste real das despesas e não pelo aumento da carga tributária.

O ajuste "excedente" do governo central durante 2003 serviu para compensar o fato de as estatais federais não terem atingido sua meta orçamentária de gerar superávit primário de 0,70%

do PIB, ficando seu superávit em 0,63% do PIB durante 2003. Ainda assim, o ajuste primário dessas empresas no último bimestre do ano foi considerável, permitindo ao menos aproximar o resultado anual da meta orçamentária.

Com relação aos Estados e municípios, o superávit primário ficou relativamente estável entre 2002 (0,87% do PIB) e 2003 (0,90% do PIB).

Figura: Superávit do setor público consolidado (acumulado 12 meses - % do PIB)



Fonte: Banco Central.



4.2. Relação dívida/PIB fecha 2003 em 58,2%, mas perspectiva para 2003 é positiva

Embora o resultado primário tenha sido bastante positivo em 2003, a dinâmica da relação dívida/PIB foi desfavorável. Não em função do crescimento da dívida propriamente dita, que na verdade ampliou-se apenas 3,6% em termos nominais durante 2003, graças à apreciação da taxa de câmbio nominal do final de 2002 até o final de 2003 e à quase nula incorporação de esqueletos no ano passado.

Assim, a despeito do pequeno crescimento da dívida líquida, o PIB valorizado registrou decréscimo entre o final de 2002, quando atingiu R\$ 1.588 bilhões, e o final de 2003 (R\$ 1.570 bilhões), contribuindo para elevação da relação dívida/PIB. De fato, o PIB valorizado, que é a somatória do PIB nos últimos 12 meses a preços do último mês (deflacionado pelo IGP centrado), apresentou forte crescimento no final de 2002 devido à acentuada aceleração da inflação medida pelo IGP-DI. Ao longo de 2003 essa diferença entre o PIB valorizado e o corrente foi sendo corrigida.

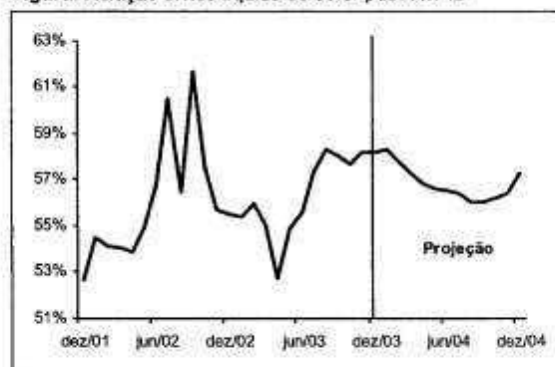
A perspectiva é que em 2004, diante de um cenário "normal" para o comportamento da inflação, não volte a ocorrer esse tipo de distorção, vale dizer, o PIB valorizado voltará a crescer em linhas com a trajetória do PIB corrente.

Assim, diante de um cenário sem grandes turbulências na taxa de câmbio e com continuidade da queda na taxa de juro nominal ao longo do ano, a perspectiva é que a relação dívida/PIB se reduza em 2004.

Considerando nosso cenário básico para a taxa de câmbio (que prevê taxa de câmbio

próxima a R\$ 3,0/US\$ em meados do ano e em R\$ 3,18/US\$ no final de 2004) e para a taxa de juros (Selic média de 15,5%) em 2004, projetamos uma relação dívida/PIB de 57,2% no final deste ano, ou seja, uma queda de 1% do PIB em relação a 2003. Neste cenário, ocorre uma melhora mais acentuada deste indicador no primeiro semestre, parcialmente revertida no final de 2004 (figura).

Figura: Relação dívida líquida do setor público/PIB



Fonte: Banco Central. Projeção Tendências

Note-se que o cenário de piora no final de 2004 depende da desvalorização do câmbio nominal em nossas projeções para o final de 2004. Assim, em um cenário em que a taxa de câmbio fique mais estável, a relação dívida/PIB poderá ter um desempenho mais benéfico.

Para janeiro, contudo, a pequena desvalorização do câmbio deve fazer com que a relação dívida/PIB suba marginalmente para 58,3% do PIB.



5. Setor externo

5.1. Superávit em conta corrente de 2002 é o maior desde 1992

1.1. Transações correntes

O superávit em transações correntes em dezembro do ano passado foi de US\$ 349 milhões. Com isso o superávit acumulado em 2003 atingiu US\$ 4.051 milhões, ou seja, uma reversão de US\$ 11,7 bilhões em relação ao déficit de 2002 e o primeiro saldo positivo desde 1992. Foi o resultado da balança comercial que permitiu esse excelente resultado em conta corrente, posto que o saldo da conta de renda e serviços ficou relativamente estável em 2003, registrando um déficit de US\$ 23,7 bilhões.

Tendo em vista nossa perspectiva para a balança comercial para 2004, projetamos uma relativa estabilidade do saldo em conta corrente no primeiro semestre de 2004 e no primeiro semestre de 2003, de forma que o saldo acumulado em 12 meses deve permanecer próximo ao atual até meados de 2004. Para o segundo semestre, entretanto, esperamos uma queda do superávit em comparação a 2004, de forma que continuamos projetando um fechamento do ano com um pequeno déficit (da ordem de US\$ 1 bilhão).

1.2. Conta capital e financeira

Do ponto de vista da conta capital e financeira, o desempenho também foi favorável em 2003, com destaque para a recuperação das rolagens dos vencimentos de médio e longo prazo do setor privado. De fato, considerando a totalidade das amortizações de médio e longo prazo do setor privado, em 2002 houve uma rolagem média de 55%, ou seja, o ingresso de capitais de médio e longo prazo correspondeu a 55% das amortizações em 2002. Tal taxa de rolagem reduzida decorreu da grave crise de confiança que atingiu o País em 2002. No ano passado, a melhoria da confiança permitiu a recuperação dessas rolagens, que ficaram em 78% na média de 2003. Em dezembro o ingresso de

capitais privados de médio e longo prazo atingiu 89% dos vencimentos de mesmo prazo.

A perspectiva é bastante favorável para as rolagens de médio e longo prazo no início de 2004, tendo em vista a melhoria da liquidez no mercado externo e o apetite do investidor internacional por papéis brasileiros, algo evidenciado pelas captações deste início de ano. Assim, consideramos provável uma rolagem média próxima a 100% neste primeiro semestre de 2004.

Outro influxo relevante na conta financeira fica por conta dos investimentos estrangeiros diretos, que atingiram US\$ 10,1 bilhões em 2003, graças a um ingresso de US\$ 1,4 bilhão em dezembro último. O fato, contudo, é que os investimentos diretos estrangeiros continuaram sendo sustentados, como em 2002, pelo elevado volume de conversões de dívida em investimento. Assim, quando se exclui o volume de conversões, chega-se a um ingresso líquido de investimento direto fora conversão de US\$ 4,9 bilhões. Vale dizer que as conversões explicam 51% do volume de investimento direto no País em 2003. Note-se que em 2002 ocorreu o mesmo resultado, ou seja, dos US\$ 16,5 bilhões de investimento direto em 2002, 51% correspondeu a conversões de dívida em investimento por parte do credor internacional.

Pode-se dizer, enfim, que em 2003 o balanço de pagamentos apresentou um desempenho positivo, dado que a melhoria das rolagens dos vencimentos de médio e longo prazo e o excelente resultado em conta corrente mais que suplantaram o quadro ainda negativo para o influxo de investimento direto estrangeiro. Com efeito, foi esse quadro geral positivo, juntamente com o influxo de capitais de curto prazo no início do ano, que permitiu que o Tesouro Nacional contratasse US\$ 11,1 bilhões de dólares no mercado cambial sem gerar pressões sobre a cotação do real e permitindo, simultaneamente, iniciar a recuperação das reservas líquidas do Banco Central.



6. Internacional

6.1. EUA: FOMC surpreende na primeira decisão de política monetária de 2004

No comunicado referente à primeira decisão da política monetária de 2004, o Fed surpreendeu os agentes econômicos, sinalizando uma possível elevação na taxa de juros antes do que estava sendo previsto. De forma geral, o FOMC traçou um quadro otimista da economia norte-americana. A atividade recupera-se a um ritmo significativo, a criação de empregos, embora abaixo do esperado, já dá sinais de melhora e o quadro inflacionário é de equilíbrio. Diante deste cenário, o FOMC decidiu, como esperado, manter a taxa de juros inalterada, mas no comunicado, substituiu a frase “manter juros baixos por um período de tempo considerável” por “ser paciente na remoção da política monetária acomodatória”.

Desta forma, a sinalização do FOMC sobre a sustentação da atual política monetária foi mais tênue em relação às decisões anteriores, apontando um cenário de tempo mais curto para começar a elevar os juros. Esta indicação reforça o cenário esperado pela *Tendências* de que o Fed deve proceder à elevação gradual dos juros a partir de junho.

Vale lembrar que os Estados Unidos vêm sustentando a taxa de juros real negativa desde setembro de 2002 quando a inflação acumulada 12 meses estava na casa de 1,50% e a taxa dos Fed funds em 1,75%. Com os sinais mais robustos de recuperação, retomada significativa de consumo e investimento, e primeiros sinais de

melhora, embora gradual, no mercado de trabalho, não é de se esperar que o Fed sustente a atual política monetária. A adoção de um tom mais neutro em sua política monetária em um cenário de crescimento e inflação equilibrada parece o mais razoável.

Nos mercados, os ajustes foram significativos após a sinalização do Fed. As bolsas que vinham mantendo-se em território positivo por conta das divulgações corporativas, reverteram a tendência, acomodando-se em torno dos patamares de final de 2003. No mercado de títulos públicos, as taxas de juros registraram altas robustas. As taxas de juros dos *treasuries* de 10 anos saíram do patamar de 4,05% para acima de 4,20% em resposta ao FOMC.

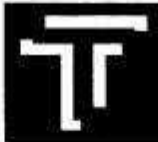
De qualquer forma, os sinais do Fed devem intensificar ainda mais a atenção dos agentes aos movimentos da instituição ao longo dos próximos meses. A elevação dos juros, que deve ocorrer de maneira bem gradual, não deve comprometer o cenário de recuperação da economia americana, mas principalmente para os emergentes, a elevação dos juros pode ser prejudicial do ponto de vista da menor abundância de recursos disponíveis para estes mercados. A reação negativa no prêmio de risco dos emergentes diante do comunicado já é um sinal dos possíveis efeitos da elevação dos juros sobre os preços dos títulos de dívida desses países.

6.1. Argentina: problemas aparecem nas questões estruturais

As dificuldades crônicas dos argentinos em acertar uma base mínima de negociação com seus credores (assim como com concessionárias de serviços, bancos estrangeiros etc.) não apenas diz respeito às

restrições econômicas e financeiras do governo, mas também ao que ficou conhecido como “estilo K”, isto é, a forma personalista e confrontadora do presidente Kirchner.

A base de poder de Kirchner é sua enorme



popularidade (atualmente, 53% dos argentinos afirmam que o elegeriam presidente), embora não controle o peronismo (a verdade é que hoje ninguém o controla). Mais importante, logrou uma convivência razoável com Duhalde e tem pela frente dois anos sem eleições, que lhe dão tempo de manobra. Mas Kirchner também lida com movimentos sociais muito complicados que forçam o tom populista. De fato, muitas medidas questionáveis irritam mais pela atitude do presidente, que parece buscar permanente confrontação. Vale chamar a atenção para a diferença em relação a seu ministro da Economia. Enquanto Lavagna diz que não pode pagar dívidas, autorizar reajustes, aumentar o esforço fiscal etc., Kirchner diz apenas que não quer.

Mas a Argentina tem um curinga. O que o momento atual da economia mundial tem de bom para o Brasil, tem três vezes melhor para a Argentina: o peso das commodities e do euro é maior na Argentina e o petróleo a beneficia. O próprio crescimento brasileiro para a Argentina é mais importante que o crescimento

argentino para o Brasil. A exceção vem da formidável liquidez internacional, da qual os argentinos irão ver muito pouco.

A economia interna, por sua vez, dissipou dois grandes fantasmas: não entrou em hiperinflação e a recessão atingiu o fundo do poço na segunda metade de 2002. Dada a magnitude da queda na atividade, a economia não podia não crescer, a partir de uma estabilização mínima de conjuntura.

Os problemas aparecem nas questões estruturais. A recessão dos anos 1999/2001 deixou uma formidável capacidade ociosa. Este ponto é crucial, pois separa o curto e médio prazo positivo, apoiado numa recuperação cíclica, de um crescimento sustentável de longo prazo. Enquanto há ociosidade, pode-se crescer sem investimento. No longo prazo não, e aqui questões como segurança jurídica, respeito a contratos, garantias ao investimento, confiança em bancos e recuperação de mecanismos de poupança e crédito são absolutamente necessários.

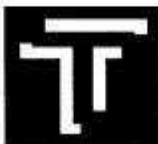
7. Informe setorial

7.1. Câmara incorpora alguns avanços ao novo modelo do setor elétrico

Apesar de a Câmara dos Deputados ter incorporado melhorias à Medida Provisória apresentada pelo governo que cria o novo modelo do setor elétrico (MP 144), o projeto – como atualmente se encontra – não parece garantir as condições necessárias à atração de investimentos privados ao setor elétrico brasileiro.

O projeto de lei apresentado pelo relator da MP 144, deputado Fernando Ferro (PT-PE), e aprovado pela Câmara incorpora cinco evoluções em relação ao projeto editado pelo governo em 11 de dezembro de 2003: (1) os contratos de “self-dealing” existentes

permanecerão válidos pelo prazo de um ano; (2) o prazo para a desverticalização das empresas de distribuição das de transmissão e geração foi ampliado de 12 para 18 meses, prorrogáveis por mais 18 meses; (3) os contratos existentes entre geradoras e consumidores eletrointensivos poderão ser prorrogados até o final de 2010; (4) a metodologia de cálculo do custo de transmissão foi alterada, de modo a tornar mais competitivas as termelétricas localizadas nas proximidades dos centros consumidores e (5) a energia produzida a partir de projetos de expansão das usinas pertencentes às geradoras



já em operação poderá ser comercializada como energia nova.

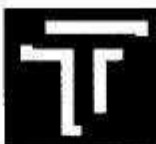
As duas primeiras emendas são positivas por proporcionarem um período maior de ajuste às distribuidoras, tendo em vista as condições financeiras delicadas em que elas se encontram. A terceira garante um período mais dilatado de transição aos grandes consumidores de energia, tais como os produtores de alumínio. A quarta medida, por sua vez, é positiva por tentar viabilizar a expansão do uso do gás natural na matriz energética brasileira, enquanto a quinta incorporação é um avanço por tentar minimizar o impacto do novo modelo sobre as geradoras privadas que realizaram investimentos recentes no País e que deverão negociar sua energia apenas nos leilões realizados no ano anterior à liquidação dos contratos.

Apesar dos avanços incorporados ao novo modelo do setor elétrico, muitos pontos fundamentais à atração dos investimentos necessários à expansão do setor não foram considerados na versão aprovada pela Câmara. Entre os pontos "sensíveis" contidos no projeto destacam-se (1) a permanência de muitas questões fundamentais (como a definição do formato do leilão de "energia velha") para serem regulamentadas em legislação

infraconstitucional; (2) a manutenção da prerrogativa de o Ministério de Minas e Energia (MME) indicar os membros dos conselhos diretores dos órgãos de gestão, fiscalização e planejamento do setor; (3) a retirada das empresas de energia elétrica do Programa Nacional de Desestatização; (4) a manutenção do tratamento da eletricidade produzida pelas geradoras privadas instaladas no País como energia velha a ser comercializada apenas um ano antes da liquidação dos contratos.

Esta última medida, especificamente, é negativa, na medida em que os preços de um ano antes tendem a ser menores que os de três ou cinco anos antes da liquidação. Desta forma, as geradoras privadas instaladas no País teriam poucos incentivos em voltar a investir aqui, em um cenário em que os investimentos já realizados pelas mesmas não deverão obter retorno adequado.

Em suma, apesar dos avanços obtidos na Câmara dos Deputados, a discussão sobre as alterações a serem feitas no projeto deve continuar no Senado, para que o novo modelo do setor elétrico efetivamente atraia os R\$ 11 bilhões de investimentos privados necessários a cada ano para garantir uma expansão equilibrada do parque elétrico brasileiro até 2012.



8. Dados básicos e projeções anuais

Atualizada em 31/01/2004.

	2000	2001	2002	2003	2004
PIB					
PIB nominal (US\$ bilhões)	602,2	510,4	456,2	507,1	571,1
População (mil)	170.143	172.386	174.633	176.876	179.114
PIB per capita (US\$)	3.539	2.961	2.612	2.867	3.189
PIB VA pm - crescimento real	4,4%	1,3%	1,9%	0,0%	4,0%
Agropecuária	2,2%	5,8%	5,5%	6,0%	5,4%
Indústria	4,8%	-0,5%	2,6%	-0,5%	5,4%
Serviços	3,8%	1,8%	1,6%	-0,2%	2,7%
Investimento (% do PIB)	19,3%	19,4%	18,3%	17,6%	18,8%
Preços					
IPCA (IBGE)	6,0%	7,7%	12,5%	9,3%	6,0%
IPC-Fipe	4,4%	7,2%	9,9%	8,2%	6,0%
IGP-M (FGV)	10,0%	10,4%	25,3%	8,7%	6,7%
IPA-M (FGV)	12,2%	11,9%	33,6%	7,6%	7,0%
IPC-M (FGV)	6,2%	7,7%	11,9%	9,3%	5,9%
Emprego e Salários					
Taxa de desemprego (30 dias - IBGE)*	7,9%	6,8%	7,9%	9,2%	9,6%
Massa real de rendimentos (% anual)	3,7%	-3,1%	-1,8%	-13,7%	6,9%
Sector Público					
Déficit nominal (% do PIB)	4,5%	5,2%	10,3%	4,2%	4,4%
Resultado Primário (% do PIB)	3,5%	3,7%	3,9%	4,3%	4,3%
Juros nominais (% do PIB)	8,0%	8,9%	14,2%	8,5%	8,7%
Dívida Líq. do Sector Público (% do PIB)	49,4%	53,3%	55,5%	59,2%	57,2%
Câmbio e Juros					
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	1,9554	2,3204	3,5333	2,8892	3,18
Taxa de câmbio	9,3%	18,7%	52,3%	-18,2%	10,1%
Juros nominais (média anual)	17,4%	17,3%	19,1%	23,3%	14,7%
Juros reais em dólar	7,4%	-1,1%	-21,8%	50,8%	4,2%
Juros reais (deflator: IPCA)	10,7%	9,0%	5,8%	12,8%	8,2%
Balanço de Pagamentos					
Exportações (US\$ bilhões)	55,1	58,2	60,1	73,1	80,9
Importações (US\$ bilhões)	55,8	55,6	47,0	48,3	58,8
Balança Comercial (US\$ bi)	-0,8	2,7	13,1	24,8	22,1
Conta Corrente (US\$ bi)	-24,6	-23,2	-7,7	4,2	-1,8
Conta Corrente (% PIB)	-4,2%	-4,6%	-1,7%	0,8%	-0,3%
Conta Capital e Financeira (US\$ bi)	19,4	27,9	12,0	7,3	7,7
Reservas Internacionais (liquidez internac. US\$ bi)	33,0	35,9	37,8	49,3	55,2

* 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>